

Handelshøyskolen ved UiS,
Stavanger, Våren 2014



Verdivurdering av North Atlantic Drilling Ltd.



Arjana Beqiri og Mona Ajmi



Veileder: Mads Holm



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELHØGSKOLEN 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 North Atlantic Drilling Ltd.

ENGELSK TITTEL: Valuation of North Atlantic Drilling Ltd.

FORFATTER(E)

VEILEDER: Mads Holm

Studentnummer:

211898

.....

204022

.....

Navn:

Arjana Beqiri

.....

Mona Ajmi

.....

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2014

Underskrift administrasjon:.....

SAMMENFATNING

I denne masteravhandlingen innen økonomi og administrasjon utfører man en investororientert verdsettelse av boreriggsselskapet North Atlantic Drilling Ltd. gjennom fundamental og komparativ analyse. Avhandlingen baseres på offentlig tilgjengelig informasjon med den hensikt å utlede et verdiestimat for North Atlantic Drilling Ltd. sin aksje.

Den fundamentale analysen støttes av en strategisk- og regnskapsanalyse som utgjør grunnlaget for framtidsregnskapet. Gjennom anvendelse av både egenkapital- og totalkapitalmetoden, får North Atlantic Drilling Ltd. fastsatt et fundamentalt verdiestimat som videre suppleres med et komparativt verdiestimat. Sistnevnte vil baseres på multiplikatorer fra sammenlignbare selskaper.

Ved å vekte den fundamentale verdsettelsen tyngst, ble North Atlantic Drilling Ltd. sin egenkapitalverdi per aksje estimert til 11,66 USD, mot markedsprisen den 6.juni 2014 på 11,20 USD.

FORORD

Denne utredningen er den siste brikken i det store puslespillet som vi kaller masterstudiet innen økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Med en spesialisering innen anvendt finans falt det naturlig for oss å velge fagområdet verdsettelse som tema for vår masteravhandling. Dette til tross for at vi ikke har hatt verdsettelsesemnet, og således måtte tilegne oss relevant kunnskap underveis.

Som to Stavangersjeler med petroleum i blodet, var det ikke annet en sunn fornuft som gjorde at vi valgte en oljerelatert virksomhet. Likeledes har North Atlantic Drilling Ltd. allerede ei stjerne i boka fra å ansette en av oss. Med eller uten stjerne, hadde vi likevel ansett bedriften som spennende på bakgrunn av at det er relativt nytt, og dermed et godt grunnlag for en forskningsstudie.

Dette semesteret har ført med seg mye nytt. I forhold til oppgaven har man måttet begi seg ut i det ukjente for å bli kjent med materialet. I tillegg har man prøvd å sjonglere en nyfødt, flytting, sykdommer, og mye mer, samtidig som man har skrevet masteravhandlingen. Det i seg selv er en av de største utfordringene vi har hatt.

I den forbindelse ønsker vi å rette en stor takk til våre familier som har bidratt til at vi fikk fullført oppgaven. Likeledes rettes det et stort og kjært takk til lille Leonard som har gitt mye motivasjon og glede, og snudd det tunge til positivt. Videre vil vi takke vår veileder, Mads Holm, for alltid å besvare våre spørsmål, og komme med konstruktive tilbakemeldinger. Din hjelp har vært uvurderlig. Til sist vil vi takke Kjell Henry Knivsflå for å ha gitt oss tilgang til hans pensum og metoder, som vi hovedsakelig har anvendt i oppgaven.

Med dette er endelig den etterlengtede dagen kommet, og vi er ferdig med mastergradutdanningen. Vi gleder oss til å begi oss ut i arbeidslivet som siviløkonomer, og håper at kompetansen vi har tilegnet oss vil bidra til mye suksess og lykke.

Stavanger, 9. juni, 2014

Arjana Beqiri

Mona Ajmi

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	10
1.1 Problemstilling	10
1.2 Avgrensninger	11
1.3 Struktur	12
2. Bransjebeskrivelsen	14
2.1 Ulike typer rigger	17
2.2 Konkurrenter	19
3. North Atlantic Drilling	23
3.1 Historikk	23
3.2 Kontraktoversikt	26
3.3 Aksjekurs utvikling	26
3.4 Kontantutbytte	27
3.5 Aksjonærer	28
4. Verdsettelsesteknikker	29
4.1 Fundamental verdsettelse	29
4.1.1 Egenkapitalmetoden	30
4.1.1.1 Fri kontantstrømmodell	30
4.1.1.2 Netto betalt utbytte modellen	31
4.1.1.3 Superprofittmodellen	31
4.1.1.4 Superprofittvekstmodellen	31
4.1.2 Totalkapitalmetoden	32
4.1.2.1 Fri kontantstrømmodellen	32
4.1.2.2 Superprofittmodellen	33
4.1.2.3 Superprofittvekstmodellen	33
4.1.3 Kapitalverdimodellen	34
4.1.4 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad	36
4.2 Komparativ verdsettelse	37
4.2.1 Multiplikatormodellen	38
4.2.2 Pris- til-fortjeneste multiplikator	38
4.2.3 Pris-til-bok multiplikator	39
4.2.4 EV/EBITDA og EV/EBIT	39
4.3 Opsjonsprisingsmodeller	40
5. Strategisk analyse	42
5.1 Ekstern analyse	42
5.1.1 PESTEL	43
5.1.1.1 Politiske faktorer	43
5.1.1.2 Økonomiske faktorer	43
5.1.1.3 Sosiale faktorer	51
5.1.1.4 Teknologiske faktorer	51
5.1.1.5 Miljømessige og legale faktorer	51
5.1.2 Porters fem krefter	52
5.1.2.1 Trusler fra potensielle inntrengere	53
5.1.2.2 Forhandlingsmakt til kunder	53
5.1.2.3 Forhandlingsmakt til leverandører	54

5.1.2.4	Trusler fra substitutter	55
5.1.2.5	Rivalisering blant eksisterende aktører	55
5.1.2.6	Oppsummering av Porters fem krefter	57
5.2	Intern analyse: SVIMA	58
5.2.1	Finansiell kapital.....	59
5.2.2	Fysisk kapital.....	59
5.2.3	Organisatorisk kapital	60
5.2.4	Kunnskapskapital.....	60
5.2.5	Relasjonskapital.....	61
5.2.6	Oppsummering SVIMA-analysen.....	61
5.3	Oppsummering av strategisk analyse: SWOT-analyse	62
6.	Regnskapsanalyse	63
6.1	Rammeverk og forutsetninger	64
6.2	Presentasjon av tall	65
6.3	Omgruppering og normalisering av regnskap	66
6.3.1	Steg 1: Skille mellom finansielle- og driftsrelaterte eiendeler.....	67
6.3.2	Steg 2: Skille mellom finansiell- og driftsrelatert gjeld.....	70
6.3.3	Steg 3: Skille mellom normale og unormale poster	73
6.3.4	Steg 4: Håndtere brudd på kongruensprinsippet	75
6.4	Normalisering av skattekostnaden.....	77
6.5	Justering av målefeil	78
7.	Risikoanalyse	80
7.1	Likviditetsanalyse.....	80
7.1.1	Likviditetsgrad 1.....	80
7.1.2	Rentedekningsgrad.....	82
7.2	Soliditetsanalyse	82
7.2.1	Egenkapitalandelen	83
7.2.2	Netto driftsrentabilitet.....	84
7.3	Syntetisk rating.....	84
8.	Historisk avkastningskrav	87
8.1	Egenkapitalens avkastningskrav.....	87
8.1.1	Risikofri rente	88
8.1.2	Markedsrisikopremie	89
8.1.3	Egenkapitalbeta	90
8.1.4	Egenkapitalkrav	93
8.2	Avkastningskrav til netto finansiell gjeld	94
8.2.1	Krav til avkastning på finansiell gjeld	94
8.2.2	Krav til avkastning på finansielle eiendeler	95
8.2.3	Krav til avkastning på netto finansiell gjeld	96
8.3	Avkastningskrav til netto driftskapital.....	97
9.	Lønnsomhetsanalyse.....	98
9.1	Analyse av egenkapitalen.....	98
9.1.1	Egenkapitalrentabilitet.....	99
9.1.2	Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten	102
9.1.3	Analyse av drift.....	103

9.1.3.1	Driftens superrentabilitet.....	104
9.1.3.2	Dekomponering av netto driftsrentabilitet.....	104
9.1.4	Netto driftsrentabilitet oppsummert.....	108
9.1.5	Analyse av finansiering.....	109
9.1.5.1	Netto finansiell gjeldsrente.....	109
9.1.5.2	Netto rentemargin.....	110
9.1.5.3	Netto finansiell gjeldsgrad.....	111
9.1.6	Netto finansiell gearing oppsummert.....	111
9.2	Egenkapitalrentabilitet oppsummert.....	113
9.3	Konklusjon lønnsomhetsanalyse	114
10.	Framtidsregnskap.....	115
10.1	Rammeverk for framtidsregnskap	115
10.2	Analyse av vekst.....	115
10.2.1	Analyse av driftsinntekter.....	116
10.2.2	Analyse av driftsresultat.....	117
10.3	Valg av budsjettthorisont.....	118
10.4	Budsjett drivere.....	119
10.4.1	Driftsinntektsveksten.....	120
10.4.2	Omløpet til netto driftseiendeler.....	123
10.4.3	Netto driftsmargin.....	125
10.4.4	Finansiell gjeldsdel.....	126
10.4.5	Finansiell eiendelsdel.....	127
10.4.6	Finansiell gjeldsrente.....	128
10.4.7	Finansiell eiendelsrente.....	129
10.4.8	Oppsummering av budsjett drivere.....	129
10.5	Framtidsregnskap.....	129
11.	Framtidskrav	131
11.1	Avkastningskrav til egenkapitalen.....	131
11.1.1	Risikofri rente.....	132
11.1.2	Markedsrisikopremie.....	132
11.1.3	Egenkapitalbeta	133
11.1.4	Oppsummert avkastning til egenkapitalen	133
11.2	Avkastningskrav til netto finansiell gjeld	134
11.3	Avkastningskrav til netto driftskapital.....	135
12.	Verdsettelse.....	136
12.1	Fundamental verdsettelse	136
12.1.1	Egenkapitalmetoden.....	137
12.1.2	Totalkapitalmetoden	138
12.1.3	Oppsummering fundamental verdsettelse	139
12.2	Sensitivitetsanalyse.....	140
12.2.1	Endringer i konstant vekstrate.....	140
12.2.2	Endringer i avkastningskravet til egenkapitalen.....	141
12.2.3	Endringer i avkastningskravet til netto driftskapital.....	142
12.2.4	Endringer i driftsinntektsveksten.....	143
12.2.5	Endringer i omløpet til netto driftseiendeler	143
12.2.6	Endringer i netto driftsmargin	144

12.2.7	Oppsummering sensitivitetsanalyse	145
12.3	Komparativ verdsettelse	145
12.3.1	P/E multiplikator	147
12.3.2	P/B multiplikator	148
12.3.3	EV/EBITDA multiplikator	148
12.3.4	EV/EBIT multiplikator	149
12.3.5	Oppsummering komparativ verdsettelse	150
12.4	Verdiestimat av North Atlantic Drilling Ltd.....	150
12.5	Konklusjon og handlingsstrategi.....	151
13.	Kildeliste	153
14.	Tabelloversikt	160
15.	Figuroversikt	162

Begrepsavklaring

CAPM	Capital Asset Pricing Model, Kapitalverdimodellen	div	Driftsinntekstvekst
DI	Driftsinntekter	ekk	Egenkapitalkrav
EBIT	Earnings Before Interest and Tax, Driftsresultat	ekr	Egenkapitalrentabilitet
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization, Driftsresultat pluss nedskrivinger og amortisering	ekv	Egenkapitalvekst, konstant
EK	Egenkapital	fed	Finansiell eiendelsdel
EV	Enterprise Value, Firmaverdi	fek	Finansiell eiendelskrav
FE	Finansiell eiendeler	fgd	Finansiell gjeldsdel
FG	Finansiell gjeld	fgk	Finansiell gjeldskrav
FKD	Fri kontantstrøm fra drift	kov	Kovarians
FKE	Fri kontantstrøm til egenkapital	krp	Kredittrisikopremie
FKNFG	Fri kontantstrøm fra netto finansiell gjeld	mig	Minoritestinteressegrad
FKS	Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	mik	Minoritestinteressekrav
FOR	Fordringer	ndk	Netto driftskrav
INV	Investeringer	ndm	Netto driftsmargin
KON	Kontanter	ndr	Netto driftsrentabilitet
NBU	Netto betalt utbytte	ndv	Netto driftsvekst, konstant
NDE	Netto driftseiendeler	nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad
NDK	Netto driftskapital	nfgk	Netto finansiell gjeldskrav
NDR	Netto driftsresultat	nfgv	Netto finansiell gjeldsrentabilitet
NFG	Netto finansiell gjeld	nfgv	Netto finansiell gjeldsvekst, konstant
NFI	Netto finansinntekter	onde	Omløpet til netto driftseiendeler
NFK	Netto finanskostnader	skk	Sysselsatt kapitalkrav
NOK	Norske kroner	skr	Sysselsatt kapitalrentabilitet
NRE	Nettoresultat til egenkapital	skv	Sysselsatt kapitalvekst, konstant
U.S. GAAP	U.S. Generally Accepted Accounting Principles	var	Varians
USD	Amerikanske dollar		
VEK	Verdien til egenkapital		
VNDK	Verdien til netto driftskapital		
VNFG	Verdien av netto finansiell gjeld		
VSSK	Verdien av sysselsatt kapital		
WACC	Weighted Average Cost of Capital		

1. Innledning

I dette kapittelet vil man greie ut om masteravhandlingens innhold. Deriblant vil man gi en kort presentasjon av oppgavens formål, problemstilling og avgrensninger. Til slutt vil det framlegges en modell for den videre strukturen i oppgaven.

1.1 Problemstilling

Formålet med avhandlingen er å utføre en verdivurdering av North Atlantic Drilling Ltd. North Atlantic Drilling Ltd. er et rendyrket boreriggsselskap som opererer i værharde områder. Selskapet har åtte operative rigger, og en under konstruksjon. Boreriggsselskapet ble etablert i februar 2011 gjennom utskillelse av Seadrill Ltd. sin virksomhet i de røffe forholdene i Nord Atlanteren. North Atlantic Drilling Ltd. er et konsolidert datterselskap av Seadrill Ltd., hvor sistnevnte har en majoritetsandel på rundt 70 %.

I 2012 annonserte Seadrill Ltd. at de skulle flytte sin virksomhet ut av landet, og dermed føre stafettspinnen videre til North Drilling Ltd. Tidligere konsernsjef i Seadrill Ltd., Fredrik Halvorsen, artikulerte at flyttingen skulle bidra til fremmet vekst i datterselskapet, og at denne veksten var anslått til å overgå Seadrill Ltd. (Lewis, 2012). I oktober 2011 søkte selskapet om å få notert aksjene sine på Oslo Børs, men denne søknaden ble trukket. I desember 2012 søkte North Atlantic Drilling Ltd. på nytt om å få børsnotert aksjene sine, og denne gangen i New York Stock Exchange. Heller ikke nå ble børsnoteringen utrettet. Ytterligere en søknad ble sendt i desember 2013, og børsnoteringen på NYSE ble et faktum 28.januar, 2014. Likeså rapporterte North Atlantic Drilling Ltd. i 2013 om et potensielt samarbeidsforhold med en hemmelig partner for å styrke sin posisjon og fremme vekst. Dette partnerskapet ble satt på hold av skjellige årsaker, deriblant at selskapet hadde forpliktet seg overfor sine aksjonærer å notere selskapet på børs. Spekulasjonene rundt dette partnerskapet har vært omtrent endeløse, og denne uvissheten turrer på interessen for selskapet.

Omtrent fra selskapets etablering har man hele tiden hatt en visshet om deres visjon om å få selskapet børsnotert, og dette har skapt en stor spenning og interesse for selskapet. I tillegg har den antatte veksten som er spådd gitt oss et grunnlag for å sette oss inn i selskapets fundamentale forhold, og avdekke potensielle investeringsmuligheter ved, det som i 2013, bare var en forventning om emisjon av selskapets aksjer. Videre har det

gjennom hele utarbeidelsen av masteravhandlingen stadig dukket opp noe nytt om North Atlantic Drilling Ltd. i media. Blant annet har media stormen rundt den hemmelige partneren vært et bevis på at det er stor interesse for selskapet. Dette er ytterligere en årsak til at man tror at det foreligger nytte og behov for en verdivurdering av selskapet. Likeledes har dette vist at North Atlantic Drilling Ltd. har mange interessenter som kan gagnes av en eventuell vurdering av selskapet. På grunnlag av dette har man formulert følgende problemstilling:

Hva er egenkapitalverdien til North Atlantic Drilling Ltd.?

North Atlantic Drilling Ltd. er et relativt nytt selskap, og det er få som har utført verdiberegninger av selskapet. Man ser dermed at det er behov for en verdsettelse. Dette har særlig gjort seg gjeldende etter børsnoteringen av selskapet, hvor det vil være av relevans å undersøke hvorvidt markedet har priset selskapet riktig i henhold til verdiene som selskapet besitter, både materielle, immaterielle, nåværende og potensielt framtidige. Fra et investorperspektiv vil et verdiesimat være av stor betydning. Det vil dermed også legges vekt på hvilket investeringspotensial det ligger i North Atlantic Drilling Ltd. sin aksje i henhold til våre vurderinger.

1.2 Avgrensninger

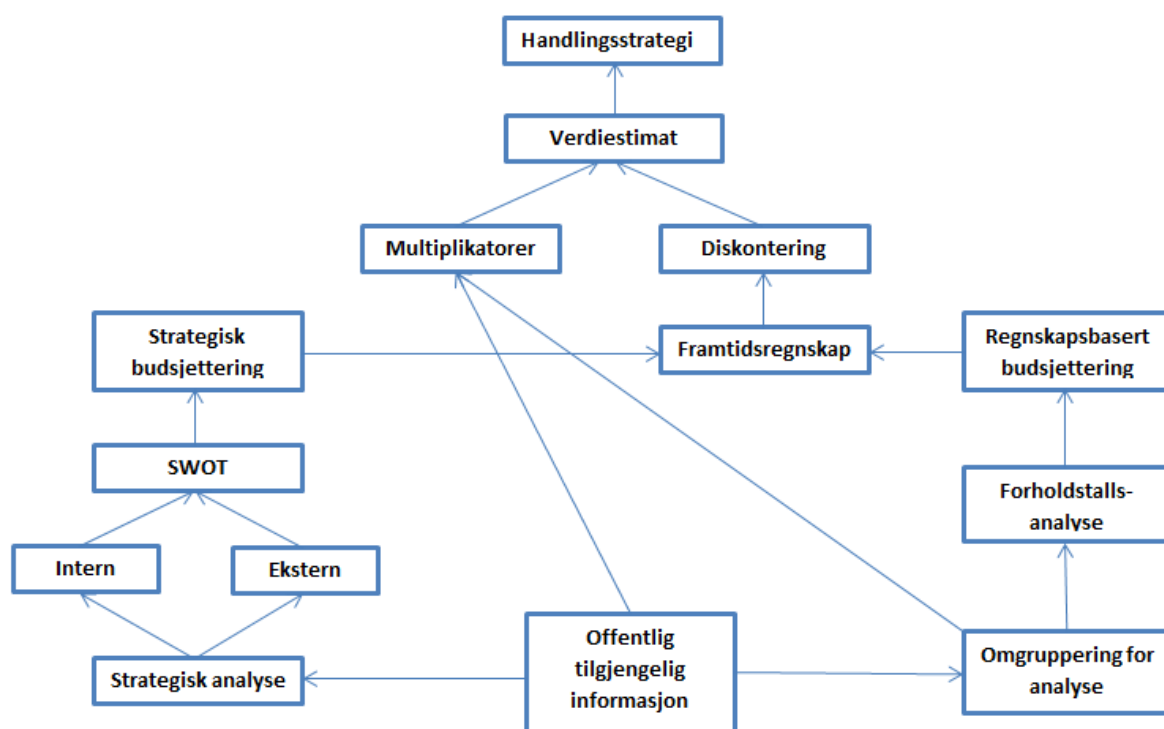
Masteravhandlingen er skrevet gjennom et semester, noe som begrenser omfanget av informasjonsinnhenting. Likeledes har man basert avhandlingen på offentlig tilgjengelig informasjon, deriblant informasjon hentet fra selskapenes årsrapporter og i media. Dette betyr at man utfører en ekstern analyse av selskapet. North Atlantic Drilling Ltd. ble etablert i 2011. Dette innebærer at analysen er begrenset til tre år med regnskapsinformasjon for selskapet. Således har man, basert på tidsavgrensningen, avsluttet informasjonsinnhenting omtrent i midten av mai, noe som blant annet betyr at informasjon om North Atlantic Drilling Ltd. sin avslørte strategiske partner ikke er tatt i betraktning.

Verdsettelsen er utført fra et investorperspektiv, noe som medfører at oppgaven hovedsakelig er utledet for å forsyne investorene med nyttig informasjon. Videre er oppgaven lagt opp etter Kjell Henry Knivsflå sine metoder som er hentet fra forelesningsnotater i emnet BUS440 «Rekneskapsanalyse og verdivurdering». I tillegg har

man også tatt utgangspunkt i sentral faglitteratur, deriblant «Financial Statement Analysis» av Stephen H. Penman, «Investment Valuation» av Aswath Damodaran, og «Valuation» av Tim Koller, Marc Goedhart og David Wessel.

1.3 Struktur

Figuren nedenfor viser den overordnede strukturen på oppgaven. Strukturmodellen angir de vesentlige komponentene for verdsettelse av North Atlantic Drilling Ltd.



Figur 1: Strukturmodell, Kilde: Forfatterne, 2014.

Oppgaven gir først en presentasjon av boreriggbransjen, for deretter å gi en innføring i verdsettelsesobjektet, North Atlantic Drilling Ltd. Det er sentralt for oppgaven at man får en innsikt i selskapet og dets tilhørende bransje. I kapittel 4 blir de ulike verdsettelsesteknikkene gjennomgått. Her blir relevant teori innenfor fundamental-, komparativ-, og opsjonsbasert verdsettelse gitt.

I kapittel 5 blir det utført en strategisk analyse. Analysen deles både inn i en ekstern og intern del, hvor man i den eksterne delen utfører en makro- og bransjeorientert analyse. Denne etterfølges av en intern analyse av North Atlantic Drilling Ltd. sine ressurser for å

avdekke eventuelle konkurransefortrinn. Den eksterne og interne analysen oppsummeres i en SWOT-analyse, og dette gir grunnlag for strategisk budsjettering av framtidsregnskapet.

I regnskapsanalysen blir regnskapstallene omgruppert for videre investororientert analyse. Deretter vil det foretas en risikoanalyse hvor man beregner North Atlantic Drilling Ltd. sin konkurssannsynlighet ved bruk av ulike forholdstall. Dette gir grunnlag for beregning av ulike historiske avkastningskrav i kapittel 8. I påfølgende kapittel blir selskapets lønnsomhet sammenlignet med bransjen, for å utforske hvorvidt selskapet har strategiske fordeler, og omfanget av disse. Sistnevnte utgjør et supplement til den strategiske analysen. Forholdstallene som er beregnet og analysert i disse kapitlene utgjør basisen for den regnskapsbaserte budsjetteringen.

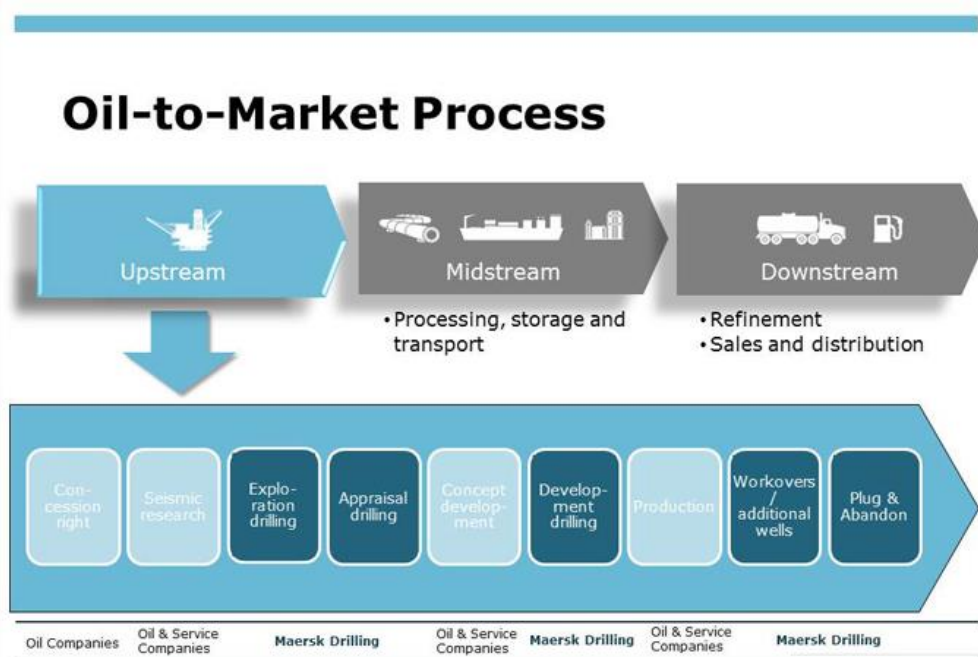
I kapittel 10 blir framtidsregnskapet utarbeidet. Prognosene neddiskonteres med de estimerte avkastningskravene i kapittel 11, og man får et verdiestimat basert på fundamental analyse. Usikkerheten i verdiestimatet blir vurdert ved hjelp av en sensitivitetsanalyse. Deretter utføres en verdsettelse ved å anvende multiplikatorer fra sammenlignbare virksomheter. De vektete verdiestimatene ved fundamental og komparativ verdsettelse vil settes sammen for å representere det endelige verdiestimatet. Dette gir videre grunnlag for forslag til handlingsstrategi.

2. Bransjebeskrivelsen

Olje- og gassindustrien er en global industri som blant annet inkluderer virksomheter som utforsker, utvinner, produserer, lagrer, frakter og /eller selger oljeprodukter. Boreriggsselskapene utgjør en vesentlig komponent i olje- og gassindustrien ved å tilby leie av boreenheter og arbeidskraft for utvinning av olje og gass. For å få et bedre innblikk i prosessene og elementene som inngår i bransjen vil man videre gjennomgå bransjens verdikjede, riggbransjens komponenter og North Atlantic Drilling Ltd. sine umiddelbare konkurrenter.

Verdikjeden

Oljevirkosmhetens verdikjede kan deles inn i tre hovedkategorier: oppstrøm, midtstrøm og nedstrøm. Disse betegnes henholdsvis upstream, midstream og downstream på engelsk, slik figur 1 illustrerer.



Figur 2: Olje-og gassindustriens verdikjede, Kilde: Maersk Drilling, 2014.

Oppstrøm kategorien (Exploration & Production, E&P) betegner utforsknings-, utvinnings- og produksjonssiden av olje- og gassindustrien. I midtstrøm kategorien inngår blant annet prosessering, lagring og transport av ikke-raffinert olje. Kategorien nedstrøm (Refining & Marketing, R&M) omfatter raffinering, distribusjon, markedsføring og salg. Vårt fokus vil

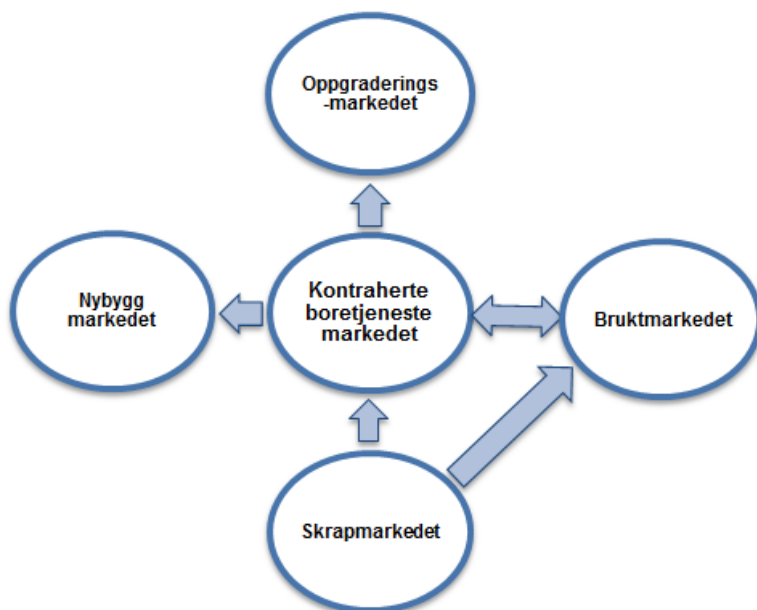
hovedsakelig konsentreres mot komponentene som inngår i de delene av verdikjeden som kalles oppstrøm og midtstrøm, da det er under disse kategoriene boreriggbransjen er involvert.

Utvinning av olje og gass

Å lete etter olje og gass er en komplisert oppgave som omfatter enorm og variert ekspertise. Første steg i prosessen er å kartlegge interessante leteområder, men det er selve boringen som er avgjørende for å eksaminere hvorvidt det faktisk finnes olje eller gass i det utvalgte prospektet. Boring er et enkelt og godt kjent konsept som innebærer boring av hull i havbunnen. Ved hjelp av et langt rør med en borekrone som dreies rundt forsøker man å nå reservoarer av fossile brensler under berglagene på havbunnen. Det skilles mellom leteboring og produksjonsboring, hvor førstnevnte er den aller første brønnen som bores i leteområdet. Hvis det blir funnet olje eller gass, blir det videre boret avgrensingsbrønner for å fastslå oljefeltets størrelse. Oljefeltet blir bygget ut dersom det viser seg å være økonomisk lønnsomt (Verdensklasse, 2014).

Fem ulike riggmarked

Det finnes fem ulike riggmarked. Mobile boreenheter eies og drives i det som kan kalles det kontraherte boreriggjenestemarkedet. Rigger blir levert av nybygg- og bruktmarkedet. De blir vedlikeholdt og forbedret i oppgraderingsmarkedet, og fullfører sin livssyklus i skrapmarkedet. Figur 2 illustrerer det faktum at det primært er i det kontraherte boreriggjenestemarkedet at pengene strømmer inn. Den inngående kontantstrømmen kommer fra lete- og produksjonsselskapene (E&P) som boreriggsselskapene har inngått kontrakt med. Disse kontantene blir videre brukt til å operere riggenhetene, kjøpe nye rigger, holde vedlike og oppgradere eksisterende rigger (Kaiser, 2013, s.29). North Atlantic Drilling Ltd leier ut sine borerigger på kontrakt, noe som innebærer at de opererer i førstnevnte marked.



Figur 3: Kontantstrømsretningen i riggmarkedet, Kilde: Kaiser, 2013, s.29.

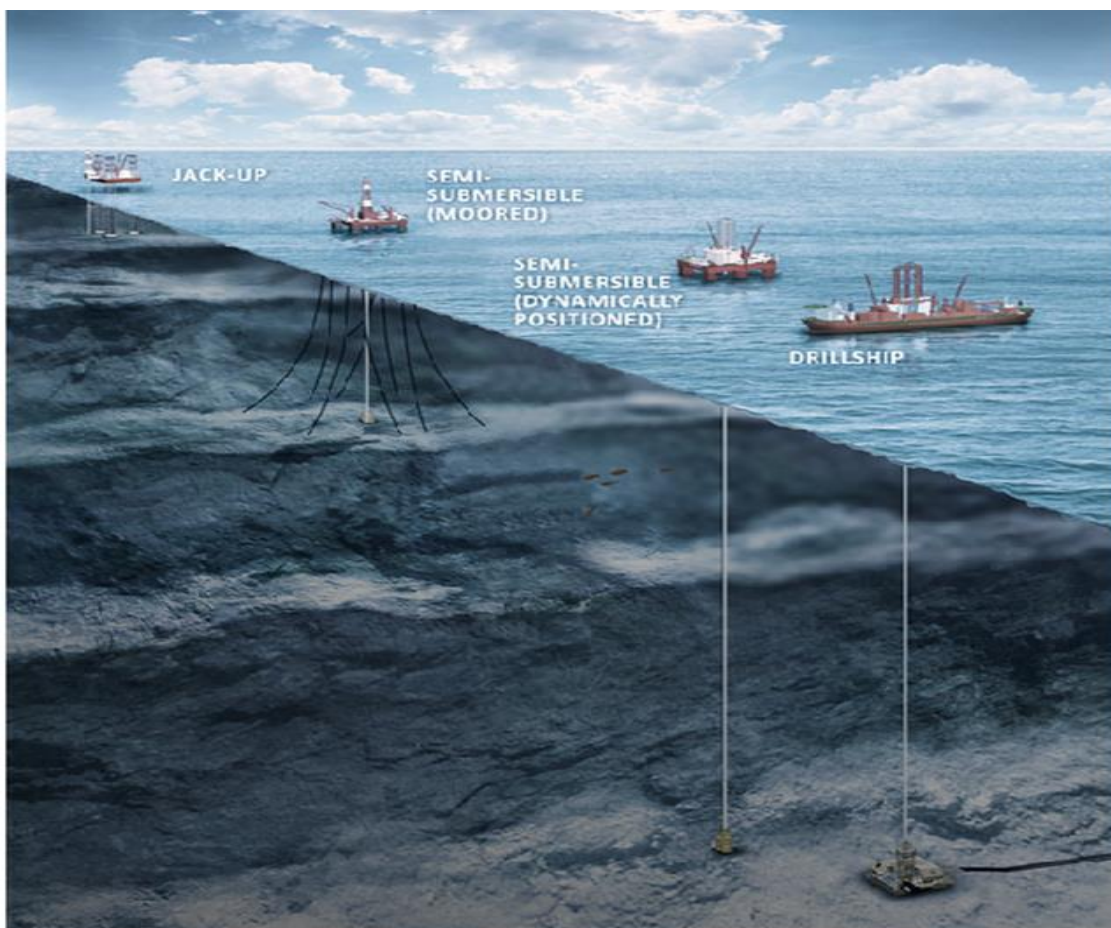
Dagrater og riggutnyttelse

De mobile boreenhetene blir leid ut til E&P selskap på basis av en dagrate. Dagraten er den daglige prisen for å leie en rigg samt det tilhørende mannskapet. Denne raten følger de velkjente tilbud- og etterspørselsbetingelsene. Dess nærmere den regionale etterspørselen etter boring kommer det tilgjengelige tilbudet, desto mer stiger dagratene. Etterspørselen etter boring er i sin tur drevet av E&P selskaperens investeringsmønstre, som videre er basert på forventninger om framtidig olje- og gasspriser, tilgangen på areal, og mye mer. Disse dagratene er med andre ord en god indikator på markedsforholdene (Kaiser, 2013, s.31).

Utnyttelse av riggkapasiteten er også et elementært punkt i boreriggbransjen. Den defineres som proporsjonen av utleide/arbeidende rigger på et spesifikt tidspunkt mot den tilgjengelige riggflåten i den spesifikke regionen. Høy utnyttelse av riggkapasiteten gir stigende dagrater, og signaliserer at markedet har rom for mer kapasitet. Markedets kapasitet er ikke en gitt ressurs fordi boreriggsselskapene kan øke riggflåten gjennom nybygging eller tilflytting av rigger for å svare på økt etterspørsel, og sette til side når etterspørselen avtar. Ettersom rigger har lang levetid, som regel over 25 år, kan overkapasitet i markedet på grunn av svekket etterspørsel føre til langvarig nedgang i utnyttelsen (Kaiser, 2013, s.31). Per i dag viser markedet for oljeboring tegn på svakere etterspørsel blant annet på grunn av at oljeselskapene kutter på investeringene for å opprettholde utbytte (Landre & Framstad, 2014).

2.1 Ulike typer rigger

Boreriggbransjen er avhengig av å ha en solid og variert riggflåte. Det finnes ulike boreenheter som utvelges i henhold til de påkrevde forhold i de gitte situasjonene. North Atlantic Drilling opererer med fire ulike typer boreenheter. Disse boreenhetene er illustrert i figur 3. Videre informasjon om de ulike riggtypene er avgrenset i forhold til North Atlantic Drilling Ltd sin flåte.



Figur 4: North Atlantic Drilling sine riggtyper, Kilde: North Atlantic Drilling, 2014a.

Oppjekkable rigger

En oppjekkbar rigg, eller en jack-up rigg, er en mobil rigg for boring av olje- og gassbrønner. Jack-up riggene er utstyrt med sylinderformede ben, som blir senket ned til havbunnen. Riggene slepes til boreområdet ved hjelp av taubåter, med skroget flytende på havoverflaten og benene hevet. Når riggen står plassert på borestedet blir benene senket helt til de treffer havbunnen, og jekkingen fortsetter til skroget er hevet over havet. Denne riggtypen er fleksibel i at den kan også flyttes til andre boresteder. Oppjekkable rigger har sine begrensninger ettersom de ikke kan brukes på store havdyp. Jack-up riggene til North

Atlantic Drilling Ltd. opererer på havdyp på opptil 450 fot. North Atlantic Drilling Ltd. har tre oppjekkable rigger; West Elara, West Epsilon og West Linus, som alle tåler værharde forhold, og befinner seg i Norge (NADL, 2014b).

Halvt nedsenkbare rigger (fortøyde)

Halvt nedsenkbare rigger, hvor det engelske navnet er semi-submersibles, er fortøyde på havbunnen. Riggeren består av et dekk som inneholder arbeidsområder, utstyr og boligkvarter, som er støttet av et skrog som består av vertikale kolonner koblet til horisontale pongtonger. Slike rigger opereres i en "halvt-nedsenket" posisjon, med det nedre skroget ballastet ned under vannlinjen. Denne riggtypen er stabil på grunn av fleksible stigerør som gjør at kreftene fra bølgebevegelsene ikke fører til ødeleggelser. De fleste halvt nedsenkbare rigger opererer på havdyp på opptil 10 000 fot. North Atlantic Drilling Ltd. har tre halvt nedsenkbare rigger som er fortøyde; West Alpha, West Phoenix og West Rigel, hvor sistnevnte blir ferdigstilt i 2015 (NADL, 2014b).

Halvt nedsenkbare rigger (Dynamisk posisjonert)

Halvt nedsenkbare rigger er flytende plattformer med et skrog som holdes oppe over havet. Disse halvt nedsenkbare riggene har en dynamisk posisjon (DP) som betyr at de holdes over brønnen ved hjelp av et datamaskinoperert system. Denne type rigg er stabil for boring, også i harde værforhold. Riggeren er stabil fordi flyteelementene ikke påvirkes av bølgeaktivitet. En halvt nedsenkbar rigg med dynamisk evne kan operere i konvensjonelt, dypt og ultradypt vann (UDW). Disse riggtypene opererer på havdyp på opptil 10 000 fot. North Atlantic Drilling Ltd. har to halvt nedsenkbare rigger med dynamisk posisjon; West Hercules og West Venture (NADL, 2014b).

Boreskip

Boreskip er spesialbygde skip utstyrt for boring, og er den mest mobile boreenheten. De holdes over brønnen ved hjelp av dynamisk posisjon (DP). Boreskipet kan operere i havdyp hvor de oppjekkable riggene er ute av stand til å bore. De har også en boreinstallasjon som muliggjør boring i ultradypt vann. North Atlantic Drilling Ltd. har ett boreskip; West Navigator, som befinner seg i Norge. Boreskipet opererer på havdyp på opptil 7500 fot (NADL, 2014b).

2.2 Konkurrenter

I 2012 inneholdt det globale riggmarkedet omtrent hundre offshore boreriggsselskap, hvorav 50 % av markedet ble dominert av åtte selskap (Kaiser, 2013, s.32). Disse inkluderer blant annet Transocean, Ensco, Noble Drilling og Seadrill Ltd., som er North Atlantic Drilling Ltd. sitt morselskap. Disse fire eide omtrent 38 % av de 868 riggene i verden.

Company	Jackups	Semis	Drillships	Total	Ownership
Transocean	68	50	23	141	Public
Ensco	49	20	7	76	Public
Noble Drilling	45	14	13	72	Public
Hercules Offshore	53	0	0	53	Public
Diamond Offshore	13	32	3	48	Public
Seadrill	21	12	6	39	Public
COSL	27	6	0	33	State
Rowan	31	0	0	31	Public
Maersk Drilling	14	6	0	20	Subsidiary
Aban Offshore	15	0	3	18	Public
Saipem	7	7	2	16	Public
Nabors Offshore	16	0	0	16	Public
Atwood Oceanics	6	6	1	13	Public
National Drilling	13	0	0	13	State
ONGC	8	0	2	10	State
Petrobras	6	4	0	10	State
All others (87 firms)	147	66	46	259	
Top 4 firms	205	116	46	367	
Top 8 firms	337	134	52	523	
Total	539	223	106	868	

Note: Antall rigger inkluderer sidesatte rigger og rigger under konstruksjon.

Figur 5: Fordeling av rigger etter operatør og type boreenheter andre kvartal 2011, Kilde: Kaiser, 2014, s. 32.

Sammenlignet er North Atlantic Drilling Ltd med sine ni rigger et relativt mindre selskap. Flåten til selskapet består av tre oppjekkbare rigger, fem halvt nedsenkbare rigger og ett boreskip. Når en utfører en komparativ analyse er det vesentlig å ha en viss innsikt i de relaterte konkurrentene til selskapet. Boreriggsselskaper som kan relateres til North Atlantic Drilling Ltd. inkluderer alle nevnte virksomheter i figur 4. Blant disse vil man gå nærmere inn på Diamond Offshore, Ensco plc, Noble Drilling, Odfjell Drilling, Ocean Rig og Songa Offshore. Videre vil det bli gitt en kort innføring i hvert av selskapene.

Diamond Offshore

Diamond Offshore er en ledende aktør innen offshore boring. Selskapets opprinnelse kan spores tilbake til boreriggindustriens tidligste dager da Ocean Drilling and Exploration Co. (ODECO) ble dannet av Allden J. Laborde i 1953. I 1964 etablerte Don McMahan Diamond Drilling (tidligere kjent som Diamond M Drilling Co.), som senere kjøpte opp ODECO. Diamond Offshore har opplevd stor suksess. Selskapet var blant annet med på å oppdage Ekofiskfeltet i Nordsjøen, som på det tidspunktet var det største oljefeltet som noen sinne var funnet til havs. I 1995 ble selskapet lansert på børsen i New York under tickersymbol "DO", hvorpå 30 % av selskapet ble solgt i en offentlig emisjon. Per i dag er Diamond Offshore representert på alle kontinenter, og deres riggflåte består av hele 45 rigger. Blant disse har selskapet 33 halvt nedsenkbare rigger, fem boreskip og syv oppjekkable rigger (Diamond Offshore, 2014). Ved utgangen av 2013 hadde selskapet en samlet markedsverdi på 9787.11 MUSD, EBIT på 801.61 MUSD og nettoresultat på 548.69 MUSD.

Enesco plc

Enesco plc er en global leverandør av offshore boreriggjenester med hovedkontor i London. Selskapet ble etablert i 1986 ved navnet Energy Services Company, men endret senere navn til ENSCO International Incorporated. I 1995 ble selskapet børsnotert i New York under tickersymbol "ESV", hvorpå de siden har hatt stor suksess. Senest i 2010 endret selskapet navnet på nytt til ENSCO plc, og sammen med navnet fulgte også andre vesentlige avgjørelser. I 2011 kjøpte ENSCO selskapet Pride International, og dannet dermed ett av verdens største boreriggsselskaper. Det samme året toppet selskapet listen over boreriggsselskaper som hadde de mest tilfredse kundene. Dette kan mest trolig akkrediteres selskapets fokus på å drive sikkert og overgå kundenes forventninger. I dag er selskapet verdens nest største boreriggsselskap med omtrent 7000 ansatte og en flåte på hele 74 boreenheter. Disse inkluderer 10 boreskip, 13 halvt nedsenkbare rigger, seks halvt nedsenkbare fartøyer, og hele 45 oppjekkable rigger. I tillegg spenner deres virksomhet over seks kontinenter, hvor de blant annet har flere enheter i aktivitet i Nordsjøen. Selskapet er fortsatt markedsleder på kundetilfredshet, og kan i seneste rapport vise til eksepsjonelle finansielle tall (Enesco plc, 2014). I 2013 hadde ENSCO en samlet markedsverdi på 17616.63 MUSD, EBIT på 1758.6 MUSD, og nettoresultat på 1427.9 MUSD.

Noble Drilling

Noble Drilling er en gammel sjel i oljeindustrien. Selskapet kan skimte tilbake på hele 93 år i bransjen siden dens oppstart i USA i 1921. Noble Drilling startet sin virksomhet med kun én rigg, og har siden den gang utviklet seg til å inneha en av verdens største flåter. Bare på 30-tallet alene økte selskapet sin riggbase med 38 rigger. Tidlig på 50-tallet presterte Noble Drilling å bli det første selskapet som brukte elektrisk kraft til å bore offshore. Selskapets enorme vekst ble muliggjort gjennom ulike strategiske oppkjøp. Noble Drilling sin vekststrategi ble målsatt allerede i 1985, i håp om å få en sterk posisjon i det utenlandske boreriggmarkedet. I dag er Noble Drilling en ledende aktør innenfor offshore boring. Med en flåte på 79 boreenheter og boreaktiviteter på verdensbasis stiller de som stor konkurrent til andre boreriggsselskap (Noble, 2014). Selskapet er børsnotert i New York under tickersymbol "NE", og kan i 2013 vise til en samlet markedsverdi på 14702 MUSD. Finansregnskapet viser at selskapet hadde en EBIT på 1121.56 MUSD og nettoresultat på 850.41 MUSD.

Odfjell Drilling

Odfjell Drilling er et børsnotert, internasjonalt selskap med over 3000 ansatte. Selskapet spesialiserte seg på ultradypt vann og mobile boreenheter som tåler værharde forhold. Odfjell Drilling opererer i over 20 land, og har bygget seg en posisjon som stor tilbyder av borepersonell til plattformer i Nordsjøen. Deres fokus er konsentrert om å gi kundene sine en integrert ekspertise ved blant annet å tilby alt fra ingeniør- og brønntjenester til prosjektledelsestjenester. Selskapet ble opprettet i Bergen i 1973, og begynte sin boreriggvirksomhet i 1974. Selskapets største milepæl kom i 1979 da de vant en borekontrakt på Statfjord "B" plattformen. Dette var den største kontrakten i norsk historie, og også den første norske produksjonskontrakten. I dag består Odfjell Drilling sin flåte av 24 rigger. I tillegg har selskapet opprettet og kjøpt opp flere avdelinger og selskap, deriblant Norwegian Drilling Management AS (Odfjell Drilling, 2014). Selskapet hadde i utgangen av 2013 en markedsverdi på 2422.54 MUSD, EBIT på 247.77 MUSD og nettoresultat på 68.65 MUSD.

Ocean Rig

Ocean Rig er et internasjonalt boreriggsselskap som tilbyr tjenester relatert til oljeproduksjon i forbindelse med olje- og gasseksplorasjon, utvikling og produksjonsboring. Selskapet spesialiserte seg på ultradypt vann og værharde omgivelser.

Fram til 2008 var Ocean Rig et norsk selskap som var listet på Oslo Børs. Selskapet ble opprinnelig opprettet av Bjarne Egil Skeie i 1996, og ble notert på Oslo Børs i 1997. Selskapet ble kjøpt opp av DryShips Inc. i 2008. Ocean Rig er nå listet på NASDAQ under tickersymbol "ORIG". Selskapet har i dag over 1500 ansatte, og har tilegnet seg boreerfaring på verdensbasis. I dag eier og opererer selskapet 11 dypvannsenheter. Deres flåte inkluderer to halvt nedsenkbare rigger og ni boreskip som kan operere i ultradypt vann (Ocean Rig, 2014). Selskapet kan i 2013 vise til positive finansielle tall. Deres markedsverdi endte på 5894.54 MUSD, med en EBIT på 306.95 MUSD, og nettoresultat på 63.32 MUSD.

Songa Offshore

Songa Offshore er en Kypros basert boreoperatør med sterk tilværelse i det værharde miljøet i Nord Atlanteren. Selskapet ble etablert i 2005 ved oppkjøpet av de halvt nedsenkbare riggene Songa Venus og Songa Mercur. I 2005 ble selskapet også børsnotert på den norske OTC listen under tickersymbol SONW, og notert på Oslo Børs under samme tickersymbol januar 2006. Gjennom flere oppkjøp av rigger har Songa utvidet sin flåte til å inneholde syv boreenheter, hvorpå alle er halvt nedsenkbare. I tillegg har selskapet kjøpt seg inn og ut av flere selskap. Deriblant har de en eierandel på 51,9 % i Deepwater Driller Ltd, og solgte seg ut av Deepsea Bergen. I dag opererer selskapet på kontrakter i Nordsjøen, Australia og Afrika. De anser seg som en framtidig dominant boreoperatør, og posisjonerer seg som Statoil sin største boreriggjenesteleverandør (Songa Offshore, 2014). Fjorårets tall viser at Songa hadde en samlet markedsverdi på 729.10 MUSD, negativ EBIT på 19.14 MUSD og negativt nettoresultat på 159.19 MUSD.

3. North Atlantic Drilling

North Atlantic Drilling Limited, heretter benevnt NADL, er et Bermuda basert selskap med sterk tilknytning til forretningsmannen John Fredriksen. Fredriksen er hovedeier og styreformann i Seadrill Ltd. Sistnevnte er NADL sitt morselskap som per i dag har en eierandel på rundt 70 %. NADL ble opprettet i februar 2011 da Seadrill Ltd. skilte ut riggdriften i værharde områder. Dette inkluderte fem drillerigger, en jack-up rigg som var under konstruksjon, relevante kontrakter, deler, lager og offshorepersonell. Selskapet har hatt enorm vekst siden det ble opprettet. Investorer har vist stor interesse for NADL, en interesse som til tider har overgått all forventning. NADL har 1600 dyktige og kompetente medarbeidere med lang og bred erfaring fra tiden i Seadrill Ltd. I dag profilerer NADL seg som det ledende boreriggsselskapet i Nord Atlanteren (NADL, 2014c).

3.1 Historikk

All historikk i dette kapittelet er hentet fra NADL sin hjemmeside. Den 15.februar 2011 bestemte styret i Seadrill Ltd. for å etablere NADL, et nytt boreriggsselskap som har fokus på værharde operasjoner i Nord Atlanteren. Seadrill Ltd. overførte en flåte bestående av seks eksisterende enheter til NADL. Flåten bestod av følgende boreenheter: West Phoenix, West Alpha, West Navigator, West Epsilon, West Venture og West Elara. I tillegg forhandlet Seadrill Ltd. fram en ny konstruksjonskontrakt for den syvende enhet, West Linus, som også skulle bli en del av NADL.

Målet var å utvikle en enestående eier og operatør av arktiske og værharde boreenheter. NADL fikk også overført riggens tilhørende og erfarne mannskap på rundt tusen årsverk, hvor flere hadde opptil 40 års erfaring. Dette fører blant annet til at NADL kan betjene oljeselskapene på en tryggere og mer effektiv måte i arbeidet med å utvikle nye og krevende reservoarer.

Den 24.februar 2011 ble NADL registrert på den norske OTC-listen for unoterte verdipapirer. Det samme året leverte NADL inn en søknad om notering av selskapets aksjer på Oslo Børs. Søknaden ble trukket tilbake av styret av flere årsaker, deriblant på grunn av de norske skatteberegningene. Styrets ønske var å liste opp aksjene på en høyere profilert børs. Valgene stod mellom børsen i London eller New York.

Den 31.mars 2011 ble NADL sitt oppkjøp av Seadrill Ltd. sine værharde boreenheter fullført. NADL hadde utstedt en milliard aksjer etter transaksjonen, hvorav Seadrill Ltd. sin eierandel var på 75 %.

I 2012 reduserte Seadrill Ltd. sin eierandel i NADL til 74 %. Dette året ble det bestilt en ny halvt nedsenkbar rigg som er fortoyed, døpt West Rigel. Denne forventes å bli fullført i 2015. NADL tok også over ledelsen av Seadrill Ltd. sin værharde halvt nedsenkbar rigg, West Hercules. Dette førte til at NADL i 2012 hadde en flåte på totalt ni rigger, hvorav to rigger var under konstruksjon i Singapore.

Gjennom en positiv markedsutvikling samt solid drift, og en inntektsreserve som oversteg tre milliarder kroner, økte NADL kontantutbytte per aksje til 4,5 % i 2012. Basert på dette grunnlaget sendte NADL inn en søknad til det amerikanske verdipapirtilsynet (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) i håp om å få børsnotert aksjene sine. Registreringen ble innlevert den 11. desember 2012. Søknaden spesifiserte opplysning av NADL sine vanlige aksjer på New York Stock Exchange (NYSE) under tickersymbolet "NADL".

1. juli 2013 ble det inngått en avtale mellom NADL og Ship Finance International Ltd. Gjennom denne avtalen sikret NADL seg 600 millioner USD gjennom salg av riggen West Linus, som nylig ble fullført. Avtalen gikk ut på at riggen ble solgt til Ship Finance International, og leid tilbake til NADL på en totalbefraktningkontrakt for en periode på over 15 år. Sistnevnte innebærer at utleier ikke står for mannskapet i kontrakten. NADL har, ifølge kontrakten, fire kjøpsopsjoner hvor den første vil oppstå etter fem år og den siste i slutten av leieperioden. Ship Finance International Ltd. har en salgsopsjon, som gir selskapet mulighet til å selge riggen tilbake til NADL ved slutten av leieperioden. I henhold til avtalens innhold forventes det at riggen vil fortsette å være en eiendel i NADL sin balanse. Denne balanseføringen baseres på den amerikanske regnskapsstandarden, U.S. GAAP, som muliggjør en slik balanseføring. NADL vil ikke notere gevinst fra salget av West Linus ettersom riggen fortsatt inngår som en eiendel i regnskapet.

15.august 2013 var NADL og Seadrill Ltd. aktivt engasjert i samtaler om å ta inn en strategisk partner som en betydelig minoritetseier i NADL. Baktanken var å styrke NADL sin posisjon, og fremme veksten av selskapets værharde områder. Partene hadde gjort en

betydelig framgang i samtalene, men hadde ikke funnet en gjensidig akseptabel løsning for alle transaksjonsparameterne, inklusive hensyn til minoritetsaksjonærer. Seadrill Ltd. besluttet derfor å sette det strategiske partnerskapet på vent. Avgjørelsen om å utsette samtalene kommer i lys av at NADL hadde forpliktet seg overfor sine aksjonærer å notere selskapet på børs. Dermed vil NADL fortsette prosessen med en uavhengig notering på NYSE.

Seadrill Ltd. forblir en forpliktet langsiktig aksjonær i NADL. Styret vil fortsette å se etter strategiske partnerskap som kan styrke selskapets markedsposisjon og erfaring i arktiske områder med mål om å skape ytterligere verdi for alle aksjonærer.

I 2013 fullførte NADL utstedelsen av et usikret obligasjonslån på totalt 1.5 milliarder NOK med forfall i oktober i 2018. Oppgjørsdatoen var den 30. oktober 2013, hvorpå nettoprovenyet fra obligasjonsutstedelsen vil bli brukt til å tilbakebetale eksisterende gjeld.

Den 20.januar 2014 annonserte NADL at de planlegger å tilby 600 MUSD i samlet hovedstol på usikrede lån med forfall i 2019 til kvalifiserte institusjonelle kjøpere i USA. Nettoinntjeningen vil anvendes som forskuddsnedbetaling på eksisterende gjeldsforpliktelser.

Den 24.januar 2014 ringte NADL inn sin børsnotering på NYSE. Noteringen bestod av 13 513 514 ordinære aksjer. Disse aksjene ble fremstilt i to aksjeemisjoner som begge er registrert hos det amerikanske verdipapirtilsynet. Den første av de to emisjonene er en børsintroduksjon på 1 350 000 aksjer til 9,25 USD per aksje. Dette gir et bruttoproveny på 125 MUSD i ny kapital. Nettoproveny av denne offentlige emisjonen forventes å bli brukt til generelle selskapsformål og arbeidskapital. Seadrill Ltd. bestemte seg også for å delta og ble tildelt 10 % av emisjonen, noe som tilsvarer 1 350 000 aksjer. Det at Seadrill Ltd. deltar er et klart signal til markedet om at det er en oppside i emisjonskursen på USD 9,25 per aksje. I tillegg til børsintroduksjonen ble det igangsatt en bytteemisjon som gjør at eksisterende aksjonærer kan bytte sine N-OTC aksjer en-for-en mot US SEC-registrerte aksjer på NYSE. Handelen på selskapets ordinære aksjer startet den 29. januar 2014 på New York børsen under symbolet «NADL».

Fullføringen av NYSE emisjonen og utstedelsen av usikrede lån er begge et skritt på veien til å gjøre NADL økonomisk uavhengig av Seadrill Ltd. De amerikanske markedene gir NADL tilgang til flere finansieringskilder. Dette er nødvendig for å realisere potensialet som finnes i de tallrike vekstmulighetene som ligger i Nord Atlanteren og arktiske strøk uten at det er nødvendig for Seadrill Ltd. å måtte inngå kompromisser i sitt investeringsprogram.

3.2 Kontraktoversikt

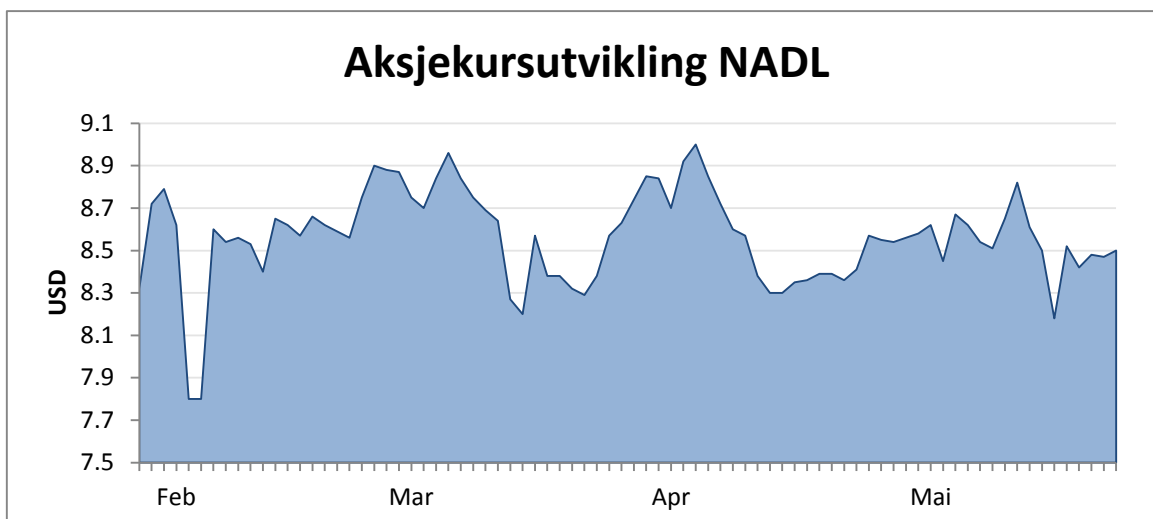
Åtte av NADL sin ni rigger er utleid på kontrakt. Halvparten av disse er under kontrakt med Statoil. De resterende kontraktene er inngått med store olje- og gassvirksomheter som anses som svært stabile. Kontraktene anses for å være langvarige, men noen nærmer seg opphørsdato. I desember 2014 vil NADL sin kontrakt med Centrica for utleie av boreskipet West Navigator utgå. Ytterligere to kontrakter opphører i 2015 samtidig som riggen West Rigel ferdigstilles. Tabellen nedenfor gir en oversikt over NADL sine kontraktinngåelser.

Navn	Byggeår	Sted	Klient	Nåværende kontrakter		
				Starter	Opphører	Dagrate USD
West Alpha	1986	Norge/Russland Opsjon	ExxonMobil	Januar, 2014	Juli, 2016	532 000
				August, 2016	Juli, 2017	547 000
West Elara	2011	Norge Opsjon	Statoil	Mars, 2012	Mars, 2017	360 000
				Mars, 2017	Mars, 2019	360 000
West Epsilon	1993	Norge	Statoil	Desember, 2010	Desember, 2016	286 000
West Hercules	2008	Norge Opsjon	Statoil	Januar, 2013	Januar, 2017	497 000
				Januar, 2017	Januar, 2018	497 000
West Linus	2013	Mobilisering til Norge Norge Opsjon	ConocoPhillips	Februar, 2014	Mai, 2014	Mobilisering
				Mai, 2014	Mai, 2019	375 000
				Mai, 2019	April, 2023	375 000
West Navigator	2000	Norge -	Shell Centrica Energi NUF	Januar, 2013	September, 2014	602 000
				Oktober, 2014	Desember, 2014	621 000
West Phoenix	2008	Storbritannia	Total	Januar, 2012	Juni, 2015	454 000
West Rigel	2015	Under konstruksjon i Singapore	-	-	-	-
West Venture	2000	Norge	Statoil	August, 2010	Juli, 2015	441 000

Tabell 1: Oversikt over NADL sine kontraktinngåelser, Kilde: NADL, 2014d.

3.3 Aksjekurs utvikling

NADL ble børsnotert 28.januar 2014 og har dermed begrenset aksjekurshistorikk. Selskapet emitterte med en aksjepris på 9,25 USD og falt til 8,54 USD i løpet av dagen. Figur 5 viser at NADL sin aksjekurs har hatt en oppadgående trend fram til i mars hvor krisen i Ukraina førte til globale børsfall. 14.mars 2014 falt NADL sin aksjekurs til 8,20 USD. Utviklingen i kursen har vært variert, men ikke utover det man kan forvente av markedets volatilitet. I løpet av NADL sin korte børs historie har aksjekursen svingt mellom 7,8 USD og 9,25 USD.



Figur 6: NADL aksjekursutvikling, Kilde: Forfatterne. Historisk data hentet fra Yahoo Finance, 2014.

3.4 Kontantutbytte

NADL har som mål å generere konkurransedyktig avkastning til sine aksjonærer. Dette målet ønsker selskapet å forsterke gjennom hyppig utbetaling av kontantutbytte. Nivået på utbyttet vil styres av inntjeningsforventningene, markedsutsiktene, gjeldende investeringsrammer og investeringsmuligheter. NADL sin utbyttehistorikk viser at selskapet gradvis har økt kontantutbyttet per aksje fram til tredje kvartal i 2012. Utbytteutbetalingene økte med hele 400 % fra 0,045 til 0,225 USD, hvorpå utbyttet holdt seg konstant fram til fjerde kvartal 2013. I dette kvartalet økte kontantutbyttet til 0,23 USD.

	USD kontantutbytte per aksje	NOK kontantutbytte per aksje	Eks.utbytte dato	Utbetalings dato
4Q 2013	0.23	1.37	11. mar. 2014	27. mar. 2014
3Q 2013	0.225	1.37	3. des. 2013	20. des. 2013
2Q 2013	0.225	1.37	5. sep. 2013	20. sep. 2013
1Q 2013	0.225	1.31	5. jun. 2013	20. jun. 2013
4Q 2012	0.225	1.28	7. mar. 2013	22. mai. 2013
3Q 2012	0.225	1.26	4. des. 2012	21. des. 2012
2Q 2012*	0.045	0.26	4. sep. 2012	20. sep. 2012
1Q 2012*	0.045	0.27	22. mai. 2012	7. jun. 2012
4Q 2011*	0.045	0.25	8. mar. 2012	23. mar. 2012
3Q 2011*	0.04	0.23	8. des. 2011	21. des. 2011
2Q 2011*	0.035	0.19	6. sep. 2011	20. sep. 2011

* Utbytte ble annonsert og betalt før fem for én konsolidering av aksjene, som ble effektivisert fra 21.november 2012

Tabell 2: Oversikt over NADL sin utbyttehistorikk, Kilde: NADL, 2014e.

3.5 Aksjonærer

I januar 2014 var Seadrill Ltd. majoritetseier i datterselskapet NADL med en majoritetsandel på 73,94 % av totalt 227 629 137 utestående aksjer. I tillegg eier flere i konsernledelsen en aggregert aksjebunt på 78 000 aksjer. 10,57 % av selskapets aksjer er også eid av 41 ulike aksjonærer i USA, hvorav samtlige er registrert med norske VPS kontoer.

4. Verdsettelsesteknikker

For å kunne verdsette en bedrift må en ta i bruk en eller flere verdsettelsesteknikker. Ifølge Knivsflå finnes det tre hovedteknikker for verdsettelse. Den første teknikken er fundamental verdsettelse, hvor man finner selskapet sin egenkapitalverdi ved å diskontere den framtidige kontantstrømmen. Den andre metoden er komparativ verdsettelse hvor man finner egenkapitalverdien av selskapet ved å bruke multiplikatorer eller forholdstall som er basert på sammenlignbare selskaper. Den tredje verdsettelsesteknikken er opsjonsbasert verdsettelse, som er en utvidelse av den tradisjonelle fundamentale verdivurderingsmetoden (Knivsflå, K.H., 16.07.14, *Introduksjon – rammeverk - utgangspunkt*). Vanligvis brukes ikke disse teknikkene hver for seg, men heller som supplement til hverandre ettersom dette kan gi bedre resultat.

I praksis blir de fleste verdsettelsener tilnærmet ved hjelp av komparativ verdsettelsesmetode. For å kunne utføre en komparativ verdsettelse på korrekt måte må en ha kunnskap og innsikt i de fundamentale aspektene ved kontantstrømbaserte modeller. Den fundamentale analysen baseres på disse sistnevnte modellene. Kontantstrømbaserte modeller gir også grunnlag for å kunne verdsette selskap ved hjelp av, for eksempel, opsjonsprising. Den fundamentale analysen er dermed byggesteinen til de ulike verdsettelsesteknikkene (Damodaran, 2002, s.11). I dette kapitlet blir disse verdsettelsesteknikkene drøftet mer detaljert.

4.1 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen baseres på en analyse av underliggende forhold ved hjelp av strategisk regnskapsanalyse og utforming av framtidsregnskap, hvor på framtidsregnskapet er basert på budsjettering, framskrivning og krav. Rammeverket for fundamental verdivurdering kan settes opp i fem steg: strategisk analyse, regnskapsanalyse, framtidsregnskap og framtidskrav, fundamental verdsettelse, og handling (Knivsflå, K.H., 16.07.14, *Introduksjon – rammeverk - utgangspunkt*).

Verdien til en investering bestemmes ut ifra tidspunktet og omfanget av kontantstrømmene som investeringen forventes å generere. Den fundamentale analysen gir grunnlag for å vurdere verdien av disse kontantstrømmene. Denne tilnærmingen baseres på nåverdi regelen hvor verdien av et aktivum er nåverdien av dens forventede kontantstrøm.

Diskonteringsfaktoren vil være en funksjon av risikoen ved de estimerte kontantstrømmene, hvorpå et risikofylt aktivum gir høyere diskonteringsssats, og motsatt (Damodaran, 2002, s.12-13).

I den fundamentale verdsettelsen kan man velge mellom egenkapital- og total kapitalmetoden for å beregne nåverdien av egenkapitalen. Disse to metodene har flere underliggende modeller. Begge metodene er ekvivalente og vil gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. Dersom metodene gir et stort sprik mellom estimatene, vil det være nødvendig å konvergere verdiene mot et fundamentalt verdiestimat. Ved mindre differanser kan gjennomsnittet benyttes. Etter at verdiestimatet er beregnet bør det utføres en sensitivitetsanalyse hvor man går igjennom tilknyttede usikkerhetsmomenter i verdiestimatet.

4.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden estimerer dagens verdi av selskapets egenkapital direkte ved å neddiskontere den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet. Det finnes fire underliggende modeller i denne metoden som kan anvendes for å finne nåverdien av selskapets egenkapital, hvorav alle vil gi samme verdiestimat. Disse modellene bygger på framtidig netto betalt utbytte, fri kontantstrøm til egenkapital, superprofitt til egenkapital og superprofittvekst til egenkapital (Knivsflå, K.H., 14.03.14, *Egenkapitalmetoden*).

4.1.1.1 Fri kontantstrømmodell

Den fundamentale analysen gir grunnlag for å vurdere verdien av kontantstrømmene, og finne nåverdien av selskapets egenkapital. Denne tilnærmingen baseres på nåverdi regelen hvor verdien av et aktivum er nåverdien av dens forventede kontantstrøm. Egenkapitalkravet anvendes som diskonteringsfaktor til de estimerte kontantstrømmene (Damodaran, 2002, s.12). Siden fri kontantstrøm til egenkapital er lik netto betalt utbytte, betyr det at fri kontantstrøm i prinsippet er lik utbyttmodellen (Knivsflå, K.H., 14.03.14, *Egenkapitalmetoden*). Egenkapitalverdien kan utledes på følgende måte:

$$VEK_o = \sum \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

4.1.1.2 Netto betalt utbytte modellen

Netto betalt utbytte modellen er grunnmodellen som brukes for å beregne verdien av egenkapitalen i dag. Verdien av egenkapitalen i dag beregnes ved å finne nåverdien av framtidige netto utbytte betalinger. Denne metoden består av to ledd. Det første leddet er summen av netto betalt utbytte som diskonteres med egenkapitalkravet fram til tidspunkt t . Det andre leddet er kalt for horisontverdien som antas å ha konstant vekst fram i tid. Ved å forutsette konstant vekst i framskrivingsperioden fra $T+1$ til uendelig og diskontere med egenkapitalkravet, finner man dagens verdi til egenkapitalen. Formelen er gitt nedenfor:

$$VEK_o = \sum \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

4.1.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen estimerer også dagens egenkapitalverdi. Et selskap kan sies å ha superprofitt i egenkapitalen dersom egenkapitalrentabiliteten overgår egenkapitalkravet. Ved estimering av egenkapitalverdien adderes dagens balanseførte egenkapital med summen av forventet residualt resultat til egenkapitalen, også benevnt egenkapitalens superprofitt. Sistnevnte neddiskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen. Videre tillegges summen av foregående til superprofitten i konstant vekst. Dette leddet blir også neddiskontert med egenkapitalverdien som er fratrukket den konstante vekstraten (Knivsflå, K.H., 14.03.14, *Egenkapitalmetoden*). Dette forholdet er vist i påfølgende formel:

$$VEK_o = EK_o + \sum \frac{(ekr_t - ekk_t) \cdot EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr - ekk) \cdot EK_T}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

4.1.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen defineres ved å ha en egenkapitalverdi lik den kapitaliserte verdien av påfølgende nettoresultat til egenkapital uten vekst, summert med nåverdien av fremtidig vekst. Den fremtidige veksten er en justert superprofittvekst som kun gir en verdi dersom veksten fører til en økt superprofitt (Knivsflå, K.H., 14.03.14, *Egenkapitalmetoden*).

4.1.2 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden er en «indirekte» metode for beregning av egenkapitalverdien, også kalt for selskapskapitalmetoden (Koller, Goedhart & Wessels, 2010, s.127). Verdien av egenkapitalen kan enten beregnes ut ifra verdien av netto driftskapital eller sysselsatt kapital, hvor verdien av netto finansiell gjeld trekkes fra. Netto driftskapital- og sysselsattkapitalmetoden er begge underliggende modeller av totalkapitalmetoden. Hver av disse har påfølgende modeller med samme basis, og derfor vil hver av de enkelte undermetodene drøftes samtidig for både netto drifts- og sysselsattkapitalmetoden (Knivsflå, K.H., 20.03.14, *Selskapskapitalmetoden*).

4.1.2.1 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrømmodellen til totalkapitalen vil være tilnærmet lik som fri kontantstrøm til egenkapitalen. Forskjellen fra egenkapitalmetoden er at man finner verdien til egenkapitalen ved å trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra både sysselsatt- og netto driftskapital. Verdien av sysselsatt kapital beregnes ved å diskontere fri kontantstrøm med kravet til sysselsatt kapital. I det siste leddet trekkes sysselsatt kapitalvekst fra tilhørende avkastningskrav, slik som vist i formelen nedenfor (Knivsflå, K.H., 20.03.14, *Selskapskapitalmetoden*).

$$VSSK_o = \sum \frac{FKS_t}{(1 + skk_1) \cdot \dots \cdot (1 + skk_t)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1 + skk_1) \cdot \dots \cdot (1 + skk_T) \cdot (skk - skv)}$$

Verdien av netto driftskapital finner man ved å diskontere fri kontantstrøm med sammenhørende avkastningskrav.

$$VNDK_o = \sum \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)}$$

Verdien til netto finansiell gjeld finner man ved å trekke summen av neddiskonterte kontantstrømmer med terminalverdien til netto finansiell gjeld. Diskonteringsfaktoren som anvendes er netto finansiell gjeldskrav. Terminalverdien finner man ved å diskontere den frie kontantstrømmen fra netto finansiell gjeld med netto finansiell gjeldskrav. Diskonteringsfaktoren er multiplisert med netto finansiell gjeldskrav fratrukket netto finansiell gjeldsvekst (Knivsflå, K.H., 20.03.14, *Selskapskapitalmetoden*).

$$VNFG_o = \sum \frac{FKNFG_t}{(1 + nfgk_1) \cdot \dots \cdot (1 + nfgk_t)} + \frac{FKNFG_{T+1}}{(1 + nfgk_1) \cdot \dots \cdot (1 + nfgk_T) \cdot (nfgk - nfgv)}$$

hvor, $FKNFG_t = (NFK_t - NFI_t) - (\Delta FG_t - \Delta FE_t)$

Den frie kontantstrømmen fra netto finansiell gjeld finner man ved først å trekke netto finansinntekter fra netto finanskostnader, og likeså trekke endringen i finansielle eiendeler fra endringen i finansiell gjeld. Deretter trekkes summen av endringene fra førstnevnte.

4.1.2.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen til total kapitalmetoden vil også følge samme prinsipp som i egenkapitalmetoden. Verdien av sysselsatt kapital er den balanseførte verdien som adderes med nåverdien av framtidig superprofitt til sysselsatt kapital. Sistnevnte er neddiskontert med avkastningskravet til sysselsatt kapital. For å finne verdien til egenkapitalen trekker man fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Det antas i begge tilfeller konstant vekst i horisontleddet, hvor denne verdien blir beregnet ved å diskontere tilhørende fri kontantstrøm til enten netto driftskapital eller sysselsatt kapital (Knivsflå, K.H., 20.03.14, *Selskapskapitalmetoden*).

$$VSSK_o = SSK_o + \sum \frac{(skr_r - skk_t) \cdot SSK_{t-1}}{(1 + skk_1) \cdot \dots \cdot (1 + skk_t)} + \frac{(skr - skk) \cdot SSK_{T+1}}{(1 + skk_1) \cdot \dots \cdot (1 + skk_T) \cdot (skk - skv)}$$

Verdien av netto driftskapital er den balanseførte verdien som blir tillagt nåverdien av framtidig superprofitt fra drift, og diskonteres med avkastningskravet til netto driftskapital. Selskapets egenkapitalverdi finner man deretter ved å trekke fra verdien av både netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene.

$$VNDK_o = NDK_o + \sum \frac{(ndr_r - ndk_t) \cdot NDE_{t-1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr - ndk) \cdot NDE_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)}$$

4.1.2.3 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen ved total kapitalmetoden vil være basert på samme utgangspunkt som i egenkapitalmetoden. I denne modellen kapitaliserer man også nettoresultatet til

egenkapitalen for påløpende år, og legger til nåverdien av framtidig vekst, også kalt superprofittvekst (Knivsflå, K.H., 20.03.14, *Selskapskapitalmetoden*).

4.1.3 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en standard modell som anvendes for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen går også under betegnelsen CAPM som står for «Capital Asset Pricing Model» (Damodaran, 2002 s.69). Avkastningskravet estimeres i henhold til følgende faktorer:

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

Hvor,

$E(R_i)$ = Forventet avkastning for aksje i

R_f = Risikofri rente

$E(R_m)$ = Forventet avkastning til markedsporteføljen

β_i = Aksje i sin betaverdi

Kapitalverdimodellen forutsetter at forventet avkastning til aksjen er lik risikofri rente pluss tilhørende beta multiplisert med markedets risikopremie. Sistnevnte er differansen mellom avkastningskravet til markedsporteføljen og risikofri rente. Modellen justerer også for systematisk risiko ved bruk av beta. Beta måler aksjen sin samvariasjon med markedet, og utgjør i hvilken grad aksjen kan diversifisere investorenes portefølje (Koller et al., 2010, s.237-239).

Risikofri rente er definert som avkastningen til en portefølje som har ingen samvariasjon med markedet. Dette illustreres ved en beta på 0 (Koller et al., 2010, s.240). Ved estimering av risikofri rente er det vanlig å bruke en statsobligasjon med løpetid tilsvarende verdsettelsens varighet. For at en investering sin avkastning skal være lik den risikofrie renten, slik at den virkelige avkastningen er lik den forventede avkastningen, må to kriterier være oppfylt. Det første kriteriet er at investeringens konkurrisiko er lik null, noe som impliserer at verdipapirene må være utstedt av myndighetene. Det andre kriteriet er at det ikke skal være noen risiko ved reinvestering (Damodaran, 2011, s.101).

Markedets risikopremie er differansen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente. Det finnes flere metoder for å estimere markedets risikopremie, som blant annet inkluderer å estimere framtidig risikopremie ved å se på historisk meravkastning. En annen metode er å bruke diskontert kontantstrøm i verdivurderingen sammen med estimering av avkastning på investering og vekst, for å utføre en revers konstruksjon av markedets avkastningskrav. I dag er det ingen av disse modellene som gir et presist estimat av markedets risikopremie, men likevel er det kjent at denne risikopremien må ligge på mellom 4,5 og 5,5 % (Koller et al., 2010, s.242).

Det brukes tre ulike modeller for å beregne markedets risikopremie: Historisk markedsrisikopremie, bruke den lengste perioden som er mulig, bruke aritmetisk gjennomsnitt av intervaller med store datoforskjeller. Den første modellen er basert på risikoaverse investorer som etterspør en premie for å holde aksjer framfor statsobligasjoner. Ved beregning av markedsrisikopremie sammenlignes de historiske markedsavkastningene med avkastningen på eksempelvis 10 års statsobligasjoner. Den andre modellen bruker historiske observasjoner for å kunne estimere framtidspremien. Dersom markedsrisikopremien er stabil vil en lengre historie redusere estimeringsfeil. Den historiske perioden bestemmes ut ifra trender i markedsrisikopremien som sammenlignes med støy assosiert med kortsiktige estimater. Den tredje modellen bruker aritmetisk gjennomsnitt for å beregne markedsrisikopremien. Utgangspunktet er et lengre datointervall hvor tilhørende markedsrisikopremier konverteres til et årlig tall (Koller et al., 2010, s.242-243).

Selskapets beta er et mål på en aksje sin volatilitet i forhold til markedsindeksen. Det vil si at en beta tar høyde for selskapets systematiske risiko. Dess høyere beta er, desto mer følsom er avkastningen for svingninger i markedet. Dersom selskapets beta er over 1 vil aksjen svinge mer enn markedet. Er selskapets beta derimot under 1, vil dens aksje svinge mindre enn markedet. Selskap som har aksjer som svinger med markedet har en beta tilnærmet 1. Beta kalkuleres vanligvis ved hjelp av regresjonsanalyse, men dersom et selskap er privat, eller har vært privat inntil nylig, finnes det ikke tilstrekkelig data til å utføre en regresjonsanalyse. I slike tilfeller kan man finne selskapets betaverdi ved å beregne betaestimatet til børsnoterte selskaper i samme eller liknende bransje, for deretter å justere for kapitalstruktur (Knivsflå, K.H., 13.02.14, *Historisk avkastningskrav*).

Betaestimatet justeres ofte mot 1 ettersom den gjennomsnittlige aksje ser ut til å bevege seg mot 1 over tid. En forklaring til dette er at etter hvert som et selskap vokser og blir mer konvensjonelt, begynner det i større grad å ligne resten av økonomien. Likeså er betaestimatet til alle eksisterende verdipapirer lik 1. Med forutsetning om konvergering mot 1, kan betaestimatet justeres ved å anvende Merrill Lynch metoden. Metoden justerer betaestimatet ved hjelp av følgende vekting (Bodie, Kane & Marcus, 2009, s.268):

$$\text{Justert beta} = \frac{2}{3} \cdot \text{utvalgsbeta} + \frac{1}{3} \cdot (1)$$

4.1.4 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

Avkastningskravet til totalkapitalen, også kalt WACC for «Weighted Average Cost of Capital», er både investorenes og kreditorenes vektete gjennomsnitt til forventet avkastning etter skatt (Titman & Martin, 2011, s.98). I henhold til Knivsflå er avkastningskravet til netto driftskrav likestilt med den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (Knivsflå, K.H., 13.02.14, *Historisk avkastningskrav*). Videre vil man kun anvende netto driftskrav for å skildre totalkapitalens avkastningskrav. Netto driftskrav kan anses som den forventede avkastningen investorene og kreditorene går glipp av fra alternative investeringer med tilsvarende risiko. Kapitalinnskyterne har tilgang til selskapets frie kontantstrøm. Deres tilhørende risiko bør dermed tas hensyn til. Ved hjelp av netto driftskrav vil man kunne kalkulere en sammensatt diskonteringsfaktor, som deretter blir vektet mot de ulike markedsverdiportasjonene investorene har i selskapet. For et selskap som er utelukkende finansiert av gjeld og egenkapital, blir netto driftskrav definert på følgende måte:

$$\text{Netto driftskrav (ndk)} = \frac{EK}{NDK} \cdot ekk + \frac{NFG}{NDK} \cdot nfgk$$

Hvor,

EK/NDK = Egenkapitalvekt

NFG/NDK = Netto finansiell gjeldsvekt

ekk = Avkastningskravet til egenkapital

$nfgk$ = Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

Gjennom tre steg kan man kalkulere et selskap sitt netto driftskrav. Steg 1 går ut på å evaluere firmaets kapitalstruktur og fastslå den relative betydningen til hver komponent. Steg 2 dreier seg om å estimere alternativkostnaden til den enkelte finanskilde og justere den for skatteeffekter der det er hensiktsmessig. I det siste steget kalkuleres firmaets avkastningskrav til totalkapitalen ved å multiplisere de enkelte avkastningskrav med tilhørende vektorer, og trekke disse sammen (Titman & Marcus, 2011, s.100).

4.2 Komparativ verdsettelse

I en komparativ verdsettelsesmodell er formålet å verdsette aktiva basert på hva lignende aktivum er priset i markedet på nåværende tidspunkt (Damodaran, 2011, s.649). Den komparative verdsettelsen har lenge vært en populær og utbredt metode ved verdsettelse av virksomheter (Damodaran, 2002, s.11). Fordelene med en komparativ verdivurdering er at den er enklere, rimeligere, og krever mindre informasjon og antagelser enn den fundamentale verdsettelsen. I tillegg gir metoden verdier som er nærmere markedets priser. Metoden innebærer at man finner verdien av selskapet ved å bruke multipler eller forholdstall. Når man baserer en verdi på hva liknende objekter er priset i markedet, forutsetter man at selskapet har priset de komparative objektene riktig (Damodaran, 2002, s.454).

En metode innenfor komparativ verdsettelse er multiplikatormodellen. Denne modellen verdsetter aktivum på relativ basis, hvor priser må være standardisert ved å konvertere disse til multiplikatorer av eksempelvis fortjeneste, bokverdier eller salg (Knivsflå, K.H., 28.03.14, *Komparativ verdivurdering*). Denne modellen vil bli drøftet nærmere i påfølgende kapittel.

Den komparative verdsettelsesmetoden har også flere svakheter. En av svakhetene oppstår når man bruker multipler sammen med en gruppe sammenlignbare selskaper som nødvendigvis ikke opererer i samme industri eller sektor. Dette kan resultere i verdiestimer som ikke er konsekvente, hvor nøkkelvariabler slik som risiko, vekst eller kontantstrøm potensielt blir ignorert. En annen svakhet er at komparativ verdsettelse baseres på sammenligninger av andre lignende selskaper. Dersom ett eller flere selskaper som brukes som sammenligningsgrunnlag er over- eller undervurderte av markedet, vil komparativ verdsettelse gi ukorrekte multiplikatorer. Den tredje svakheten er at analytikeren har rom for å manipulere verdsettelsen ved å velge de sammenlignbare

bedrifter som i hovedsak kan sikre at den estimerte verdien kan forsvares (Damodaran, 2002, s.454)

4.2.1 Multiplikatormodellen

Det som gjør multiplikatoranalysen populær er at den er basert på færre forutsetninger samt er enklere og raskere å beregne enn for eksempel fundamental verdsettelse (Damodaran 2002, s.453). Verdsettelse ved bruk av multipler baseres på multiplikatorverdier som er utledet fra sammenlignbare selskaper sine forholdstall. Disse forholdstallene grupperes som regel i fire kategorier, hvorpå verdigrunnet, som vanligvis er pris per aksje eller selskapsverdi, divideres med en resultatstørrelse, en balansestørrelse, en kontantstrømstørrelse eller et mål på kritisk ressurs (Dyrnes, 2004). Gjennomsnittet av bransjeutvalgets forholdstall anvendes som en multiplikator mot vurderingsobjektets relaterte størrelse for å estimere egenkapitalverdien (Dahl, 2004). De multiplikatorene som er mest utbredt og populære i praksis er pris-til-fortjeneste (P/E), pris-til-bok (P/B), EV/EBITDA og EV/EBIT (Dyrnes, 2004).

4.2.2 Pris- til-fortjeneste multiplikator

Forholdstallet mellom pris og fortjeneste angir verddivurderingen av et aktivum som et multiplum av inntektene det aktivumet genererer. Forholdstallet blir høyt når man anslår betydelig høyere framtidig inntjening enn dagens inntjening, og lavt dersom den anslåtte framtidige inntjeningen er lavere enn det den er i dag (Penman, 2013, s.179).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}} = m$$

Nåværende P/E kan estimeres ved bruk av løpende fortjeneste per aksje, mens framtidig P/E kan anslås ved bruk av forventet fortjeneste per aksje det nåværende året. I tillegg kan man estimere P/E multiplikatoren ved å anvende rullende fortjeneste per aksje. Med rullende menes 12 måned bak i tid og fram til dagens dato (Penman, 2013, s.79). Fortjeneste per aksje finnes ved å dividere årsresultatet på selskapets utestående aksjer.

$$\text{Fortjeneste per aksje} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Utestående aksjer}}$$

Selskapet sin aksjeverdi beregnes ved å multiplisere det gjennomsnittlige forholdstallet fra bransjeutvalget med selskapets fortjeneste per aksje.

$$\text{Selskapets aksjeverdi} = m \cdot \text{Selskapets fortjeneste per aksje}$$

4.2.3 Pris-til-bok multiplikator

Forholdstallet mellom pris og bokført verdi er definert som pris per aksje delt på egenkapitalens bokførte verdi per aksje, slik som vist i formelen nedenfor. Multiplikatoren viser hvilke konkrete verdier som ligger bak hver aksje etter at gjelden er trukket ut av selskapets totale balanse (Hveem, Mjølhus, Nordstoga & Plahte, 2010, s.173). I henhold til Knivsflå stilles det to krav til dette forholdstallet. Den bokførte verdien av egenkapitalen må være positiv. Dersom denne verdien er negativ må en finne en annen måte å verdsette den balanseførte egenkapitalen per aksje. Det andre kriteriet er at den bokførte verdien av egenkapitalen må være konsistent med prisen per aksje. Det vil si at verdsettelsen må være et mål på egenkapital per aksje (Knivsflå, K.H., 28.03.14, *Komparativ verdivurdering*).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Bokført verdi av egenkapital per aksje}} = m$$

Egenkapitalverdien per aksje beregnes ved å multiplisere multiplikatoren med selskapets bokførte egenkapital per aksje.

$$\text{Selskapets aksjeverdi} = m \cdot \frac{\text{Bokført egenkapital}}{\text{Selskapets utestående aksjer}}$$

4.2.4 EV/EBITDA og EV/EBIT

EV er definert som firmaverdien, og EBITDA er fortjeneste før renter, avskrivninger, skatt og amortisering (Damodaran, 2002 s.501). EV/EBITDA multiplikatoren angir forholdet mellom selskapets totale markedsverdi, hvor markedsverdien på gjeld er fratrukket kontanter. Virksomheter sin gjeld omsettes ikke i markedet slik som egenkapitalen gjør. Det er dermed vanskelig å estimere gjeldens egenkapitalverdi. I tillegg antar man at det er svært vanskelig å få en rimeligere rente enn det markedet tilbyr. Dermed forutsetter man at all balanseført rentebærende gjeld er tilsvarende markedsverdi (Andreassen, *Relevant risiko og kapitalkostnad*, 01.03.05).

Ved å beregne følgende multiplikator for alle de utvalgte sammenlignbare selskapene kan man finne gjennomsnittet som videre anvendes for å estimere vurderingsobjektets egenkapitalverdi:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedverdi av egenkapital + balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{Fortjeneste før renter, avskrivninger, skatt og amortisering}} = m$$

Etter at man har funnet gjennomsnittet av samtlige multiplikatorer, blir dette multiplisert med vurderingsobjektets EBITDA, som deretter fratrekkes netto finansiell gjeld i markedsverdi. Summen av disse deles på selskapets utestående aksjer og man finner selskapets aksjeverdi.

$$\text{Selskapets aksjeverdi} = \frac{(m \cdot \text{Selskapets EBITDA}) - (\text{Markedsverdi av gjeld} - \text{kotanter})}{\text{Selskapets utestående aksjer}}$$

Det eneste som skiller multiplikatorene EV/EBIT og EV/EBITDA fra hverandre er at førstnevnte inkluderer avskrivninger og amortisering. EV/EBIT er en mye brukt multiplikator i de tilfeller hvor avskrivninger og investeringer er forholdsvis like over tid. Dette gjelder for både vurderingsobjektet og de komparative selskapene (Lederkilden, 2014). På lik linje med EV/EBITDA deles summen av egenkapitalens markedsverdi og balanseført netto finansiell gjeld på driftsresultatet før skatt for å finne multiplikatoren.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedverdi av egenkapital + balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{Fortjeneste før renter og skatt}} = m$$

Dernest multipliseres gjennomsnittet av de komparative multiplikatorene med vurderingsobjektets driftsresultat før skatt fratrukket netto finansiell gjeld, og divideres på selskapets utestående aksjer for å utdrive selskapets aksjeverdi.

$$\text{Selskapets aksjeverdi} = \frac{(m \cdot \text{Selskapets EBIT}) - (\text{Markedsverdi av gjeld} - \text{kotanter})}{(\text{Selskapets utestående aksjer})}$$

4.3 Opsjonsprisermodeller

En opsjon er en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel innen et gitt tidspunkt i framtiden til en forhåndsavtalt pris. Opsjonsbasert verdsettelse er

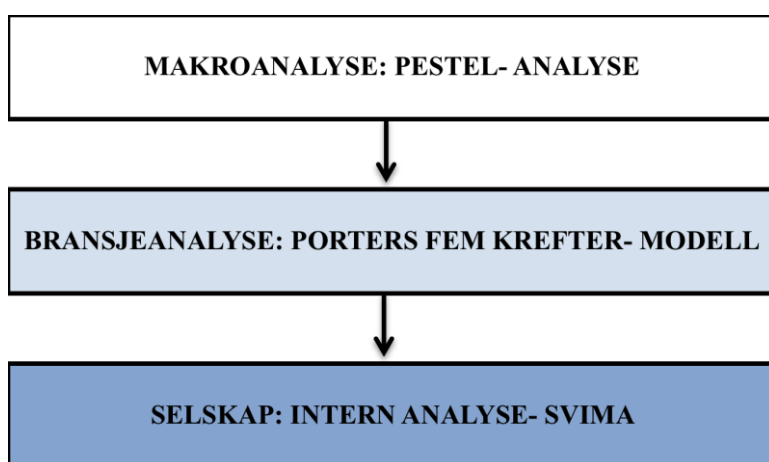
en utvidelse av den tradisjonelle fundamentale verdsettelsesmetoden, hvor formålet med utvidelsen er å bygge inn verdien av fleksibilitet. Flexibilitet gir mulighet til å avvike fra forventet utvikling. Dermed kan risiko i noen tilfeller være en fordel, eller gi fleksibilitet. Verdien av dette er vanskelig å fange opp ved tradisjonell verdivurdering, men blir tatt hensyn til i opsjonsprisindekningen (Knivsflå, K.H., 28.03.14, *Opsjonsbasert*).

I dag aksepteres det at verdien av en eiendel kan være større enn nåverdien av dens forventede kontantstrøm i de tilfeller hvor kontantstrømmene er betinget av at en hendelse inntreffer eller ei. Et betinget krav, eller opsjon, er et krav som kun lønner seg under visse situasjoner. Lønnsomheten avhenger av hvorvidt verdien av de underliggende aktiva overstiger en forhåndsdefinert verdi for kjøpsopsjoner, eller er mindre enn den forhåndsdefinerte verdien for salgsoptions (Damodaran, 2002, s.22)

I løpet av de siste tiårene har det blitt utviklet modeller som verdsetter opsjoner, men som også kan brukes til å verdsette aktiva med opsjonslignende egenskaper. En opsjon kan verdsettes som en funksjon av nåverdien og variansen i verdien av underliggende aktiva, utøvelsesprisen, tid til forfall og risikofri rente. Denne metoden benevnes Black-Scholes. En annen metode for verdsetting av opsjoner er binomisk opsjonsprisindekning som baseres på at verdien av det underliggende aktivumet er en tilfeldig variabel som realiseres i spesifisert tid (Damodaran, 2002, s.22-23).

5. Strategisk analyse

I dette kapitlet vil det foretas en strategisk analyse av NADL, som er et supplement til regnskapsanalysen i kapittel 6. Dette blir gjort for å få et mer grunnleggende perspektiv til selskapet og bransjen. Den strategiske analysen har til formål å identifisere og analysere de kritiske verdidriverne som er av betydning for selskapets lønnsomhet og vekst (Sørensen, 2009, s.21). Det er vesentlig å finne de verdidriverne som vil ha innvirkning på framtidig kontantstrømutvikling. Rammeverket for den strategiske analysen er en «top-down» metode, hvor man først vurderer makroøkonomiske forhold, deretter bransjen, og til slutt de selskaps-spesifikke forhold (Thoresen, 2011, s. 39).



Figur 7: “Top-down”-analyse, Kilde: Thoresen, 2011 s.39.

Nedenfor vil det bli foretatt en ekstern og intern analyse for å få bedre forståelse av selskapets foreliggende og framtidige utsikter. Disse analysene vil blant annet avgjøre bedriftens ressurser, muligheter og kjernekompetanse (Hitt, Ireland & Hoskisson, 2009, s.76). Helt til slutt oppsummeres disse to analysene i en SWOT- analyse

5.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen er kritisk for selskapets overlevelse og suksess, og har stor effekt på selskapets strategiske handlinger. I den eksterne analysen, som både er en makro- og bransjeorientert analyse, vil det bli foretatt både en PESTEL-analyse og Porters fem krefter analyse som går i dybden av trusler og muligheter i bransjen. Den eksterne analysen danner grunnlag for om konkurransefortrinn muliggjør superrentabilitet, noe som betyr at rentabiliteten er større enn avkastningskravet. Dette blir drøftet nærmere i lønnsomhetsanalysen i kapittel 9.

5.1.1 PESTEL

PESTEL rammeverket kategoriserer makroøkonomiske forhold i seks hovedtyper: politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og legale faktorer. Denne analysen gir en omfattende oversikt over de makroøkonomiske forhold som har innflytelse på mulige suksess- eller fiasko strategier (Johnson, Scholes & Whittington, 2011, s.50).

5.1.1.1 Politiske faktorer

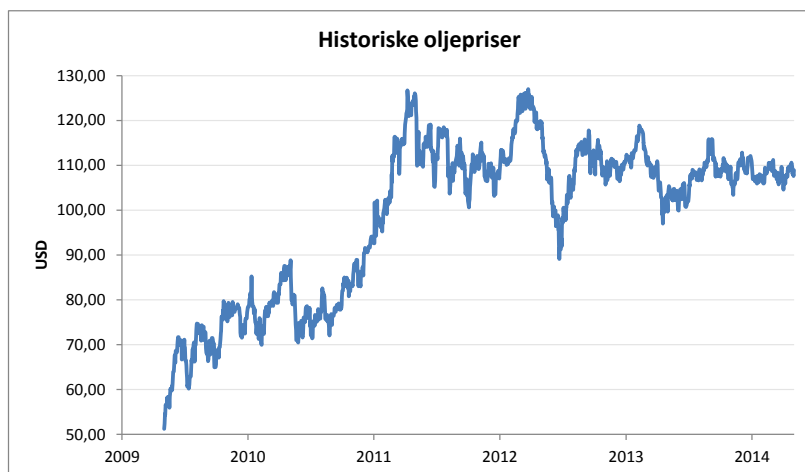
Politiske faktorer framhever myndighetenes rolle i forhold til selskapet (Johnson et al., 2011, s.50). I riggbransjen vil de politiske faktorene variere fra de ulike landområdene, og påvirke selskapene forskjellig. Bransjen opererer i ulike geografiske områder, noe som fører til at skattesatsene varierer betydelig for hvert driftsområde.

5.1.1.2 Økonomiske faktorer

De økonomiske faktorene refererer til makroøkonomiske faktorer slik som konjunktursyklus, valutakurs, og forskjellige økonomiske vekstrater (Johnson et al., 2011, s. 50). Det er flere faktorer som spiller inn i riggmarkedet og som påvirker lønnsomheten i bransjen. De økonomiske driverne som det tas høyde for videre vil være olje- og gasspriser, E&P investeringer og riggmarkedet generelt.

a) Olje- og gasspriser

Olje- og gasspriser er en viktig faktor som påvirker både aktivitetsnivået og etterspørselen etter borerigger. Oljeprisen er av vesentlig betydning for om boring- og utvinningsprosjekter vil være lønnsomme. En nedgang i olje- og gasspriser over en lengre periode kan bidra til en negativ framtidig vekst. Dermed er det viktig å ha en forventning om den framtidige oljeprisen og dens volatilitet slik at man har en formening om hvordan oljeprisen utvikler seg i framtiden.



Figur 8: Oversikt over brent oljepriser. Kilde: Forfatterne. Historisk data hentet fra Oslo Børs, 2014a.

Ut ifra grafen har oljeprisen vært svært volatil de siste årene. Fra 2010 og fram til 2011 har oljeprisen økt kraftig. I 2011 steg oljeprisen opp til 100 dollar fatet for første gang siden finanskrisen i 2008. Det kan nevnes at årsperioden 2011-2013 har vært den minst volatile i oljemarkedets nyere historie. Denne mer stabile trenden har fortsatt hittil i 2014 hvor den gjennomsnittlige oljeprisen har vært på omtrent 103,7 USD per fat (Baffes & Damir, 2014).

i. Etterspørsel etter olje

Det er flere faktorer som påvirker etterspørselen etter olje. Etterspørsel etter olje avhenger av økonomisk aktivitet, inntektsvekst og befolkningsvekst (Nordea, 2012). Økning av en økonomisk aktivitet kan føre til at etterspørselen etter olje økes på grunn av påfølgende økning i produksjonsnivå, energinivå, og transport. Oljeforbruket i utviklingsland som ikke er den del av; «The Organization of Economic Cooperation and Development» (OECD), har sakte økt de siste årene (Energy Information & Administration, 2014). I land som ikke er en del av OECD vil en økning i oljeforbruket reflektere rask økonomisk vekst. Det nåværende og forventede nivået av økonomisk vekst har sterk innflytelse på etterspørselen av verdensolje og oljepriser. Flere produksjonsprosesser forbruker olje som drivstoff, og i noen utviklingsland vil olje fortsatt være et viktig drivstoff for kraftproduksjon. Dermed vil oljeprisen ha en tendens til å stige når den økonomiske aktiviteten og etterspørselen etter olje er i sterk vekst.

Mange utviklingsland vil trolig oppleve en sterk befolkningsvekst, noe som igjen vil føre til et økt oljeforbruk (Energy Information & Administration, 2014). En høyere

levestandard i framvoksende økonomier kan også presse opp etterspørselen etter drivstoff, dernest olje. En årsak til dette er at stadig flere har råd til å kjøpe bil for å møte økende transportbehov. Likeså blir det handlet mer internasjonalt, noe som medfører økt transportetterspørsel. Transportsektoren står for mer enn 50 % av dagens totale oljeforbruk (Nordea, 2012).

Siden dagens oljeforbruk er primært knyttet til dagens økonomiske aktivitet, kan endringer i utsiktene for framtidig økonomisk utvikling også ha en umiddelbar innvirkning på oljeprisen. En bedring i de økonomiske utsiktene vil for eksempel ha en tendens til å øke sjansen for tettere bånd i oljemarkedet i framtiden. Dette kan resultere i høyere forventet framtidig oljepris (Energy Information & Administration, 2014a).

Mange OECD land har høyere drivstoffavgifter og ulike tiltak for å forbedre markedet til alternative drivstoffer som blant annet brukes av nyere biler. I tillegg ønsker OECD land å skape et insentiv for å øke bruken av det mer miljøvennlige biodrivstoffet. Dette tenderer til å redusere veksten i oljekonsumet selv i perioder med stor økonomisk vekst (Energy Information & Administration, 2014a).

Endringer i forventet framtidig oljepris kan påvirke forbrukernes beslutninger vedrørende transportmåte og bilkjøp. Dersom de framtidige oljeprisene forventes å forbli høye eller eventuelt øke i framtiden, vil trolig flere forbrukere velge å kjøpe mer miljøvennlige og drivstoffeffektive biler, eller eventuelt bruke offentlig transport. Slike beslutninger vil bidra til å redusere framtidig etterspørsel etter olje, og moderere økningen i den forventede prisen.

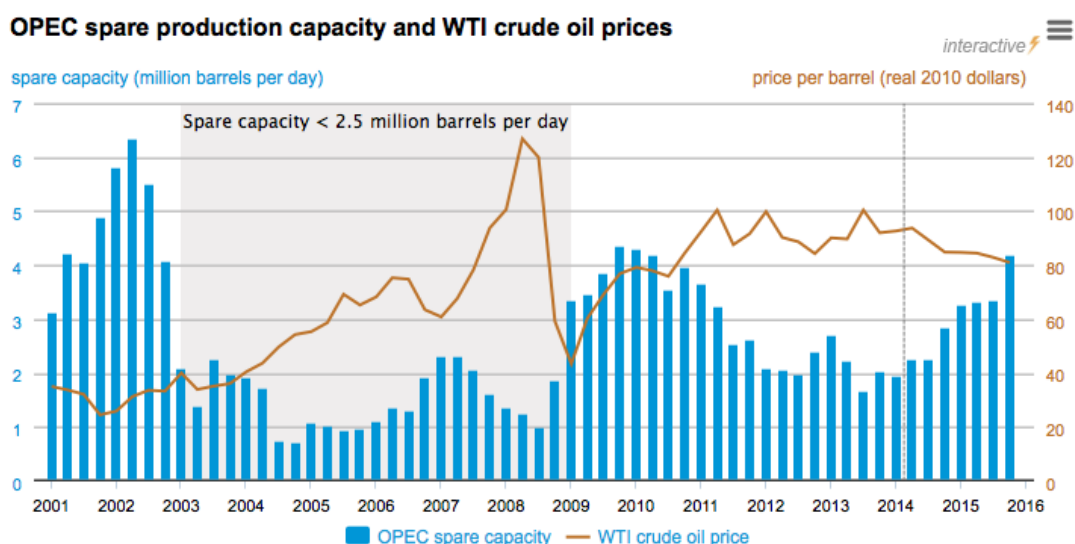
ii. Tilbud av olje

Det er flere faktorer som påvirker tilbudet av olje. Dette inkluderer verdensøkonomien, politiske uroligheter, kostnader ved utvinning og ny teknologi.

«The Organization of the Petroleum Exporting Countries» (OPEC), som er en organisasjon for oljeeksporterende land, er en viktig faktor som påvirker oljeprisen. OPEC medlemsland produserer rundt 40 % av verdens råolje, og eksporterer rundt 60 % av oljen i internasjonal petroleumshandel. Siden OPEC har en stor markedsposisjon vil deres handlinger påvirke internasjonale oljepriser (Energy Information & Administration, 2014b).

Medlemsland i OPEC har ulik utnyttelsesgrad i forhold til ledig produksjonskapasitet. Denne utnyttelsesgraden kan brukes som en indikator på de tette båndene som finnes i det globale oljemarkedet samt hvor mye innflytelse OPEC landene har over økningene i oljeprisene. I følge Energy Information Administration (EIA) defineres ledig kapasitet som produksjonsvolumet som kan bli levert innen 30 dager og opprettholdt i minst 90 dager (Energy Information & Administration, 2014b). OPEC land sin ledige kapasitet kan anvendes som en indikator på evnen verdens oljemarked har til å respondere på potensielle kriser som kan redusere oljetilbudet. Som et resultat av dette øker den innkalkulerte risikopremien når OPEC sin ledige kapasitet nærmer seg lave nivå. Dette betyr at dess lavere ledig kapasitet som finnes i markedet, desto høyere blir oljeprisene.

Markedene blir stadig påvirket av geopolitiske hendelser. Historisk har dette tidligere ført til reduksjoner i oljeproduksjonen. I forhold til OPEC land kan slike hendelser innebære realiserte og framtidige potensielle tap av oljeforsyninger. Dette kan gi sterke reaksjoner i oljeprisene. Det er fortsatt forbundet stor usikkerhet rundt konfliktene i Midtøsten og Nord-Afrika, og disse hendelsene kan ha betydning for den videre oljeproduksjonen, dernest oljeprisen.



Figur 9: Sammenhengen mellom OPEC sin ledig produksjonskapasitet og råoljepriser, Kilde: Energy Information & Administration, 2014.

Slik figur 8 illustrerer ser man at oljeprisen stiger ved lavt nivå av ledig kapasitet. Lave kapasitetsnivåer vil begrense OPEC sin evne til å respondere til økt etterspørsel, noe som

vil føre til at oljeprisene øker. Ved høy ledig kapasitet kan oljeproduserende land tilbakeholde en del av produksjonen, noe som gir dem en hensiktsmessig markedsstyring av oljeprisen. OPEC land sin totale kapasitet var relativt lav i perioden 2003 til 2008, noe som førte til en begrenset evne til å respondere på etterspørselen. Mangelen på tilbud førte til høye oljepriser, og bidro til den finansielle krisen som brøt ut i 2008. I figuren ser man at oljeprisen og oljeselskapenes ledige kapasitet er negativt korrelert. Den ledige kapasiteten nådde et vesentlig lavt nivå mellom 2007 og 2008, mens oljeprisen steg kraftig i motsatt retning.

iii. Framtidsutsikter for oljeprisen

Det er stor usikkerhet rundt hvordan oljeprisen vil utvikle seg i framtiden. Dette skyldes usikkerheten rundt framtidig utvikling i internasjonal økonomi samt hvordan ulike politiske hendelser vil påvirke den. OPEC justerer medlemslandenes produksjonsmål, hvor sistnevnte er basert på nåværende og framtidige forventninger av tilbud og etterspørsel. Det å estimere framtidig etterspørsel og tilbud er utfordrende siden markedsforholdene stadig er usikre og kan endre seg raskt. Produksjonsmålingene til OPEC kan derfor ha et etterslep i forhold til markedsforholdene, noe som også kan gi innvirkning på oljeprisen.

En rapport utført av Baffes & Damir forventer at den nominelle oljeprisen vil være på gjennomsnittlig \$103 dollar per fat gjennom 2014, og vil ha en nedgang til \$100 dollar per fat i 2015. På lengre sikt forventes det at priser i reell betegnelse vil falle på grunn av økende leveranser av ukonvensjonell olje, effektivitetsgevinster og substitusjon bort fra olje (Baffes & Damir, 2014).

I følge Finansdepartementet har veksten i framvoksende økonomier avtatt, og anslagene for utsiktene har blitt svakere. Dermed kan trolig en høy vekst i de framvoksende økonomiene gi betydelige utslag i oljeprisen. Prisingen i terminmarkedet tyder på en viss nedgang i oljeprisen framover. I det norske statsbudsjettet for 2013 legges det til grunn en gjennomsnittlig oljepris på 635 kroner, etterfulgt av en oljepris på 600 kroner i 2014. Fra og med 2015 er oljeprisforutsetningen på 535 kroner beholdt inntil videre (Statsbudsjettet, 2013-2014).

b) E&P investeringer

Utforskning- og produksjonsinvesteringene (E&P) til oljeselskapene er en avgjørende økonomisk faktor for hvordan riggselskapenes aktiviteter eller inntjeningen vil være. E&P investeringer har historisk vært korrelert med oljeprisen, og etter finanskrisen ble det forutsatt en stigende trend som viser at E&P investeringene vil øke (Barclays, 2013). Det vil være viktig for riggbransjen å se på hvordan den globale trenden i E&P har vært og hva som vil være utsiktene framover.

En undersøkelse som ble utført av Barclays Capital i 2013, hvor mer enn 300 olje- og gass virksomheter deltok, anslo bransjens utsikter for fremtiden. Rapporten antyder at de globale E&P investeringene vil stige i 2014.

	2013A	2014E	+/-	%
US Spending	143,989.3	156,163.6	12,174.4	8.5%
Canada Spending	41,738.2	43,068.8	1,330.6	3.2%
NAM Spending	\$185,727	\$199,232	\$13,505	7.3%
Middle East	34,791.0	39,812.0	5,021.0	14.4%
Latin America	74,590.0	84,159.0	9,569.0	12.8%
Russia/FSU	53,940.1	59,844.0	5,903.9	10.9%
Europe	46,684.3	50,312.6	3,628.3	7.8%
India, Asia & Australia	120,928.0	124,178.2	3,250.2	2.7%
Majors (Int`l spending)	113,992.0	115,413.0	1,421.0	1.2%
Africa	25,241.0	25,337.1	96.1	0.4%
NAM Independents (Int`l Spending)	19,395.0	18,547.0	(848.0)	-4.4%
Other	6,401.2	6,475.6	74.4	1.2%
Int`l Spending:	\$495,963	\$524,078	\$28,116	5.7%
Worldwide E&P Spending:	\$681,690	\$723,311	\$41,621	6.1%

Figur 10: Oversikt over globale E&P investeringer (MUSD), Kilde: Barclays rapport, 2013.

Ut ifra figur 9 ser man at de globale E&P investeringene er 681 MUSD i 2013 og estimert til 723 MUSD i 2014, noe som tilsvarer en økning på omtrent 6 % (Barclays Capital, 2013). I henhold til rapporten baserer selskapene investeringsbudsjettene for 2014 på en brent oljepris på 98 dollar per fat.

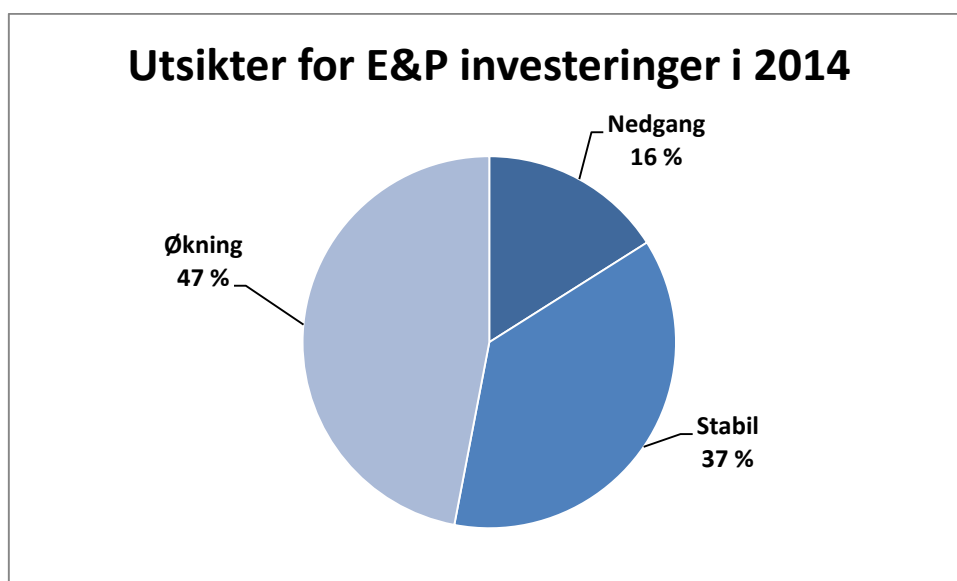
Den internasjonale veksten ser ut til å fortsette for E&P investeringer i utlandet og er ventet å bli på 524 MUSD i 2014, i motsetning til investeringene i 2013 på 496 MUSD. Dette skyldes trolig høye oljepriser, store prosjekter og antall offshore rigger som blir levert i 2014 og 2015. Den internasjonale veksten for E&P investeringene forventes

fortsatt å være sterk og langsiktig, hvor særlig Saudi- Arabia og Irak trekker fram veksten (Barclays Capital, 2013).

I markedet i Nord-Amerika har E&P investeringsnivåene blitt utvidet på grunn av de langvarige høye oljeprisene. Ifølge Barclays forventes det at trenden vil fortsette i 2014. Dette kommer blant annet av at industrien stadig skifter utviklingsmodus, operatører drar nytte av den attraktive økonomien, tilbud på moderne teknologitjenester, og et gunstig forretningsmiljø for plassering av kapital (Barclays, 2013).

Videre viser undersøkelsen at det er særlig to nøkkelfaktorer som skiller seg ut og er viktige for de neste årene. Dette inkluderer oljepriser og kontantstrømmer. Oljeprisen var den mest dominerende faktoren i undersøkelsen for E&P investeringene, hvorav 63 % av deltakerne svarte at oljeprisen ville være en avgjørende nøkkelfaktor for budsjettplanene i 2014. Kontantstrømmene til oljeselskapene har også vært rangert som en viktig årsak til veksten i E&P investeringer, ettersom disse som regel blir finansiert ved kontantreserver (Barclays, 2013).

Den globale veksten i E&P investeringer blir også påvirket av det som skjer i internasjonale markeder, samt geopolitiske situasjoner og finansielle kriser. Samlet var det totalt 53 % av deltakerne som svarte at de forventer at utsiktene for E&P investeringene enten vil holde seg stabile eller reduseres neste år (Barclays, 2013).



Figur 11: Utsikter for E&P investeringer i 2014, Kilde: Barclays rapport, 2013.

Selv om utsiktene for E&P investeringene er noe blandet, finnes det likevel rom for at E&P investeringene kan stige. RS Platou Markets sin presentasjon om flytemarkedet fra tredje kvartal i 2013 viser at potensialet for å finne mer olje og gass er stort (RS Platou Markets AS, 2013). Dette skyldes særlig nye funn på dypere vann, et område som ikke har blitt eksplorert til det fulleste. En årsak til dette er blant annet at det er mangel på boreenheter som opererer på dypt- og ultradypt vann. I tillegg viser presentasjonen at omtrent 20 % av verdens uoppdagede olje- og gassreservoarer trolig er lokalisert i værharde områder, hvor blant annet NADL opererer. Investeringspotensialet er dermed stort dersom flere offshore operatører flytter til dypere hav enn tidligere, eventuelt til værharde områder, for å lete etter olje og gass. I henhold til Barclays Capital sin undersøkelse kan det oppsummeres at investeringene trolig vil forbli stabile på kort sikt, men at potensialet likevel er stort på lang sikt (Barclays, 2013).

c) Riggmarkedet

Riggmarkedet er veldig syklisk, og følger E&P selskaper og oljeprisens utvikling. Akkurat nå er markedet under press, og særlig på norsk sokkel har veksten bremsset opp. Flere oljeselskaper reduserer investeringene og utsetter oljeleting for å opprettholde utbytte og øke kontantstrømmene. Dette har ført til fallende dagrater som ikke skyldes redusert oljepris, dernest syklisk nedtur, men heller E&P selskapenes endrede investeringsmønster. I forbindelse med sistnevnte påpeker Seadrill Ltd. at høy utbyttebetaling samt økte utviklingskostnader for å få ut ny produksjon, vil gi oljeselskapene begrensninger i forbindelse med finansiering av leteaktiviteter (Landre & Framstad, 2014). I tillegg har det de siste fem årene vært en kostnadsinflasjon som har ført til en gradvis oppbremsing i aktivitetene. Dette skyldes at oljeprisen ikke har økt tilstrekkelig i forhold til økningen i kostnader, noe som har ført til en redusert lønnsomhet (Andersen, 2014).

Riggmarkedet påvirkes i stor grad av tilbud og etterspørsel etter rigger. Et økt tilbud av borerigger kan føre til at dagratene blir redusert, noe som igjen kan gi en negativ innvirkning på boreriggsselskapenes omsetning, lønnsomhet og kontantstrømmer. Motsatt vil en økt etterspørsel etter tilbud dra opp dagratene, noe som vil øke boreriggvirksomhetenes fortjeneste. Dagratene er relativt volatile overfor kapasitetsutnyttelse. Høy kapasitetsutnyttelse i riggbransjen er avgjørende for forhandlingsposisjonen til riggselskapene, noe som trolig kan føre til høyere dagrater. Det samme gjelder for høye forventede olje- og gasspriser som gjør at flere lete- og

utvinningsprosjekter blir mer lønnsomme. Sistnevnte vil være med på å stimulere riggetterspørselen. I perioder med høy etterspørsel kan riggvirksomhetene kreve lengre kontrakter. Langsiktige kontrakter sammen med økte ledetider reflekterer et sterkt framtidig marked for riggindustrien, noe som vil bidra til å forbedre riggselskapenes forhandlingsstyrke overfor kunder, dernest øke dagratene (Osmundsen, Rosendahl & Skjerpen, 2012).

5.1.1.3 Sosiale faktorer

Sosiale faktorer inkluderer endrede kulturer og demografi (Johnson et al., 2011, s.50). En sosial faktor i en riggbransje kan være utdanningsnivået i bransjen. Den høye etterspørselen etter olje og gass fører til at flere fagfolk i petroleumfeltet er av behov. Dersom det på lengre sikt vil forekomme en erstatning for olje og gass, vil det føre til en negativ retning i bransjen. Høy inntektsfordeling er også en sosial faktor. Dette skyldes at fagfolk med høyere utdanningsnivå krever høyere inntekter, noe som fører til økte kostnader for bransjen. I perioden 2010 til 2012 viser lønnsstudier utført av Faraguna og Freer at det har vært en sterk vekst i lønnsnivåer i olje- og riggbransjen. I 2013 rapporterer de en global lønnsreduksjon på 1 %, noe som indikerer at trenden trolig er i ferd med å snu (Faraguna & Freer, 2013).

5.1.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologisk innflytelse refererer til innovasjon i selskapet, og kan trolig redusere selskapets kostnader (Johnson et al., 2011, s.50). Dersom boreriggsselskapet i bransjen har en moderne riggflåte som har en forbedret teknologi, kan det føre til lavere vedlikeholdskostnader enn det som blir påkostet av eldre borerigger. Det å ha en moderne riggflåte vil også føre til en fordel for den spesifikke riggvirksomheten i form av mer fordelaktige kontrakter. Dermed vil disse teknologiske faktorene være vesentlig for riggbransjen, ettersom dette både kan føre til mer etterspurte rigger og eventuelt høyere dagrater.

5.1.1.5 Miljømessige og legale faktorer

Miljøfaktorer står for miljømessige saker slik som forurensning og avfall. Legale faktorer omfatter lovgivende begrensninger eller endringer (Johnson et al., 2011, s.50). Forurensning ved utslipp av miljøgifter hører til petroleumindustrien. Olje- og gassvirksomhetene prøver stadig å utvinne ny teknologi og systemer for å redusere denne forurensingen.

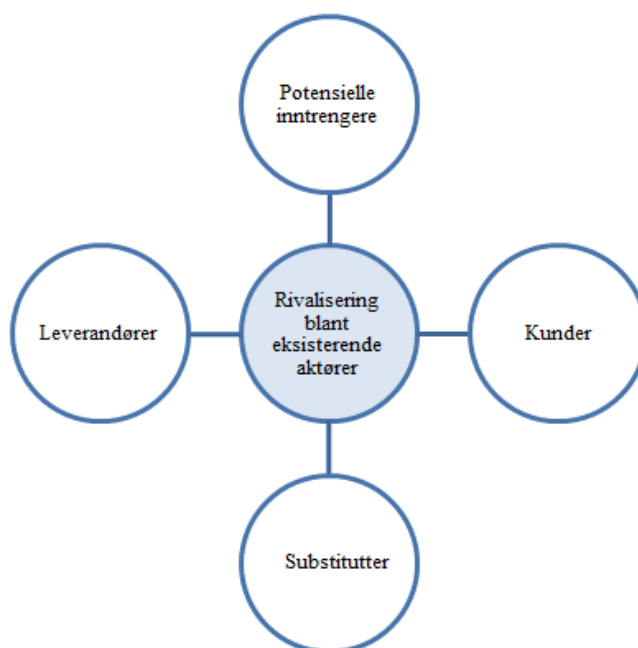
Hovedsakelig skyldes forurensningen utslipp av karbondioksid og nitrogenoksider (OOF, 2014). Myndighetene har satt mål på hva som regnes som akseptabel miljøpåvirkning fra olje- og gassvirksomhetene. Disse målene er satt gjennom lover, forskrifter og vilkår i bedriftens tilgang til å kunne drive olje- og gassvirksomheten (Miljødirektoratet, 2013).

Selskapene er underlagt strenge regler for uheldig utslipp av olje og kjemikalier i miljøet som krever opprydning. Dersom ulykken skulle inntreffe blir utleier av boreenheten holdt ansvarlig for utslippet av de skadelige kjemikalier, og andre stoffer i miljøet. Selskapet kan i så tilfelle forvente store økonomiske konsekvenser i form av pålagte bøter.

Boreriggsselskapene blir fastsatt inspeksjonsintervall for boreenhetene i forbindelse med ettersyn av tekniske krav som stilles til riggene. Slike inspeksjoner anses som riggens «EU»-kontroll og fører til verkstedsopphold med både klassing og reparasjoner. I Norge må riggene inn for klassing hvert femte år, og vanligvis er det riggeieren som betaler for inspeksjonen og eventuelle reparasjoner. Operatøren tar regningen for andre løpende kostnader (Norsk olje & gass, 2009).

5.1.2 Porters fem krefter

Michael E. Porters fem krefter modell er et rammeverk som identifiserer selskapets konkurransesituasjon og lønnsomhet. Denne konkurransestrategien har som mål å finne den posisjon i bransjen hvor selskapet kan forsvare seg best mot disse kreftene, og påvirke dem til sin fordel. Disse fem kreftene består av trusler fra nye inntrengere, kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, rivalisering blant eksisterende aktører, og trusler fra substitutter (Porter, 2008).



Figur 12: Porters fem krefter analyse, Kilde: Porter, 2008.

5.1.2.1 Trusler fra potensielle inntrengere

Det er viktig å identifisere nye potensielle inntrengere ettersom disse kan true markedsandelen til eksisterende konkurrenter. Grunnen til at nye inntrengere utgjør en trussel for markedet, er at de fører med seg ny kapasitet, og har stor interesse for å oppnå en stor markedsandel (Hitt et al., 2009, s.49). Dette kan enten føre til at prisene i markedet blir presset ned eller til en kostnadsøkning for at selskapene skal beholde sin posisjon. I begge disse situasjonene vil lønnsomheten til bedriften reduseres. De nye potensielle inntrengerne i en bransje er avhengig av hvilke etableringshindringer som er til stede, og hvordan konkurrentene vil reagere (Porter, 1987, s.33).

Det er sjelden at nye bedrifter inntreer i rigggmarkedet (Kaiser, 2013, s.32). Grunnen kan være de høye etableringshindringene som nye selskaper møter. Rigger som opererer i den Nord Atlantiske regionen, og i andre værharde forhold, krever spesialisert utstyr og modifikasjon som beskytter både mot eksponering for vær og lave temperaturer. Dette krever store investeringer i boreutstyr, og dette skaper etableringshindringer. Det er også strenge reguleringer i Norge som stiller kostbare krav til potensielle aktører, deriblant helse- sikkerhets- og miljøkrav. NADL har allerede et konkurransefortrinn i forhold til andre nye potensielle inntrengere på grunn av disse etableringshindringene (NADL, 2014, s.30-31).

Forholdet til Seadrill Ltd. har gitt NADL tilgang til deres kunder, leverandører, verft, leder- og teknisk kompetanse. Dette har gitt selskapet mulighet til både å utvide selskapet og kundebasen, noe som trolig har ført til at NADL har en sterk posisjon i forhold til andre nye potensielle inntrengere (NADL, 2014, s.16).

5.1.2.2 Forhandlingsmakt til kunder

Kundene kan ofte presse prisene nedover, oppnå høyere kvalitet eller bedre service, samt spille konkurrenter ut mot hverandre (Porter, 1987, s.54). Forhandlingsmakten til kunder avhenger av hvor stor innflytelse hver kunde har for salget i selskapet. Dersom selskapet er veldig avhengig av en kunde, vil kunden ha stor forhandlingsmakt (Porter, 1987, s.54). Kundenes forhandlingsmakt er større dersom oljeprisene faller eller det er dårlige makroøkonomiske tider i verden. Ved gode makroøkonomiske tider hvor oljeprisen stiger vil også etterspørselen for riggbransjen vanligvis øke. Dette kan føre til at borerigg-selskapene setter opp dagratene før kontraktsinngåelse.

Etter finanskrisen i 2008 har fusjoner mellom E&P selskap vist en økende trend (Payne, 2010). Fusjoner blant rivaliserende kunder kan føre til reduksjon i antall potensielle kunder for NADL, noe som kan føre til nedgang i NADL sin forhandlingsmakt. På motsatt side vil kundene antakeligvis ha økt forhandlingsmakt, og dermed mulighet til å presse prisen i deres favør. Det kan derfor oppsummeres at kundene har stor forhandlingsmakt ved dårlige tider og lav forhandlingsmakt ved gode tider.

5.1.2.3 Forhandlingsmakt til leverandører

Leverandører kan ofte true med å sette opp prisene eller redusere kvaliteten på produktet eller tjenesten som kjøpes. Forhandlingsmakten til leverandører avhenger av hvor stor innflytelse leverandøren har på selskapet. Dersom selskapet har få leverandører, vil leverandøren ha stor forhandlingsmakt. Dette innebærer at leverandørene har større innflytelse over pris, kvalitet og andre betingelser (Porter, 1987, s.57).

NADL er avhengig av å få supplert viktig utstyr og tjenester i forbindelse med driften av boreenhetene. I årsrapporten til NADL er det nevnt at flere leverandører har fusjonert, slik at antall tilgjengelige leverandører er redusert (NADL, 2014, s.8). Dette begrensede tilbudet på essensielle utstys- og maskinleverandører gjør at disse leverandørene har stor forhandlingsmakt. En slik fusjonering av leverandører kombinert med flere nye rigger under konstruksjon kan både resultere i økte kostnader og forsinkelser av ulike leveranser hos leverandøren. Videre kan dette føre til vesentlige konsekvenser for NADL og resultere i forsinkelser ved reparasjon og vedlikehold, dernest nedetid på riggene.

En utypisk leverandør som også er viktig for NADL er selskapets ansatte. De siste årene har konkurransen om dyktige og høyt kvalifisert personell økt kraftig ettersom antall nye rigger som blir tilført markedet har økt. Dette har ført til at de ansatte har stor forhandlingsmakt, noe som også har hatt innvirkning på den høye lønnsveksten. Dersom antall rigger fortsetter å øke, vil det føre til mangel på kvalifisert personell og lønningene vil presses oppover. På kort sikt vil NADL ikke ha problemer med å skaffe seg ansatte på sine operative rigger siden Seadrill Ltd. har forsynt NADL med både rigger og tilhørende mannskap. På lang sikt kan det derimot være problemer for NADL å skaffe seg ansatte på grunn av mangel på kvalifisert personell, mens høyere lønninger vil være en trussel for å kunne beholde sine ansatte.

5.1.2.4 Trusler fra substitutter

Et substitutt er en erstatning av et produkt som gir samme nytte som bransjens produkt. Selskapet konkurrerer ikke bare med virksomheter i sin egen bransje, men også med selskaper i andre bransjer som tilbyr tilsvarende produkter og tjenester, såkalte substitutter (Porter, 1987, s.52). Trusler fra substitutter kan begrense lønnsomheten i et selskap dersom disse innehar et mer fristende produkt enn det den aktuelle bransjen tilbyr (Porter, 1987, s.53). Dette gjelder særlig dersom substituttene har lavere pris og/eller høyere nytte enn det opprinnelige produktet.

Det eksisterer foreløpig ikke noen perfekte substitutter for olje og gass, som er verdens energikilder. Dette selv om det eksisterer alternative energikilder som for eksempel solceller og naturgass. Dersom det utvikles substitutter for olje og gass kan dette føre til redusert etterspørsel av sistnevnte. Dette har en videreførende effekt på boreriggsselskap som er avhengig av at etterspørselen er tilstedeværende. Substitutter kan være truende for oljevirsomheter og riggselskaper. På kort sikt vil det trolig ikke være noen erstatning for olje og gass, men på lang sikt kan det derimot oppstå erstatninger for olje og gass i markedet.

Boreriggindustrien har både faste installasjoner og mobile boreenheter som fungerer som substitutter for hverandre. Utover dette finnes det per i dag ingen annen måte å bore etter olje og gass på havets dyp.

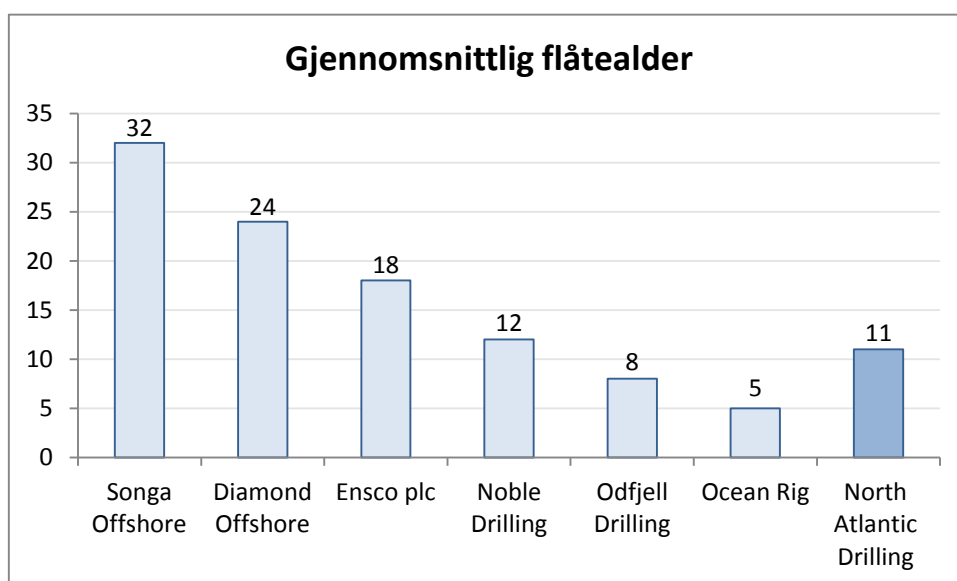
5.1.2.5 Rivalisering blant eksisterende aktører

Rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen kan oppstå ved bruk av konkurranseformer som priskonkurranse, produktlanseringer, bedre kundeservice og garantibetingelser. En priskonkurranse blant eksisterende bedrifter i bransjen kan føre til en trussel mot lønnsomheten ettersom det ofte fører til prisnedsettelse (Porter, 1987, s.46).

Boreriggmarkedet er svært konkurransedyktig og inneholder både store, mellomstore og små selskaper som konkurrerer om borekontraktene. Dette kan føre til priskonkurranse, og dermed lavere inntekter. I tillegg er det flere rivaler som kjøper hverandre opp, noe som gir stordriftsfordeler. Dette fører til en trussel for andre bedrifter ettersom de fusjonerte selskapene kan ha større økonomisk kapasitet til å presse ned prisene.

Konkurransen for offshore borekontrakter er stor, og blir som regel tildelt ved anbudskonkurranser eller gjennom private transaksjonsforhandlinger. De viktigste faktorene som er avgjørende for hvem som vinner kontrakten er pris, tilgjengelighet, tilstand på utstyr, tekniske spesifikasjoner, mannskapets erfaring, sikkerhetshistorikk, rykte, industriposisjon og kunderelasjoner (NADL, 2014, s.18). Omfanget og kvaliteten på riggselskapets flåte er korrelert med dets inntektsgrunnlag. En stor flåte innebærer et solid fundament for bærekraftig inntjening og kontantstrøm. Flåten er også relatert til selskapets posisjon i markedet og dens konkurranseevne med hensyn til kostnadsstruktur samt finansiering for kapitalprosjekter (Kaiser, 2013, s.31). Det kan være dyrt å ha gamle riggflåter ettersom det koster mye å gjennomføre klassing, vedlikehold og oppgradering av riggene. Dette er nødvendig for å få dem godkjent for boring i Norge. Eldre rigger har minst utstyr og jobber for lavere dagrater, noe som påvirker lønnsomheten.

NADL kan bli negativt påvirket dersom andre rivaler introduserer nyere borerigger med bedre funksjoner, eller utvider tjenesteområdet hvor NADL opererer. NADL har en moderne riggflåte i forhold til en del andre konkurrenter som har eldre riggflåter. Riggflåten til NADL har en gjennomsnittsalder på 11 år, se figur 12. Dermed er selskapet bedre egnet for å møte kundenes krav for boring i værharde områder. Flere oljeselskaper vil nok foretrekke mer moderne og effektive rigger som kan gi fordeler i en konkurransesituasjon.



Figur 13: Gjennomsnittlig flåtealder, Kilde: Forfatterne. Flåteinformasjon er hentet fra selskapenes nettsider, 2014.

NADL sine eksisterende borekontrakter vil utgå i perioden fra desember 2014 til mai 2019, dersom opsjonene ikke blir benyttet. NADL vil dermed ikke bli påvirket i like stor grad av kortsiktige nedturer i markedet. Dette skyldes at selskapet har flere langvarige kontrakter som ikke opphører i umiddelbar framtid (Gibbs, 2014).

På lang sikt kan det være vanskelig å oppnå nye kontrakter. Dette kan trolig føre til et stort gap i sysselsettingen av rigger. Ved inngåelse av nye kontrakter kan dagratene være påvirket av markedsforholdene, da særlig olje- og gassprisen. Dersom oljeprisen har falt, eller er forventet å falle, vil dette reflekteres i lavere dagrater. Det at selskapets nye kontrakter kan være basert på lavere dagrater kan føre til reduserte inntekter. Evnen til å møte den forpliktete kontantstrømmen avhenger av evnen til å forsikre seg riggkontrakter som har tilstrekkelig høye dagrater. Det er vanskelig å forutse etterspørsel av tjenester eller framtidsutsikter i olje- og gassindustrien. Dersom olje- og gassvirksomheter ikke fortsetter å øke lete- og utvinningsinvesteringene kan det være vanskelig å sikre seg riggkontrakter eller få tildelt kontrakter med gunstige dagrater. Dette kan igjen påvirke selskapets mulighet til å betale dividende til deres aksjonærer.

NADL vil dermed stå sterkt i en konkurranse i forhold til andre rivaler siden de har langsiktige kontrakter, en moderne riggflåte og sterk forbindelse til Seadrill Ltd.

5.1.2.6 Oppsummering av Porters fem krefter

Tabellen nedenfor gir en samlet oversikt over de fem ulike kreftene som har mest innvirkning på riggmarkedet. Disse faktorene vil både påvirke lønnsomheten og attraktiviteten til selskapet.

Porters fem krefter analyse			
Styrke	Lav	Moderat	Sterk
Trusler fra potensielle inntrengere	X		
Forhandlingsmakt til kunder		X	
Forhandlingsmakt til leverandører		X	
Trusler fra substitutter	X		
Rivalisering blant eksisterende aktører			X

Tabell 3: Porters fem krefter analyse, Kilde: Forfatterne, 2014.

Trusselen fra potensielle inntrengere anses for å være lav. Årsaken til dette er de sterke etableringshindringene. Forhandlingsmakt til kunder og leverandører er av moderat, men varierende styrke. Man antar at det ved oppturer i markedet med høy aktivitet vil føre til større forhandlingsmakt for leverandører og lavere for kunder, og omvendt i perioder med svekket aktivitet. Trusler fra substitutter er omtrent ikke eksisterende og vurderes dermed som lav. Stor konkurranse om borekontrakter fører til sterk rivalisering blant eksisterende aktører, noe som kan føre til at lønnsomheten blir redusert.

5.2 Intern analyse: SVIMA

I den interne analysen vil det bli benyttet en ressursorientert analyse, SVIMA, som kan avdekke konkurransefortrinn ovenfor konkurrenter. Først kartlegger SVIMA–analysen bedriftens interne ressurser. Ressurser kan bli definert som beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker selskapets relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier. Innsatsfaktorene kan forklares ut ifra et klassifiseringsskjema, slik som figuren nedenfor viser. Tabellen anvendes for å trekke fram strategisk relevante ressurser (Jacobsen & Lien, 2001, s. 79).

Ressurser	Eksempler
Finansiell kapital	Penger, eller tilgang til penger
Fysisk kapital	Rigger, bygninger, lokalisering, naturressurser
Organisatorisk kapital	Ledelsessystemer, rutiner, organisasjonskultur og -verdier
Kunnskapskapital	Patenter, teknologi, ansattes erfaring og kompetanse
Relasjonskapital	Merkevarenavn, renommé, relasjoner med kunder, leverandører, myndigheter

Tabell 4: Oversikt over innsatsfaktorer, Kilde: Jacobsen & Lien, 2001, s.79.

Deretter vurderes det om en ressurs har ekstraordinær avkastning der fem betingelser må være til stede. Den må være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar.

Betingelse	Beskrivelse
Sjeldenhet	Det vil si at konkurrenter ikke har den aktuelle ressursen i lik mengde og kvalitet.
Viktighet	Ressurser har en stor effekt på bedriftens kostnader, kundens betalingsvilje, eller begge deler.
Ikke-imiterbar	Både kopiering og substitusjon må være vanskelig.
Mobiliserbar	En produktmarkedsstrategi som utnytter den aktuelle ressursen intensivt, og konvertere ressursen til økonomisk verdi.
Approprierbar	Det vil si at hele verdiskapningen vil bli gitt til selskapet.

Tabell 5: Oversikt over betingelsene, Kilde: Jacobsen & Lien, 2001, s.88.

5.2.1 Finansiell kapital

For oljeindustrien er finansielle ressurser viktig for å kunne foreta store investeringer og prosjekter. Finansiell kapital er viktig for å kunne oppnå verdiskapning i framtiden. Det at Seadrill Ltd. har en majoritetsandel i NADL har ført til tillit og troverdighet hos investorer, kreditorer og långivere. Seadrill Ltd. har også overført betydningsfull kapital for å få NADL raskt på beina. Dermed kan penge tilgangen til NADL karakteriseres som sjelden, og viktig for framtidig utvikling. Likevel antas det at NADL sin finansielle kapital kan imiteres av andre konkurrenter.

NADL kan rangeres som et oppstartsselskap i markedet, noe som gir utslag i den økonomiske situasjonen sett i forhold til bransjen. NADL har en svak egenkapitalandel og likviditetsgrad i hele analyseperioden. Egenkapitalandelen er på gjennomsnittlig 10 % i løpet av de tre årene. Det skyldes i hovedsak at selskapet har betalt utbytte til aksjonærer. Likviditetsgraden øker for hvert år i analyseperioden, men er fortsatt lav og skiller seg ut fra de andre selskapene i bransjen. Derimot har NADL en positiv rentedekningsgrad gjennom hele analyseperioden. Dette er nærmere beskrevet i regnskapsanalysen og lønnsomhetsanalysen i henholdsvis kapittel 6 og 9. De finansielle ressursene antas ikke å være approprierbare siden hele verdiskapningen ikke tilfaller NADL.

5.2.2 Fysisk kapital

En viktig fysisk ressurs vil være NADL sin riggflåte som består av ni rigger, hvorav åtte er under operasjonell drift. Selskapet har en sjelden riggflåte med moderne teknologi sett i forhold til andre konkurrenter i markedet som har eldre riggflåter. Riggflåten til NADL er viktig for selskapets driftsinntekter. I lønnsomhetsanalysen i kapittel 9 har man funnet ut at NADL har en ressursfordel i driften ettersom de klarer å skape mer driftsinntekter per krone investert i driften, sett i forhold til bransjen.

I framtiden vil nok flere rivaler kunne imitere riggflåten ved å skaffe seg samme moderne teknologi og utstyr. På kort sikt vil riggflåten til NADL være foretrukket foran riggene selskapets rivaler, noe som kan gi NADL kontrakter med høyere dagrater. Slik kan NADL oppnå en høyere økonomisk lønnsomhet foran sine konkurrenter. Dermed kan ressursen også kategoriseres som mobiliserbar. Riggflåten vil kunne rangeres som approprierbar siden det er vanskelig å skaffe seg en lignende moderne riggflåte med slike spesifikasjoner på kort sikt. Hele verdiskapningen vil i slike situasjoner tilfalle NADL.

En annen viktig ressurs er den geografiske lokaliseringen til riggene. Lokalisering er ikke en sjelden ressurs fordi den er imiterbar ved at andre selskaper kan endre fokusområde til der hvor NADL opererer. NADL sin riggflåte er konstruert for å tåle værharde forhold. Dersom konkurrenter med erfaring fra kun mildere forhold ønsker å imitere NADL sin lokalisering, kan dette by på problemer dersom de ikke har rigger som tåler forholdene i Nord Atlanteren.

Selv med en fordelaktig riggflåte og en lokalisering som byr på utfordringer for de fleste, er NADL sin fysiske kapital imiterbar i form av at det allerede finnes selskaper som har samme fordeler i fysisk kapital, eller kan tilegne seg dette i framtiden.

5.2.3 Organisatorisk kapital

NADL er en organisasjon med rundt 1600 erfarne og kompetente ansatte. Selskapet har en fordel gjennom overtakelse av Seadrill Ltd. sine rigger og tilhørende mannskap, og likeså en overtakelse av en ledelse med flere års intern erfaring. NADL sitt samarbeid med Seadrill Ltd. har også gjort det raskt mulig å få tilgang til ledelsessystemer, rutiner og prosedyrer. NADL følger i tillegg samme organisasjonskultur og verdier som morselskapet Seadrill Ltd. som da er et vellykket selskap. NADL har attpåtil sikret seg langsiktige kontrakter gjennom Seadrill Ltd. sitt gode nettverk. Dette illustreres især av at åtte av selskapets operative rigger er under kontrakt med store, internasjonale oljeselskaper. Likevel kan det ikke konkluderes med at den organisatoriske kapitalen vil gi NADL et konkurransemessig fortrinn. Dette på grunn av at andre rivaler har muligheten til å gjøre det samme, noe som fører til at ressursen er imiterbar.

Det er likevel vanskelig for andre konkurrenter å analysere og etterligne de organisatoriske ressursene, siden disse er spesifikke for selskapets rutiner. Det vil uansett være viktig for selskapet å ha en erfaren ledelse med god kompetanse i organisasjonen, slik at selskapet skal kunne oppnå god framtidig verdiskapning.

5.2.4 Kunnskapskapital

NADL har omtrent 1600 ansatte, hvorav flere har opptil 40 års erfaring i bransjen gjennom blant annet Smedvik og Seadrill Ltd., dernest NADL. Dette kan trolig sette NADL i en unik posisjon til å betjene oljeselskapene på en mer trygg og effektiv måte. NADL sin

kunnskapskapital er imiterbar i de grader konkurrerende selskaper har like lang forhistorie som NADL. Derimot er det omtrent umulig for nye selskap å imitere denne kapitalen.

5.2.5 Relasjonskapital

NADL har et konkurransefortrinn i forhold til sin relasjon med Seadrill Ltd. Morselskapet har gitt NADL et relasjonsnettverk i forhold til sine kunder, leverandører, investorer og banker. Denne relasjonskapitalen kan karakteriseres som både sjelden og viktig, noe som er vanskelig for konkurrenter å imitere.

Navnet på selskapet, North Atlantic Drilling Ltd., kan anses som et merkenavn i form av at det gir kunder og andre interessenter innsikt i hvor selskapet opererer, nemlig i Nord Atlanteren. Selskapet har også strategisk plasserte kontorer som gjør det enklere å skape relasjoner til nye kunder. Det legges særlig vekt på hovedkontorets plassering i Stavanger, som anses som Norges oljeby.

5.2.6 Oppsummering SVIMA-analysen

Etter at SVIMA-analysen er gjennomført brukes følgende tabell for å få en oversikt over de ulike ressursene, hvor det videre foretas en vurdering ut ifra de fem betingelsene som ble nevnt innledningsvis.

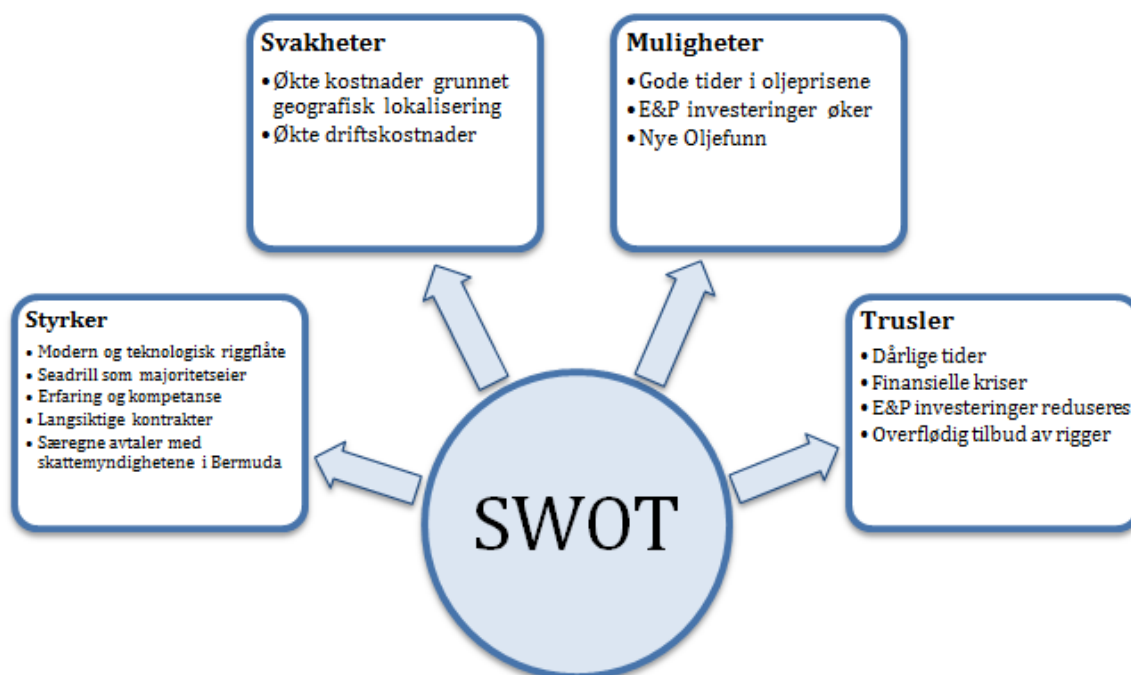
SVIMA-TESTEN	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Vurdering
Finansiell kapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Nei	Midlertidig fortrinn
Fysisk kapital	Ja	Ja	Ja/Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Organisatorisk kapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Kunnskapskapital	Nei	Ja	Ja/Nei	Ja	Nei	Paritet
Relasjonskapital	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn

Tabell 6: SVIMA-TESTEN. Kilde: Jacobsen & Lien, 2001, s.88.

Ut ifra tabellen ser det ut til at NADL har et midlertidig fortrinn ved finansiell og fysisk kapital. Dette skyldes trolig at de fortsatt blir ansett som et ganske nytt riggselskap i markedet. Utførelsen av SVIMA-analysen konkluderer med at NADL har ingen varige konkurransefortrinn av ressurser sett i sammenheng med resten av bransjen. Selskapets ressurser vil ikke bidra til å gi en varig strategisk fordel. En ressurs som kan skille seg ut på kort sikt, er NADL sin moderne riggflåte. Likevel antar man at heller ikke dette fortrinnet vil være varig overfor konkurrenter.

5.3 Oppsummering av strategisk analyse: SWOT-analyse

Etter å ha gjennomført en intern og ekstern analyse for NADL, kan selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler samles i en SWOT-analyse. En SWOT-analyse er et systematisk verktøy som kartlegger selskapets ressurser og omgivelser de opererer i (Ross, Krogh & Roos, 2010, s.129). Dette er faktorer som påvirker NADL sitt konkurransefortrinn og deres strategiske fordel i riggmarkedet.



Figur 14: SWOT-analyse, Kilde: Ross et al., 2010, s.129.

6. Regnskapsanalyse

Hensikten med dette kapitlet er å få innsikt i bedriftens økonomiske fortid slik at man kan få et bedre grunnlag for å gi en prognose om framtiden. Regnskapsanalysen alene gir ikke tilstrekkelig grunnlag for framtidsprognose, men er et viktig steg på veien. For å kunne komme til en konklusjon om selskapets framtidsaspekter må også de strategiske analysemodellene fra foregående kapittel trekkes inn i vurderingen.

I følge Kinserdal defineres regnskapsanalyse på følgende måte: «Regnskapsanalyse er en systematisk bruk av regnskapsdata for å kartlegge og belyse de bakenforliggende økonomiske forhold i bedriften» (Kinserdal, 2010, s.209). Det skiller vanligvis mellom intern og ekstern regnskapsanalyse. Ved intern regnskapsanalyse har analytikeren fullstendig tilgang til selskapets regnskapsmateriale, og kan føre kontroll på det. Mest sannsynlig er analytikeren ansatt i selskapet. Den eksterne analysen baseres på offentlig tilgjengelig regnskapsmateriale; hovedsakelig kvartals- og årsrapporter. Ettersom analytikeren av den eksterne regnskapsanalysen ikke har fullstendige regnskapsdata, vil ikke den eksterne analysen bli like grundig som den interne (Kinserdal, 1990, s.156).

Regnskapsanalysen er basert på det historiske årsregnskapet til selskapet, hvor nøkkeltallene avdekker de finansielle verdidrivere som danner grunnlaget for det historiske overskuddet eller kontantstrømmen. Den historiske utviklingen i disse nøkkeltallene gir deretter utgangspunktet for en prognose av drivernes framtidige utvikling, som fører til et budsjettert framtidsregnskap. De estimerte framtidsregnskapene anvendes deretter i verdsettelsesmodellene som et estimat av virksomhetens egenkapitalverdi (Sørensen, 2009, s.17).

Det finnes mange og ulike brukere av regnskapsinformasjon. Likeså finnes det ulike måter å analysere regnskapet på. Disse deles som regel inn to hovedgrupper: Kreditororientert- og investororientert regnskapsanalyse. Når en utfører en kreditororientert regnskapsanalyse ønsker man å utforske hvorvidt det lånesøkende selskapet er kredittverdig. Dette gjøres gjennom å kartlegge kredittrisikoen til selskapet slik at man på den måten kan prise risikoen inn i lånerenten, og finne ut hvor stor dividende man kan få ved en eventuell konkurs. Ved investororientert regnskapsanalyse er det egenkapitalinvestorene som ønsker gode estimat på verdien og fortjenesten til egenkapitalen i framtiden, slik at disse blant

annet kan ta anstendige økonomiske avgjørelser (Knivsflå, K.H., 23.01.14, *Regnskapsanalyse - ramme og «trailing»*). Denne oppgaven vil fokusere på kapitalinnskyterne samt tilhørende analytikere og interessenter. Videre i oppgaven vil det derfor hovedsakelig legges opp for en investororientert regnskapsanalyse.

Regnskapsanalysen som utføres bør gi en oversiktlig beskrivelse av bedriftens økonomiske stilling samt den historiske utviklingen (Eklund & Knutsen, 2011, s.14). De historiske tallene som presenteres i neste delkapittel er bare starten på analysen av den framtidige utviklingen.

6.1 Rammeverk og forutsetninger

Selve regnskapsanalysen er inndelt i tre steg. Første steg består av tabulering og omgruppering av regnskapet hvor formålet er å kunne utføre en investororientert analyse. Deretter skal regnskapet justeres for målefeil før man til slutt utfører en analyse hvor man sammenligner med bransjeutvalget. Det er likevel noen praktiske valg som må avklares før man kan begynne på regnskapsanalysen. Disse er analysenivå, analyseperiode og komparative virksomheter (Knivsflå, K.H., 23.01.14, *Regnskapsanalyse - ramme og «trailing»*).

NADL er et datterselskap av Seadrill Ltd., noe som innebærer at NADL utgjør en relevant del i det helhetlige konsernregnskapet. Spørsmålet blir da hvorvidt man skal analysere regnskapet samlet på konsernnivå, eller om man bare skal ta hensyn til NADL sitt utskilte regnskap. Ettersom konsernet består av flere virksomheter med ulike forretningsområder, vil fokuset videre være på NADL sitt selvstendige regnskap.

NADL ble etablert i begynnelsen av 2011, og siste tilgjengelige årsrapport er fra 2013. Dette innebærer at de historiske dataene til selskapet kun strekker seg tre år tilbake i tid. Analyseperioden er dermed tre år.

En regnskapsanalyse av NADL alene gir ikke tilstrekkelig informasjon om selskapets økonomiske stilling. For å kunne si noe om nøkkeltallene man utvinner i analysen, må nøkkeltallene sammenlignes med bransjegjennomsnittet. Med bransje menes homogene eller liknende virksomheter. Ved valg av komparative selskap var det derfor viktig å

fokusere på liknende konkurrenter. Disse er presentert i kapittel 2. Det skal videre presiseres at NADL inngår i sammenligningsgrunnlaget, det vil si bransjegjennomsnittet.

Regnskapsanalysen som utføres i dette kapittelet er en ekstern analyse. Dette innebærer at offentlige kvartals- og årsrapporter hentet fra NADL og bransjeutvalgets hjemmesider er vår kilde til finansiell informasjon.

6.2 Presentasjon av tall

De rapporterte årsregnskapene bør oppsummeres og klargjøres for regnskapsanalysen. Dette kan gjøres ved å sette opp resultatregnskapet, balansen og endring i egenkapitalen i oversiktlige tabeller. Disse danner utgangspunktet for videre analyse. Det er viktig at i hvert fall to forhold kommer fram ved tabulering av de rapporterte tallene; drift- og finansposter; normale og unormale poster. Det er viktig å skille mellom disse postene på grunn av den videre omgrupperingen av regnskapet for investororientert regnskapsanalyse (Knivsflå, K.H., 23.01.14, *Regnskapsanalyse - ramme og «trailing»*). NADL har som nevnt tre fullstendige årsrapporter å vise til. Disse har blitt satt opp i enkle tabeller hvor det videre, basert på disse, har blitt utarbeidet et omgruppert regnskap som er utgangspunktet for videre analyse.

Tabulert resultatregnskap (i MUSD)			
År	2011	2012	2013
Kontraktinntekter	881,3	955,4	1116,7
Inntekter fra regningskontrakt	33,3	89,2	195,3
Inntekt fra nærstående parter	0	0	12,1
Andre inntekter	23,4	0,1	0,2
= Driftsinntekter	938	1044,7	1324,3
Fartøy- og riggekostnader	329,9	345,6	527,1
Kostnader fra regningskontrakt	30	82,2	183,7
Avskrivninger og amortisering	140,7	162,8	188
Generelle og administrative kostnader	35,4	50	64,9
= Driftskostnader	536	640,6	963,7
= Netto driftsresultat	402	404,1	360,6
Renteinntekter	6,8	0,6	0,5
Rentekostnader	-77,6	-83,9	-84,9
Gevinst/tap på utenlandsk valuta	3,3	-12	10,9
Tap på finansielle derivatinstrumenter	-47,7	-17,5	-16,1
Andre finansposter	-0,6	0	-6,5
= Netto finansresultat	-115,8	-112,8	-96,1
= Resultat før skatt og diskontinuerlig virksomhet	286,2	291,3	264,5
Skattekostnad	39,5	109,6	28,9
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet	246,7	181,7	235,6
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	3,2	0	0
= Årsresultat	249,9	181,7	235,6
Andre driftsrelaterte resultatetelement	-3,6	-21,2	-6,6
Andre finansielle resultatetelement	0	0	-2,3
= Totalresultat	246,3	160,5	226,7

Tabell 7: Tabulert resultatregnskap, Kilde: NADL, 2011-2013.

Resultatregnskapet viser at NADL sine driftskostnader har økt i større grad enn driftsinntektene. Dette har ført til en nedgang i netto driftsresultatet på 10,76 % i 2013. Med en oppgang i det negative netto finansresultatet samt en varierende skattekostnad, rapporterer NADL positive årsresultat med nedgang på -27,29 % i 2012 og oppgang på 29,66 % i 2013.

Tabulert balanse (i MUSD)			
År	2011	2012	2013
Imaterielle eiendeler	507,6	506,4	497
+ Varige driftsmidler	2579	2664,9	2690,7
+ Andre driftsrelaterte anlegg	151,4	138,5	128,2
= Anleggsmidler	3238	3309,8	3315,9
Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	209,7	506,7	274
+ Kontanter, bank og lignende	159,6	122	109,4
= Omløpsmidler	369,3	628,7	383,4
→ EIENDELER	3607,3	3938,5	3699,3
Egenkapital, majoritet	525,7	838,1	859,8
+ Minoritetsinteresser	0	0	-2,3
= Egenkapital selskapet	525,7	838,1	857,5
Avsetning for krav	81,9	112,6	129,2
+ Annen langsiktig rentefri gjeld	710	702,5	700
+ Langsiktig rentebærende gjeld	1750	1583,3	1581,2
= Langsiktig gjeld	2541,9	2398,4	2410,4
Kortsiktig rentefri gjeld	315,6	398,2	166,2
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	224,2	303,7	265,2
= Kortsiktig gjeld	539,8	701,9	431,4
→ EGENKAPITAL OG GJELD	3607,4	3938,4	3699,3

Tabell 8: Tabulert balanse, Kilde: NADL, 2011-2013.

Selskapets rapporterte balanse viser en økning i 2012 på 9,18 % etterfulgt av en nedgang på 6,07 % i 2013. Dette stammer hovedsakelig fra endringer i omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Mer spesifikt er det postene kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer, samt kortsiktig rentefri gjeld som har forårsaket de største endringene.

6.3 Omgruppering og normalisering av regnskap

Når man omgrupperer regnskapet er formålet å endre det rapporterte oppsettet fra kreditor-til investororientert. Et regnskap som er utarbeidet i henhold til regnskapslover og regler, er ikke satt opp på en gunstig måte for presis verdsettelse.

Regnskapet består av resultatregnskapet, balansen og kontantstrøm. Det tradisjonelle oppsettet er ikke optimalt for å vurdere verdien av driften. Årsaken er at balanseregnskapet kombinerer både driftsrelaterte og finansielle aktiva, i tillegg til finansieringskilder. Likeså

kombinerer resultatregnskapet driftsinntekter med finanskostnader. For å kunne utføre en analyse av selskapets økonomiske resultater, må man omgruppere balansen og resultatregnskapet (Koller et al., 2010, s.133).

Det er i denne prosessen viktig at det er samsvar mellom detaljene i de ulike oppstillingene. Grunnen til dette er at analyse av lønnsomhet binder sammen resultatbegrepet på den ene siden, og kapital og eiendelsbegreper i balansen på den andre siden (Gjesdal, 2007).

Gjesdal skiller mellom fire sentrale trinn i forbindelse med omgruppering av regnskapet; driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler; rentebærende og «rentefri» gjeld; normale og unormale poster; og håndtere brudd på kongruensprinsippet.

6.3.1 Steg 1: Skille mellom finansielle- og driftsrelaterte eiendeler

Hovedsakelig inngår driftsfremmede eiendeler i finansielle eiendeler. Ettersom finansielle eiendeler verdsettes annerledes enn driftsrelaterte eiendeler, er det viktig å skille disse. I forbindelse med verdivurdering av et selskap vil analytikere verdsette de driftsrelaterte eiendelene ved å estimere og neddiskontere framtidig inntjening. Videre tilføres markedsverdien av de finansielle eiendelene (Gjesdal, 2007). Tabell 9 gir en oversikt over NADL sine omgrupperte eiendeler.

Omgrupperte eiendeler			
År	2011	2012	2013
Immaterielle eiendeler	636,5	626,7	608,1
+ Varige driftsmidler	2579	2664,9	2690,7
+ Andre driftsrelaterte anleggsmidler	22,5	18,2	17,1
= Driftsrelaterte anleggsmidler	3238	3309,8	3315,9
Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	198,2	263,8	268,2
= Driftsrelaterte omløpsmidler	198,2	263,8	268,2
→ Driftseiendeler	3436,2	3573,6	3584,1
Langsiktige finansielle fordringer	11,5	242,9	5,8
+ Langsiktige finansielle investeringer	0	0	0
= Finansielle anleggsmidler	11,5	242,9	5,8
Kortsiktige finansielle fordringer	0	0	0
+ Kortsiktige investeringer	12,2	23,6	25,3
+ Kontanter, bank og lignende	147,4	98,4	84,1
= Finansielle omløpsmidler	159,6	122	109,4
→ Finansielle eiendeler	171,1	364,9	115,2
→ EIENDELER	3607,3	3938,5	3699,3

Tabell 9: Omgrupperte eiendeler, Kilde: Forfatterne, 2014.

Immaterielle eiendeler er ikke-fysiske eiendeler som har en forventet framtidig verdi for selskapet, men som det er knyttet stor usikkerhet til. Denne posten inngår under driftsrelaterte anleggsmidler. Ved oppkjøp av for eksempel et selskap hvor man betaler mer enn de verdiene som representeres av det oppkjøpte selskapets eiendeler og gjeld, kan man føre differansen opp under goodwill. Denne posten er en immateriell eiendel. Et annet eksempel på immaterielle eiendeler er utsatt skattefordel. Når betalbar skatt er større en skattekostnaden oppstår det en fordring i balansen som betegnes utsatt skattefordel (Eklund & Knutsen, 2011, s.34). Ofte vil man finne utsatt skatt eller skattefordel gjengitt i nettobeløp, men NADL har valgt å gruppere disse hver for seg under omløpsmidler, anleggsmidler, kortsiktig og langsiktig gjeld. Den utsatte skattefordelen som er rapportert under omløpsmidler er gjengitt under immaterielle eiendeler i den omgrupperte balansen. Denne posten utgjør 155.9, 146.1 og 127.5 MUSD i kronologisk rekkefølge. Det resterende årlige beløpet er goodwill relatert til kjøp av rigger fra Seadrill Ltd.

En annen post som går under driftsrelaterte anleggsmidler er varige driftsmidler. Denne gruppen består av eiendeler hvor verdien avtar over tid. Dette innebærer at eiendelene må avskrives, og nedgangen avspeiles videre som en kostnad i resultatregnskapet (Eklund & Knutsen, 2011, s.35). NADL har varige driftsmidler i form av boreenheter under konstruksjon samt operasjonelle rigger og fartøy. Sistnevnte står for majoritetsbeløpene under denne posten.

Andre driftsrelaterte anleggsmidler består av lånegebyr samt andre uspesifiserte beløp. Årsrapportene gir ingen indikasjon på hva disse beløpene inneholder eller hvor de stammer fra. Her velger man dermed å følge teori som rådfører analytikere å omgruppere uspesifiserte anleggsmidler som driftsrelaterte, gitt at beløpene ikke er alt for høye (Koller et al., 2010, s.142).

Fordringer kan både være driftsrelaterte og finansielle. Driftsrelaterte fordringer kan blant annet inkludere kundefordringer og forskuddsbetalte utgifter, mens finansielle fordringer kan være fordringer som i realiteten er utlån (Knivsflå, K.H., 30.01.14, *Omgruppert balanse, endring i ek og fri kontantstrøm*). I tillegg til kundefordringer utgjør kategorien «kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer» en andel mindre poster som ble avdekket gjennom notespesifikasjonene. Majoritetsbeløpet stammer følgelig fra kundefordringer i forbindelse med kontraktene NADL har inngått, men i kategorien inngår

også kortsiktig utsatt skattefordel, forskuddsbetalte utgifter, kortsiktig lånegebyr, MVA til gode, regningskontrakt (reimbursables) og andre uspesifiserte omløpsmidler. De sistnevnte postene grupperes i denne kategorien ettersom man kan anse dem som fordringer (Eklund & Knutsen, 2011, s.35).

Langsiktige finansielle fordringer er rentebærende anleggsmidler som har løpetid på over ett år. Dette inkluderer blant annet lån til foretak i samme konsern, lån til tilknyttede selskap og felles kontrollert virksomhet samt obligasjoner og andre fordringer (Eklund & Knutsen, 2011, s.35). NADL sine fordringer stammer fra lån til Seadrill Ltd., Seadrill Offshore AS og Seadrill Management AS. Samlet utgjør disse fordringene 11.5, 242.9 og 5.8 MUSD i henholdsvis 2011, 2012 og 2013.

Under finansielle anleggsmidler finner man også langsiktige finansielle investeringer. I denne kategorien inngår blant annet investeringer i datterselskap, i annet foretak i samme konsern, i tilknyttede selskap og i aksjer og andeler. Slike investeringer er ofte strategisk begrunnet gjennom for eksempel konserndannelse eller samarbeid (Eklund & Knutsen, 2011, s. 35). Ingen lignende poster er blitt registrert i NADL sine årsrapporter.

Kortsiktige finansielle fordringer er det samme som langsiktige finansielle fordringer, men med løpetid på inntil ett år. Selskapet har ingen rapporterte kortsiktige finansielle fordringer.

Kortsiktige plasseringer av likvider med formål om å få mer avkastning enn det som kan oppnås ved bankinnskudd er representert i investeringer. I denne posten inngår også ulike former for sikringsforretninger (hegding). Eksempler på poster i denne kategorien er aksjer og andeler i foretak i samme konsern, markedsbaserte aksjer, markedsbaserte obligasjoner, andre markedsbaserte finansielle instrumenter og andre finansielle instrumenter (Eklund & Knutsen, 2011, s.36). Bundne midler er pengereserver som er forbeholdt spesifikke formål. For eksempel kan et selskap avsette midler til framtidig utvidelse av anlegget, alternativt kan restriksjonen pålegges kontraktmessig; gjeldsinstrumenter krever ofte at låneren setter av midler for framtidig betaling av gjeld eller som sikkerhet. I henhold til teori kan materielle pengerestriksjoner i form av bundne midler klassifiseres som investeringer (Spiceland, Sepe & Nelson, 2013, s.362). NADL har rapportert bundne midler i både 2011,

2012 og 2013. I noteinformasjonen i årsoppgavene kommer det fram at disse er knyttet til skattetrekk. Videre blir disse klassifisert som kortsiktige investeringer.

Likvider er en blanding av driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Driftsrelaterte likvider brukes som buffer til å betale forfallende regninger, mens overskuddslikviditeten er finansiell (Penman, 2013, s.294). Ettersom det er vanskelig å skille ut de driftsrelaterte likvidene, blir alle kontanter karakterisert som finansielle eiendeler (Knivsflå, K.H., 30.01.14, *Omgruppert balanse, endring i ek og fri kontantstrøm*).

6.3.2 Steg 2: Skille mellom finansiell- og driftsrelatert gjeld

Ved omgruppering av regnskapet er det også viktig å skille mellom finansiell- og driftsrelatert gjeld ettersom ikke all kapital krever avkastning. Førstnevnte er rentebærende og oppstår hovedsakelig gjennom driften, mens den driftsrelaterte gjelden er rentefri og følger som regel av regnskapsmessige behandlinger. Eksempler på driftsrelatert gjeld i regnskapet er pensjon, utbytte og utsatt skatt. Omgruppering av gjeld er vist nedenfor.

Omgruppert egenkapital og gjeld			
År	2011	2012	2013
Egenkapital, majoritet	525,7	838,1	859,8
+ Minoritetsinteresser	0	0	-2,3
= Egenkapital	525,7	838,1	857,5
Avsetning for krav	63,3	72,2	93,3
+ Annen langsiktig driftsrelatert gjeld	18,6	40,4	228,6
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	81,9	112,6	321,9
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	272,9	328	232,4
= Driftsrelatert gjeld	354,8	440,6	554,3
Langsiktig finansiell gjeld	2460	2285,8	2088,5
+ Kortsiktig finansiell gjeld	266,9	373,9	199
= Finansiell gjeld	2726,9	2659,7	2287,5
→ EGENKAPITAL OG GJELD	3607,4	3938,4	3699,3

Tabell 10: Omgruppert egenkapital og gjeld, Kilde: Forfatterne, 2014.

Posten avsetning for krav benyttes for avsatte midler i forbindelse med forpliktelse som enda ikke er konkretisert, slik som utsatt skatt og pensjonskrav (Eklund & Knutsen, 2011, s.36). For NADL sin del utgjør dette utsatt skatt, pensjonsforpliktelse og uopptjent inntekt. Generelt sett inngår pensjonskostnader i lønnskostnadene, som igjen utgjør en andel av de generelle og administrative kostnadene. Sistnevnte er ansett for å være en driftsrelatert kostnad, noe som betyr at pensjonsforpliktelsene tilhører samme kategorisering. Dette

tilfredsstillers kravet om konsistens i grupperingen (Knivsflå, K.H., 30.01.14, *Omgruppert balanse, endring i ek og fri kontantstrøm*).

I årsrapportene til NADL er uopptjent inntekt karakterisert som annen langsiktig gjeld. Uopptjent inntekt innebærer at vederlaget er mottatt, men at arbeidet ikke er fullført og kan dermed ikke resultatføres. Siden den uopptjente inntekten er et resultat av selskapets drift, vil den videre anses som rentefri gjeld, og presenteres i annen langsiktig driftsrelatert gjeld (Penman, 2013, s.296). For NADL utgjør dette 18.6, 40.4 og 33.6 MUSD i henholdsvis 2011, 2012 og 2013.

I 2013 inngikk NADL, gjennom VIE SFL Linus Ltd., et usikret lån på 195 MUSD med Ship Finance. I balansen er lånet presentert som langsiktig gjeld til nærstående parter. Det kommer fram i regnskapsnotene at lånet ikke er rentebærende. Denne posten klassifiseres dermed som driftsrelatert ettersom den er rentefri, og plasseres så videre under annen langsiktig driftsrelatert gjeld.

Kortsiktig gjeld kan både være driftsrelatert og finansiell. Eksempler på kortsiktig driftsrelatert gjeld er leverandørgjeld, skyldig lønn, skyldig skatt og driftsrelatert derivat. Kortsiktig finansiell gjeld kan derimot bestå av kassakreditt og annen kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner (Knivsflå, K.H., 30.01.14, *Omgruppert balanse, endring i ek og fri kontantstrøm*). Når et selskap kjøper varer eller tjenester på kreditt oppstår det en gjeld i selskapets balanse som betegnes leverandørgjeld. Leverandørgjelden blir oftest klassifisert som rentefri gjeld (Gjesdal, 2007). For NADL innebærer dette utestående leverandørgjeld på 23, 5.7 og 10.4 MUSD i henholdsvis 2011, 2012 og 2013. I tillegg har selskapet rapportert påløpte kostnader på respektive 38.7, 119.1 og 79.2 MUSD. I henhold til Penman skal disse anses som driftsrelaterte. Andre poster som er plassert under kortsiktig driftsrelatert gjeld er betalbar skatt, utsatt skatt, derivater, skattetrekk, arbeidsgiveravgift, feriepenger og kortsiktig del av en driftsrelatert langsiktig gjeld (Penman, 2013, s.297).

Finansiell gjeld er rentebærende gjeld (Gjesdal, 2007). I april 2011 inngikk NADL et lån, en såkalt førsteprioritets kredittfasilitet, med et syndikat av banker for å refinansiere eksisterende gjeld knyttet til breenhetene. Disse breenhetene er pantsatt som sikkerhet under denne fasiliteten. Kredittfasiliteten er rentebærende, og plasseres følgelig under langsiktig finansiell gjeld. I samme kategori inngår også en kjøpsopsjon på et usikret

obligasjonslån til Seadrill Ltd. på 500 MUSD. Opsjonen delfinansierer de oppkjøpte riggene fra Seadrill Ltd. 210 MUSD i lånefasilitet fra aksjonærer i tilknyttede selskap tilhører også denne posten. Det samme gjelder for lån fra aksjonærer på 27,5 MUSD, og kredittfasilitet på 175 og 5 MUSD relatert til Seadrill Ltd. i henholdsvis 2012 og 2013.

I 2013 rapporterte NADL om en annen langsiktig gjeld på 2,3 MUSD tilknyttet urealisert tap på derivater i forbindelse med rentebytteavtaler. Disse avtalene er altså benyttet til å sikre en finansiell posisjon, noe som gjør at man velger å klassifisere tapet som kortsiktig finansiell gjeld (Knivsflå, K.H., 30.01.14, *Omgruppert balanse, endring i ek og fri kontantstrøm*). Likeså klassifiseres også påløpte rentekostnader, forfallende beløp til tilknyttede selskap, og den kortsiktige delen av den førsteprioriterte kredittfasiliteten som kortsiktig finansiell gjeld (Penman, 2013, s.296).

I forbindelse med omgruppering av regnskapet for verdsettelsesformål, blir ikke utbytte kategorisert som driftsrelatert gjeld, men heller klassifisert som egenkapital. Fram til utbyttet utbetales inngår det i selskapets samlede markedsverdi. Denne løsningen er i samsvar med U.S. GAAP (Gjesdal, 2007).

Nå som de tre balanseenheterne er omgruppert, settes disse inn i en fullstendig omgruppert balanse slik som vist i tabell 11. Denne omgrupperingen utgjør blant annet grunnlaget for beregning av historiske krav.

Omgrupperte balanse			
År	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3238	3309,8	3315,9
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-74,7	-64,2	35,8
= Netto driftseiendeler	3163,3	3245,6	3351,7
+ Finansielle eiendeler	171,1	364,9	115,2
= Sysselsatte eiendeler	3334,4	3610,5	3466,9
Egenkapital	525,7	838,1	859,8
+ Minoritetsinteresser	0	0	-2,3
+ Finansiell gjeld	2726,9	2659,7	2287,5
= Sysselsatt kapital	3252,6	3497,8	3145

År	2011	2012	2013
Inngående egenkapital	1667,5	525,7	838,1
+ Fullstendig nettoresultat	246,3	160,5	226,7
- Netto betalt utbytte	1388,1	-151,9	207,3
= Utgående egenkapital	525,7	838,1	857,5

Tabell 11: Omgruppert balanse og presentasjon av utgående egenkapital, Kilde: Forfatterne, 2014.

Netto driftsrelaterte anleggsmidler er selskapets driftsrelaterte anleggsmidler fratrukket langsiktig driftsrelatert gjeld. Likeså er driftsrelatert arbeidskapital selskapets driftsrelaterte omløpsmidler fratrukket driftsrelatert kortsiktig gjeld. Ved å legge til finansielle eiendeler, egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld får man selskapets sysselsatte kapital. I tillegg har man gitt en kort presentasjon av NADL sin utgående egenkapital.

6.3.3 Steg 3: Skille mellom normale og unormale poster

Det fullstendige resultatet bør skilles i normalt og unormalt resultat slik at man får fram de relevante postene for prediksjon. Ved identifisering av normalinntjening framtrer den normale løpende inntjeningen som ikke er påvirket av ekstraordinære- eller engangsposter (Penman, 2013, s.396). Ifølge Gjesdal var det tidligere vanlig å skille mellom ordinær og ekstraordinær inntjening. Dette skillet førte til at kostnader, i større grad enn inntekter, ble ført som ekstraordinære poster. Dette misbruket ble løst ved å vedta strengere regler som begrenset bruken av ekstraordinære poster. For å kunne utføre en mer presis verdsettelse er det viktig å skille varige resultatelementer fra midlertidige. På denne måten kan man identifisere et normalt driftsresultat, som muliggjør en mer pålitelig estimering av framtidig utvikling (Gjesdal, 2007). Tabell 12 gir en detaljert oversikt over det omgrupperte resultatregnskapet.

Omgruppert resultatregnskap (i MUSD)			
År	2011	2012	2013
Kontraktinntekter	881,3	955,4	1116,7
+ Inntekter fra regningskontrakt	33,3	89,2	195,3
+ Andre inntekter	0,1	0,1	12,3
= Driftsinntekter	914,7	1044,7	1324,3
- Fartøy- og rigggkostnader	-329,9	-345,6	-527,1
- Kostnader fra regningskontrakt	-30	-82,2	-183,7
- Avskrivninger og amortisering	-140,7	-162,8	-188
- Generelle og administrative kostnader	-35,4	-50	-64,9
= Driftsresultat før unormale kostnader	378,7	404,1	360,6
+ Inntektsført amortisering	23,3	0	0
= Driftsresultat	402	404,1	360,6
+ Finansinntekt - normal	6,8	0,6	0,5
- Finanskostnad - normal	-78,2	-83,3	-91,4
+ Unormalt finansresultat	-44,4	-29,5	-5,2
= Resultat før skatt og diskontinuerlig virksomhet	286,2	291,9	264,5
- Skattekostnad - normal	-84,4	-21,5	-19,8
- Skattekostnad - unormal	44,9	-88,1	-9,1
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet	246,7	182,3	235,6
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	3,2	0	0
= Årsresultat	249,9	182,3	235,6
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-3,6	-21,2	-6,6
+ Andre finansielle resultatelement	0	0	-2,3
= Totalresultat	246,3	161,1	226,7

Tabell 12: Detaljert omgruppert resultatregnskap fraskilt unormale kostnader, Kilde: Forfatterne, 2014.

I en boreriggvirksomhet sin sammenslutning kan det finnes både gunstige og ugunstige borekontrakter. En gunstig eller ugunstig kontrakt er en kontrakt som har en dagrate som avviker fra gjeldende markedskurser på kjøpstidspunktet. NADL har i 2011 rapportert en inntekt på 23,3 MUSD relatert til slike kontrakter. Disse kontraktene ble tilført selskapet ved kjøp av boreenheter fra Seadrill Ltd. i forbindelse med utskillelse av selskapets drift i værharde områder. I notene framkommer det at inntektene stammer fra amortisering av de estimerte ugunstige kontraktsverdiene. Denne inntekten anses for å være en engangspost i forbindelse med etablering av selskapet, og klassifiseres dermed som unormal.

Med prognose av selskapets framtidige regnskap som mål, er man interesserte i å skille ut komponenter som ikke har noen betydning for framtiden. Unormale poster bør dermed også inkludere elementer som gjerne oppstår i hver periode, men som er vanskelig å forutsi i framtiden. Valutagevinster og –tap samt gevinster og tap fra derivater er gode eksempler på dette. Her er det vanskelig å ha en formening om hvorvidt det blir gevinst eller tap i framtiden. Disse elementene bør dermed skilles fra normalinntekten slik at inntekten ikke blir påvirket av element som ikke er representative for framtiden (Penman, 2013, s.396). NADL har rapportert valutagevinster på 10,9 USD i 2013 og 3,3 MUSD i 2011, i kontrast til valutatapet på 12 MUSD i 2012. Her finnes det altså ingen trend man kan ta utgangspunkt i som kan inkorporeres i det framtidige regnskapet. Disse postene klassifiseres dermed videre som unormale poster. I tillegg har selskapet hatt tap på derivatinstrumenter i både 2011, 2012 og 2013 på henholdsvis 47.7, 17.5 og 16.1 MUSD. Ettersom man ikke kan forutse framtidig utvikling i markedet, skilles også disse postene ut fra den normale inntekten. I videre analyse vil man hovedsakelig benytte tabell 13 hvor de unormale postene er trukket sammen.

Omgruppert resultatregnskap			
År	2011	2012	2013
Driftsinntekter	914,7	1044,7	1324,3
- Driftskostnader	536	640,6	963,7
= Driftsresultat	378,7	404,1	360,6
- Driftsrelatert skatt	39,5	109,6	28,9
= Netto driftsresultat	339,2	294,5	331,7
+ Netto finansinntekt	6,8	0,6	0,5
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	346,0	295,1	332,2
- Netto finanskostnad	78,2	83,9	91,4
= Nettoresultat til egenkapital	267,8	211,2	240,8
+ Unormalt netto driftsresultat	19,7	-21,2	-6,6
+ Unormalt netto finansresultat	-41,2	-29,5	-7,5
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	246,3	160,5	226,7
- Netto betalt utbytte	1388,1	-151,9	207,3
= Endring i egenkapital	-1141,8	312,4	19,4

Tabell 13: Omgruppert resultatregnskap, Kilde: Forfatterne, 2014.

6.3.4 Steg 4: Håndtere brudd på kongruensprinsippet

Investorene i selskapet eier egenkapitalen. Det er derfor viktig for både dem og potensielle investorer at man har en oversikt over transaksjoner som påvirker egenkapitalen. Det følger av kongruensprinsippet at endringer i egenkapitalen, som ikke er transaksjoner med eierne, skal føres over til resultatet (Kvifte, Tofteland & Bernhoft, 2011, s.57). Det finnes to unntak fra kongruensprinsippet; regnskapsføring av prinsippendringer og feilkorrigeringer kan inngå i egenkapitaltransaksjoner. Ifølge Gjesdal har det de senere årene blitt mer normalt å avvike fra kongruensprinsippet. Samlede brudd på kongruensprinsippet er kalt uren opptjening, eller «dirty surplus» på engelsk. En måte å korrigere for kongruensbrudd på er å tilbakeføre posteringene mot egenkapitalen. Det er da særdeles viktig å holde rede på justeringene som har blitt utført i tidligere perioder. Dette er på grunn av at den justerte egenkapitalen brukes som inngående egenkapital i framtidige justeringer (Gjesdal, 2007). Uren opptjening i NADL sin egenkapital er gitt i tabell 14.

Fullstendig nettoresultat til EK			
År	2011	2012	2013
Årsresultat	249,9	181,7	235,6
+ Andre driftsrelaterte resultatелеment	-3,6	-21,2	-6,6
+ Andre finansielle resultatелеment	0	0	-2,3
= Rapportert totalresultat	246,3	160,5	226,7
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	-18	0,8	0,5
+ Finansielt "dirty surplus"	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til EK	228,3	161,3	227,2

Tabell 14: Uren opptjening i egenkapitalen, Kilde: Forfatterne, 2014.

NADL har utført transaksjoner direkte mot egenkapitalen. Disse transaksjonene framkommer blant annet i det rapporterte totalresultatet til selskapet, som på engelsk benevnes «Total Comprehensive Income». Hovedsakelig består disse transaksjonene av endring i aktuarielle tap knyttet til pensjon. Disse tapene utgjør helt og fullstendig posten andre driftsrelaterte resultatelement. I tillegg har det i egenkapitalen blitt oppført en transaksjon på endring i urealisert tap på rentebytteavtaler i VIE (Variable Interest Entity). Denne er knyttet til NADL sin totalbefraktningkontrakt med Ship Finance hvor riggen West Linus ble solgt til selskapet, og deretter leid tilbake til NADL som videre balansefører riggen i sitt regnskap. Sistnevnte tap er registrert under andre finansielle resultatelement. Både denne og foregående post er innkalkulert i det rapporterte totalresultatet. I videre korrigeringer vil disse postene kun bli nevnt som en del av det rapporterte totalresultatet, og ikke som egne poster.

Det har også blitt registrert egenkapitaltransaksjoner som ikke er inkludert i NADL sitt rapporterte totalresultat. Disse inkluderer tilbakekjøp av egne aksjer samt aksjeopsjoner til ansatte. I årsrapporten fra 2012 skriver NADL at ingen opsjoner var innvilget i 2011 og 2012. Likevel har selskapet registrert opsjonskostnader som er ført direkte mot egenkapitalen. I følge NADL kommer disse kostnadene fra et overordnet nivå, hvor morselskapet Seadrill Ltd. har vedtatt å kompensere enkelte NADL ansatte med opsjoner. NADL har i den forbindelse anerkjent kostnader som er relatert til disse spesifikke aksjeopsjonene i 2011, 2012 og 2013. Disse er på henholdsvis 700 000, 800 000 og 500 000 USD.

I følge Penman vil selskap som utsteder aksjeopsjoner til sine ansatte til under markedspris påføre aksjonærene et tap tilsvarende differansen mellom markedspris og utøvelsespris (Penman, 2004, s.252). NADL sine årsrapporter gir ikke tilstrekkelig informasjon utover det som er gjengitt i forrige avsnitt. Dette betyr at man basert på offentlig tilgjengelig materiale ikke kan erkjenne seg kjennskap til hvorvidt disse kostnadene har oppstått som følge av at aksjeopsjonene er utstedt til en lavere pris enn markedspris. Ettersom det likevel er registrert en transaksjon til egenkapitalen, vil det videre tas utgangspunkt i at aksjeopsjonene er utstedt til lavere enn markedspris. Transaksjonen vil derfor bli klassifisert som en «dirty surplus» transaksjon. Følgelig vil transaksjonen kategoriseres som driftsrelatert da aksjeopsjonene er kompensasjon til de ansatte for tjenester de har ytt i forbindelse med drift av selskapet.

Kostnader i forbindelse med kjøp av egne aksjer, såkalte «Treasury shares», er også inkorporert i egenkapitaltransaksjonene til NADL. Selv skriver selskapet at egne aksjer er ført til kostpris som en separat del av egenkapitalen, og at kjøp av egne aksjer reduserer selskapets aksjekapital med den nominelle verdien av de ervervede aksjene. Videre spesifiserer de at beløpet som betales i overkant av pålydende verdi blir behandlet som en reduksjon av annen innskutt kapital. Fra et investororientert syn vil kjøp av egne aksjer følgelig komme til uttrykk gjennom netto betalt utbytte. Kostnader som er ført mot egenkapitalen ved kjøp av egne aksjer vil dermed klassifiseres som uren opptjening (Bellandi, 2012, s.140). I den forbindelse er 18,7 MUSD registrert som driftsrelatert «dirty surplus».

6.4 Normalisering av skattekostnaden

NADL har inngått en avtale med finansministeren i Bermuda hvor det i avtalen framkommer at selskapet er fritatt fra å betale skatt på ordinære inntekter og finansielle fortjenester fram til 21.mars 2035. Likevel blir selskapet pålagt skatt i de landene hvor riggene opererer (NADL, 2014, s. F-16). De ulike skattereglene selskapene må forholde seg til har gitt dem et par utfordringer

I oktober 2011 sendte norske skattemyndigheter NADL en revurdering av selskapets skatt relatert til overføring av visse enheter til en annen skattejurisdiksjon i 2007 samt i forbindelse med selskapets brukte beregningsmetode for konvertering av funksjonell valuta for skatterapporteringsformål. Etter revurderingen ble selskapet framsatt et skattekrav på omtrent 263 MUSD. Ledelsen derimot var av den oppfatning at kravet var basert på en grunnlovsstridig tilbakevirkning ettersom de mente at skatteregelen som ble brukt mot selskapet ikke var gjeldende da enhetene ble overført, og ble først gjeldende etter overføringen. Selskapet har i denne forbindelse ført en skattekostnad på 24 MUSD i 2011 og 79 MUSD i 2012 som man videre velger å anse som en unormal kostnad grunnet det særegne kravet som man antar ikke vil oppstå igjen. Selv melder selskapet at de har solgt datterselskapene, Seadrill Norge Holding AS og Seadrill Norge AS, som det nevnte skattekravet er rettet mot, og dermed står ikke NADL lenger ansvarlig for kravet.

I 2011 resultatførte selskapet en skatteinntekt på 92.1 MUSD som de skriver er en effekt av intern salg av eiendeler. Etter å ha gjennomgått notene har man ikke funnet mer informasjon vedrørende denne posten, og velger således å anse den som unormal da den

kun opptrer den ene gangen. I tillegg har selskapet rapportert skattekostnader i både 2011, 2012 og 2013 grunnet amortisering av skatt på intern salg av eiendeler. Disse klassifiseres følgelig også som unormale poster ettersom de er relatert til førstnevnte.

Videre er det i årsmeldingen for 2011 rapportert en skattekostnad på 11,2 MUSD som er relatert til permanente forskjeller i utenlandsk valuta. Dette er enda et eksempel på en engangspost som er lite detaljert i regnskapet. Denne kostnaden klassifiseres dermed som unormal da man ikke kan se at den har betydning for prediksjon av framtidige regnskap. Skattekostnaden er normalisert i tabell 15.

Normalisert skattekostnad			
År	2011	2012	2013
Rapportert skattesats	-39,5	-109,6	-28,9
- Skatteeffekt fra intern salg av eiendeler	92,1	0	0
+ Skatteeffekt fra amortisering av skatt relatert til intern salg	-12	-9,1	-9,1
+ Skatteeffekt fra usikre skatteposisjoner fra foregående år	-24	-79	0
+ Skatt relatert til permanente forskjeller i utenlandsk valuta	-11,2	0	0
= Justert skattekostnad	-84,4	-21,5	-19,8

Tabell 15: Normalisert skattekostnad, Kilde: Forfatterne, 2014.

6.5 Justering av målefeil

Selv om årsrapportene er kontrollert av revisor kan de likevel inneholde målefeil. Det er da viktig å finne og korrigere disse feilene da de har en innvirkning på lønnsomheten i bedriften. Målet med justeringen er at det justerte og omgrupperte regnskapet skal gi en bedre avbildning av selskapets underliggende økonomiske forhold. Målefeil i regnskapsrapporteringen kan kategoriseres i tre typer; type 1 målefeil oppstår når det er avvik mellom virkelig verdi og korrekt historisk kost; type 2 oppstår når det er et avvik mellom korrekt historisk kost og god regnskapsskikk; og type 3 oppstår ved avvik mellom god regnskapsskikk og praksis (Drange, A., 02.03.12, 5c *Målefeil*). Sistnevnte målefeil forekommer ved det som ofte betegnes «kreativ regnskapsføring», og oppstår når selskapet har et rettet insentiv for å avvike fra god regnskapsskikk. Manipulasjon av tall kan vanligvis relateres til selskapets ønske om å skape en forbedret fasade for utenforstående. På denne måten kan selskapet blant annet få inn kapital på en rimeligere måte; enten på grunn av lavere rente på gjeld eller høyere emisjonskurs (Knivflå, K.H., 31.01.14, *Målefeil*).

Eksterne analytikere har dårligere informasjon om de underliggende økonomiske forhold i selskapet enn det som interne analytikere har. Her vil det dermed være grunn til å tro at en justering kan være lite tilfredsstillende ettersom man mest sannsynlig vil tilføre tallene mer «støy» enn om man lar være å justere. Andre argumenter som taler for ikke å justere offentliggjorte regnskapstall er det faktum at god regnskapsskikk rett og slett er godt nok, og at man derfor ikke trenger å justere for målefeil foruten om i de tilfeller hvor man har mistanke om åpenbar kreativ regnskapsføring (Knivsflå, K.H., 06.02.14, *Justering av målefeil*). Likeså vil målefeilene, særlig type 2, trolig utligne hverandre i det lange løp (Drange, A., Personlig meddelt, 2012).

På grunn av manglende erfaring i forbindelse med justering av målefeil, og således frykt for å støye til de rapporterte tallene, vil det ikke bli justert for målefeil i regnskapet til NADL. Man har heller ikke hatt grunn til å mistenke at selskapet har drevet med kreativ regnskapsføring, særlig ettersom revisorselskapet PwC ikke har rapportert funn av avvik fra god regnskapsskikk.

7. Risikoanalyse

Hensikten med påfølgende analyse er å få et grunnlag for beregning av gjeldens avkastningskrav, som er vesentlig i forbindelse med prognostiseringen. Avkastningskravet til gjeld er det samme som periodens risikofrie rente i tillegg til en misligholds premie som baseres på selskapets konkurs-/kredittrisiko. Sistnevnte er risikoen for ikke å motta renter og retur av hovedstol i henhold til gjeldsavtalens rammer (Penman, 2013, s.681). For å finne avkastningskravet er man nødt til å beregne selskapets konkurssannsynlighet. Forarbeidet består av en likviditetsanalyse, etterfulgt av en soliditetsanalyse, før man ved hjelp av syntetisk rating anslår NADL sin risikoklasse.

7.1 Likviditetsanalyse

Formålet med en likviditetsanalyse er å eksplorere hvorvidt selskapet evner å betjene sine løpende betalingsforpliktelser i tide (Berk & Demarzo, 2011, s.28). Det finnes to ulike metoder å regne seg fram til forholdstallet som viser graden av risiko knyttet til hvorvidt selskapet evner å innfri sine kortsiktige forpliktelser etterhvert som de forfaller. Disse kalles likviditetsgrad 1 og 2 (Fladstad & Tofteland, 2008, s.225). I henhold til Knivsflå sitt foreslåtte oppsett, vil ikke likviditetsgrad 2 være av nytte ved syntetisk rating, og blir dermed ekskludert fra risikoanalysen (Knivsflå, K.H., 07.02.14, *Analyse av risiko og syntetisk rating*). I tillegg bør man benytte seg av rentedekningsgraden for å måle om selskapet er i stand til å betale sine rentekostnader. Sistnevnte kan videre benyttes til å estimere hvor mye gjeld selskapet har kapasitet til å oppta de nærmeste årene (Eklund & Knutsen, 2011, s.166).

7.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 måler forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og angir dermed selskapets evne til å betale ned dens kortsiktige gjeld ved å likvidere sine omløpsmidler. Likviditetsgraden gir en indikasjon på hvor godt rustet selskapet er til å unngå konkurs på kort sikt (Bodie et. al., 2009, s.643-644). Dersom likviditetsgraden er lavere enn 1 betyr det at selskapets forpliktelser overgår dens likvide eiendeler. En tommelfingerregel er at likviditetsgraden bør være minst 2, men den beste målestokken er likevel å sammenligne med bransjegjennomsnittet. Dersom likviditetsgraden er større enn bransjegjennomsnittet, er likviditetsgraden til selskapet relativt god (Knivsflå, K.H., 07.02.14, *Analyse av risiko og syntetisk rating*).

For å finne likviditetsgrad 1 dividerer man selskapets omløpsmidler på dens kortsiktige gjeld:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Driftsrelatert kortsiktig gjeld} + \text{Finansiell kortsiktig gjeld}}$$

Nedenfor presenteres NADL og bransjeutvalgets likviditetsgrad 1 for analyseperioden.

Likviditetsgrad 1			
År	2011	2012	2013
North Atlantic Drilling	0,66	0,55	0,88
Diamond Offshore	4,66	4,39	3,65
Ensco plc	1,27	1,74	1,47
Noble Drilling	1,28	1,43	1,32
Odfjell Drilling	1,96	1,16	1,21
Ocean Rig	1,16	1,18	1,86
Songa Offshore	0,93	1,05	1,50
Bransjeutvalgets gjennomsnitt	1,70	1,64	1,70
Bransjeutvalgets median	1,27	1,18	1,47

Tabell 16: Likviditetsgrad 1, Kilde: Forfatterne, 2014.

Som man ser av tabellen har Diamond Offshore en eksepsjonell likviditetsgrad 1 som overgår resten av bransjeutvalget. På grunn av at Diamond Offshore sin likviditetsgrad 1 er så høy i forhold til resten av bransjen, skaper den forstyrrelser i gjennomsnittet som resulterer i et mindre representativt sammenligningsgrunnlag. Videre har man derfor valgt å bruke bransjeutvalgets median for å sammenligne NADL sin likviditetsgrad 1 med bransjeutvalgets forholdstall.

NADL har en relativt lavere likviditetsgrad 1 enn bransjeutvalget. Dette skyldes trolig at selskapet er nyetablert og har enda ikke opparbeidet seg god likviditet. I 2012 gikk både NADL og bransjeutvalgets likviditetsgrad 1 ned. For NADL sin del skyldes fallet mest sannsynlig bokføring av en usikker skattepost relatert til skattekravet de mottok fra norske skattemyndigheter, som ikke lenger er gjeldende. NADL sin kalkulerte likviditetsgrad 1 i 2013 på 0,88 viser likevel at selskapet trolig er på vei til å forbedre sin likviditet. Selv om NADL viser tegn til forbedring, er likviditetsgraden deres fortsatt svak og bør i det minste komme opp til bransjeutvalgets nivå ved neste rapportering.

7.1.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden måler som nevnt selskapets evne til å betale sine rentekostnader. Dess høyere rentedekningsgraden er, desto sikrere er selskapets kapasitet til å betale rentekostnadene (Damodaran, 2002, s. 49). Man finner rentedekningsgraden ved å dividere EBIT på selskapets rentekostnader:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Rentekostnader}}$$

Rentedekningsgrad			
År	2011	2012	2013
North Atlantic Drilling	4,88	4,82	4,25
Diamond Offshore	17,17	20,83	32,32
Ensco plc	8,14	12,66	11,07
Noble Drilling	8,81	9,14	10,55
Odfjell Drilling	2,95	2,87	3,78
Ocean Rig	2,37	0,48	1,61
Songa Offshore	7,92	-6,65	-0,24
Bransjeutvalgets gjennomsnitt	7,46	6,31	9,05
Bransjeutvalgets median	7,92	4,82	4,25

Tabell 17: Rentedekningsgrad, Kilde: Forfatterne, 2014.

Ettersom både Diamond Offshore og Songa Offshore har abnorme forholdstall å vise til, har man videre valgt å bruke bransjeutvalgets median for sammenligning av rentedekningsgrad.

Som tabellen viser har NADL en solid rentedekningsgrad på over 4 gjennom hele analyseperioden. Bransjen gjør det vesentlig bedre i 2011, men de to påfølgende årene ligger NADL likt med bransjen. Dette betyr at NADL sin drift genererer like stor andel likvider til betaling av rentekostnader, som resten av bransjen gjør. Dette indikerer videre at NADL ikke har problemer med å dekke sine rentekostnader per dags dato, og har derfor kapasitet til å påta seg flere låneforpliktelser dersom dette skulle være av behov.

7.2 Soliditetsanalyse

Utstedere av langsiktig gjeld har et særlig fokus på selskapets evne til å møte dens obligasjoner i det lange løp. De ønsker dermed å kartlegge soliditetsrisikoen til selskapet. Soliditetsrisiko er faren for at virksomheten ikke har finansiering til å stå imot en lengre

periode med tap. Analyse av soliditet har dermed som formål å kartlegge hvorvidt selskapet har nok økonomiske ressurser til å stå mot framtidige tap. Det er da særlig to forholdstall som gjør seg gjeldene i en slik analyse: egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet (Knivsflå, K.H., 07.02.14, *Analyse av risiko og syntetisk rating*). Disse vil gjennomgås nærmere i de to påfølgende delkapitlene.

7.2.1 Egenkapitalandelen

Ettersom tap blir ført mot egenkapitalen, fungerer den som en buffer mot framtidige tap og eventuelt konkurs. Dess høyere egenkapitalandelen er, desto mer beskyttet er långiverne for tap, og desto mindre risiko er forbundet med å utstede langsiktige lån til selskapet (Knivsflå, K.H., 07.02.14, *Analyse av risiko og syntetisk rating*). Egenkapitalandelen finner man ved å dividere egenkapitalen på totalkapitalen:

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

Egenkapitalandel			
År	2011	2012	2013
North Atlantic Drilling	0,07	0,11	0,12
Diamond Offshore	0,31	0,32	0,28
Ensco plc	0,30	0,32	0,33
Noble Drilling	0,30	0,29	0,28
Odfjell Drilling	0,19	0,21	0,21
Ocean Rig	0,25	0,23	0,20
Songa Offshore	0,24	0,17	0,22
Bransjeutvalgets gjennomsnitt	0,24	0,23	0,23
Bransjeutvalgets median	0,25	0,23	0,22

Tabell 18: Egenkapitalandel, Kilde: Forfatterne, 2014.

Tabellen over viser at NADL har en positiv utvikling i egenkapitalandel. Likevel har selskapet en svært lav egenkapitalandel sammenlignet med sine konkurrenter. I 2011 rapporterte NADL en egenkapitalandel på knappe 7 %, mot resten av bransjen som ligger på omtrent 24 %. Selskapet er dermed dårligere rustet mot tap enn resten av bransjeutvalget. Den lave egenkapitalandelen kan trolig tilskrives at NADL er i en oppstartsfase og har en betydelig vekstrate hvor investeringer krever store beløp. Disse finansieres for det meste gjennom lån, noe som reduserer egenkapitalen. NADL bør etter hvert som de har etablert seg fokusere på å redusere gjelden slik at egenkapitalen kan øke.

7.2.2 Netto driftsrentabilitet

Minstekravet for at et selskap skal være levedyktig er at dets kjerneaktiviteter skaper lønnsomhet. En måte man kan måle lønnsomheten som skapes fra selskapets driftsrelaterte aktiviteter på er å beregne netto driftsrentabilitet. Netto driftsrentabilitet viser hvor mye avkastningen til netto driftseiendeler er i prosent. Dette forholdstallet finner man ved å dividere netto driftsresultat på netto driftskapital.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftskapital}}$$

Netto driftsrentabilitet			
År	2011	2012	2013
North Atlantic Drilling	0,1101	0,0940	0,1095
Diamond Offshore	0,2298	0,1671	0,1200
EnSCO plc	0,0446	0,0806	0,0904
Noble Drilling	0,0370	0,0476	0,0620
Odfjell Drilling	0,0744	0,0729	0,0546
Ocean Rig	0,0403	0,0109	0,0582
Songa Offshore	0,0610	0,0300	0,0031
Bransjeutvalgets gjennomsnitt	0,0853	0,0719	0,0711
Bransjeutvalgets median	0,0610	0,0729	0,0620

Tabell 19: Netto driftsrentabilitet, Kilde: Forfatterne, 2014.

Songa Offshore rapporterte negativ driftsresultat i 2012 og 2013, men dette slår ikke vesentlig ut på gjennomsnittet. Ettersom Diamond Offshore har en uvanlig høy netto driftsrentabilitet har man valgt å benytte medianen som sammenligningsgrunnlag. Slik som tabell 19 viser har NADL en gjennomgående bedre netto driftsrentabilitet enn resten av bransjeutvalget. Dette betyr at de har en bedre avkastning på driftseiendelene enn majoriteten av konkurrentene deres. Dette vil bidra positivt til i den syntetiske ratingen av selskapet hvor NADL sin kredittrisiko vurderes.

7.3 Syntetisk rating

For å oppsummere risikoanalysen som er utført i de foregående delkapitlene, er det vanlig å utføre en syntetisk rating hvor man tildeler de beregnede risikokomponentene en karakter. Denne karakteren angir selskapets estimerte konkurssannsynlighet og dermed

selskapets forventede framtidige lånekostnader. Dersom selskapet får en dårlig rating, vil lånekostnadene bli høyere ettersom et lån til selskapet blir forbundet med høyere risiko.

Standard & Poors ratingklasser: Konkurssansynlighet		
Rating	Konkurssansynlighet	Risiko premie
AAA	0,0001	0,10
AA	0,0012	0,15
A	0,0024	0,25
BBB	0,0037	0,40
BB	0,0136	0,60
B	0,0608	1
CCC	0,3085	3
CC	0,5418	9
C	0,7752	27
D	0,9999	1000

Tabell 20: Konkurssansynlighet, Kilde: Knivsflå, K.H., 07.02.14, *Analyse av risiko og syntetisk rating*.

For å finne den foreslåtte karakteren har man tatt utgangspunkt i Standard & Poor`s sin ratingskala. Ratingklasse AAA er den beste ratingen et selskap kan få. Denne klassen forbindes med en konkurssansynlighet på kun 0,1 %. I motsetning er klasse D den verste ratingen med en konkurssansynlighet på hele 99,99 %.

Standard & Poors ratingklasser: Risikokarakter				
Rating	Likviditetgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet
AAA	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	4,600	4,825	0,755	0,216
A	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D				

Tabell 21: Risikokarakter (grenseverdier), Kilde: Knivsflå, K.H., 07.02.14, *Analyse av risiko og syntetisk rating*.

For å finne selskapets rating må de beregnede forholdstallene individuelt settes opp mot respektive grenseverdier i tabellen ovenfor, for deretter å finne tilhørende ratingklasse. Videre kalkuleres snittet per år samt det historiske gjennomsnittet slik at man totalt sett får selskapets foreslåtte rating.

Syntetisk rating				
År	2011	2012	2013	Historisk gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	CCC	CCC	B	CCC
Rentedekningsgrad	AA	A	A	A
Egenkapitalandel	CC	CCC	CCC	CCC
Netto driftsrentabilitet	BBB	BBB	BBB	BBB
Rating NADL	BB	BB	BB	BB
Rating bransjeutvalget				BBB

Tabell 22: Syntetisk rating, Kilde: Forfatterne, 2014.

Som tabell 22 viser har NADL sin rating holdt seg stabil på BB i løpet av de tre analyserte årene. I henhold til Standard & Poor`s innebærer dette at selskapet er mindre sårbart på kort sikt, men at det framover er utsatt for uheldige svingninger i markedet som kan påvirke selskapets finansielle og økonomiske forhold (S&P, 2014). Det historiske gjennomsnittet gir en lav rating på både likviditetsgrad 1 og egenkapitalandelen. Det førstnevnte forholdstallet er trolig lavt på grunn av at etableringen av selskapet har krevd store investeringer, men man ser at likviditetsgraden nå er på vei opp. Når det gjelder egenkapitalandelen kan nedgangen i rating trolig skyldes at NADL betaler godt med utbytte til sine aksjonærer framfor å øke egenkapitalen. Utbyttet ble for eksempel økt til 0,23 USD per aksje i fjerde kvartal, 2013. Dersom selskapet skal bedre sin rating bør egenkapitalandelen likevel økes slik at selskapet slipper forhøyede lånekostnader grunnet høy investorrisiko. NADL sin rentedekningsgrad og netto rentabilitet bidrar sterkt til den gode ratingen, med en historisk gjennomsnittlig rating på henholdsvis A og BBB. Totalt sett ender dermed NADL sin rating på BB. Sett i forhold til bransjeutvalget som har en rating på BBB, derav en konkurssannsynlighet på 0,37 %, opererer NADL med en høyere risiko enn resten av bransjen ettersom de har en konkurssannsynlighet på 1,36 %. NADL bør i kommende framtid streve etter å oppnå minst samme rating som sine konkurrenter.

8. Historisk avkastningskrav

I dette kapitlet skal NADL sitt historiske avkastningskrav til netto driftskapital estimeres. Avkastningskravet er beløpet som en investor krever for å bli kompensert for tidsverdien av penger som er bundet opp mot investeringen, og for påta seg risiko i investeringen (Penman, 2004, s.105). En investering kan anses som lønnsom dersom dens avkastning er høyere enn avkastningskravet til en alternativ investering med samme risiko. Dersom investorene ikke tror at de kan få dekket det de krever, vil de ikke investere i selskapet. I motsetning vil en investering som gir en avkastning som er høyere enn avkastningskravet generere superprofitt, også benevnt EVA (Damodaran, 2010, s.864). Avkastningen til investorer kan bli påvirket av flere faktorer. Dette inkluderer blant annet konjunktur- og inflasjonsutsikter, samt bedriftsspesifikke forhold. I praksis er vektet kapitalavkastningskrav (WACC) det samme som kravet til netto driftskapital. Kravet er vektet til henholdsvis egenkapitalkravet, minoritetsinteressekravet, og netto finansielt gjeldskrav (Knivsflå, K.H., 13.02.14, *Historisk avkastningskrav*). Modellen er gitt ved:

$$\text{Netto driftskrav} = ekk \cdot \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Netto driftskapital}} + mik \cdot \frac{\text{Minoritetsinteresser}}{\text{Netto driftskapital}} + nfgk \cdot \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftskapital}}$$

Hvor,

ek = Egenkapitalkrav

mi = Minoritetsinteressekrav

$nfgk$ = Netto finansiell gjeldskrav

Ettersom NADL kun har minoritetsinteresser i 2013 samt at disse er relativt lave, vil de bli innkalkulert i egenkapitalkravet.

8.1 Egenkapitalens avkastningskrav

Egenkapitalens avkastningskrav er et mål på egenkapitalens lønnsomhet (Kinserdal, 2006, s.237). Det vil si at forholdstallet utgjør avkastningen aksjonærene får fra selskapets egenkapital. Avkastningen på egenkapitalen skal i dette delkapitlet utledes ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM), og vil senere i lønnsomhetsanalysen anvendes for å sjekke hvorvidt det, fra et investorperspektiv, blir ansett som lønnsomt å investere i NADL. Dette gjøres ved å sammenligne kravet med egenkapitalrentabilitet.

Kapitalverdimodellen angir avkastningskravet for en investering, men modellen forutsetter at investorene er vel diversifisert. Dette betyr at kapitalverdimodellen kun kompenserer investorer for den påtatte systematiske risikoen ettersom den usystematiske risikoen blir eliminert ved hjelp av diversifisering (Thoresen, 2011, s.90). Egenkapitalens avkastningskrav kan utledes ved hjelp av følgende formel for kapitalverdimodellen (Penman, 2013, s.96):

$$R_e = R_f + [R_m - R_f] \cdot \beta_{EK}$$

Hvor,

R_e = Egenkapitalens avkastningskrav

R_f = Risikofrirente

R_m = Forventet avkastning for markedsporteføljen

β_{EK} = Egenkapitalbeta

8.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten bør måles etter hvordan kontantstrømmen måles. Det betyr at det ikke er selskapets lokalisering som avgjør hvilken risikofri rente man benytter, men heller valutaen på kontantstrømmen (Damodaran, 2010, s.156). Ettersom NADL sin kontantstrøm er målt i USD, må den risikofrie renten hentes fra en amerikansk statsobligasjon. Det faktumet at NADL er børsnotert i New York rettferdiggjør valget ytterligere.

Under ustabile inflasjonsforhold anbefales det å beregne den risikofrie renten ved å anvende inflasjonsindekserte statsobligasjoner. I henhold til Koller er inflasjonen i USA stabil og lav. Det betyr at man kan bruke vanlige, nominelle statsobligasjonsrater for å finne den risikofrie renten. Ettersom statsobligasjonene har ulike forfall rekommanderer Koller videre at man bruker statsobligasjoner som har forfall om 10 år. Dette kommer av at statsobligasjoner med lengre forfall, eksempelvis 30 år, er illikvide; noe som betyr at de ikke reflekterer gjeldende verdier. I motsetning kan statsobligasjoner med kortere forfall føre til feil estimat av alternativkostnaden fordi de unnlater å anerkjenne at en obligasjonseier trolig vil reinvestere til høyere priser så snart den kortsiktige obligasjonen forfaller (Koller et. al., 2010, s.241-242). I tabellen nedenfor er historiske rater på

amerikanske 10 års statsobligasjoner presentert. Her har statsobligasjonene blitt fratrukket amerikansk skattesats på 40 % for å opprettholde konsistente målinger. Gjennomsnittet av disse utgjør NADL sin risikofrie rente.

U.S. statsobligasjoner, 10 år (Årlig gjennomsnitt)			
År	2011	2012	2013
Risikofri rente	2.78 %	1.80 %	2.35 %
Selskapsskatt 40%	1.11 %	0.72 %	0.94 %
Risikofri rente etter skatt	1.67 %	1.08 %	1.41 %

Tabell 23: Risikofri rente etter skatt, Kilde: Forfatterne. Data hentet fra The Federal Reserve System, 2014.

8.1.2 Markedsrisikopremie

Den forventede avkastningen til en investering kan beskrives som summen av den risikofrie renten samt en ekstra avkastning som kompenserer for risikoen. Det er denne risikokompensasjonen som benevnes risikopremie (Damodaran, 2002, s.158). Ettersom investorer er risikoaverse krever de en høyere forventet avkastning som insentiv for å investere i risikofylte aksjer framfor risikofrie statsobligasjoner. Uheldigvis er det slik at markedsavkastningen ikke er observerbar, noe som vanskeliggjør en estimering av markedets risikopremie. For å løse dette problemet kan man bruke historiske risikopremier (Brigham & Ehrhardt, 2011, s.346).

Damodaran har gjort tilgjengelig et datasett som inneholder faktiske avkastninger på amerikanske aksjer, obligasjoner og lignende fra tidsperioden 1928 til 2013. Det er dette datasettet man har tatt utgangspunkt i ved beregning av historisk risikopremie. I henhold til Damodaran er det amerikanske aksjemarkedet et modent marked. I tillegg er det tilstrekkelig med historiske data i USA for å gjøre et rimelig anslag på risikopremien (Damodaran, 2014). For å finne den historiske risikopremien vil det anvendes et aritmetisk gjennomsnitt for perioden 1928 til 2011. Årsaken til at man har valgt en så lang tidsperiode er at markedet har vært svært volatil de siste årene på grunn av ulike begivenheter. Dette inkluderer blant annet finanskrisen i 2008. Ettersom man ikke fant noe umiddelbar trend i markedspremien over en 10 års periode, i tillegg til at denne perioden gav en negativ gjennomsnittlig markedsrisikopremie, har man valgt å bruke en betydelig lengre tidsperiode. En lengre tidsperiode vil også redusere standardavviket (Koller et. al. 2010, s.243).

Når man skal finne historiske risikopremier er det hensiktsmessig å bruke aritmetisk gjennomsnitt slik at man får det faktiske gjennomsnittet. Skal man derimot estimere framover i tid bør man bruke geometrisk gjennomsnitt. Det geometriske gjennomsnittet gjør risikopremien anvendelig for en lengre periode ved at metoden diskonterer premien (Damodaran, 2002, s.158-165). Den historiske risikopremien som vil benyttes videre er 5,80 %. Utregningen er vist i tabell 24.

Markedets risikopremie		
År	1928-2011	1928-2013
	Aritmetisk	Geometrisk
S&P 500	11,21 %	9,55 %
- U.S. statsobligasjon (10 år)	5,41 %	4,93 %
= Markedets risikopremie	5,80 %	4,62 %

Tabell 24: Markedets risikopremie, Kilde: Forfatterne. Data hentet fra Damodaran, 2014.

8.1.3 Egenkapitalbeta

I kapitalverdimodellen står betaen for risikoen som en investering tilfører markedsporteføljen. Dette betyr at avkastningskravet settes ut ifra markedsrelatert risiko, og ikke selskapsspesifikk- eller bransjespesifikk risiko (Thoresen, 2011, s.90). Den vanligste måten å estimere den historiske betaen på er ved å utføre en regresjonsanalyse av avkastningen til en investering mot avkastningen på markedsindekser (Damodaran, 2002, s.182). En annen metode man kan anvende for å estimere beta på er ved å finne kovariansen mellom aksjens avkastning og avkastningen på tilhørende indeks, for deretter å dividere på indeksavkastningens varians.

$$\beta = \frac{\text{kov}(R_j, R_m)}{\text{var}(R_m)}$$

På grunn av at NADL ikke ble børsnotert før mot slutten av januar 2014, har man alt for lite data til å kunne komme med et korrekt estimat av selskapets beta. Vanlig praksis er da å estimere betaen ved å finne forretningsbetaen. Denne metoden innebærer at man finner egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskap, for deretter å justere for kapitalstruktur ved hjelp av vekting (Titman & Martin, 2011, s.117). Som vektingsgrunnlag benytter man seg av en andel av gjeld og egenkapital tilsvarende markedsverdi. Deretter multipliseres

egenkapitalbetaen med det vektete forholdstallet slik at man får forretningsbetaen til hvert respektive selskap.

$$\beta_F = \beta_E \cdot \frac{EK}{(EK + G)}$$

Hvor,

β_F = Forretningsbeta

β_E = Egenkapitalbeta

$EK/(EK + G)$ = Andel egenkapital i forhold til total kapital

Egenkapitalens markedsverdi beregnes ved å multiplisere selskapets utestående aksjer på gjeldende markedspris (sluttkurs) for en aksje. Ettersom gjeld som regel ikke omsettes er det vanskelig å estimere dens markedsverdi. Man antar dermed videre at bokført verdi av gjelden tilsvarende markedsverdi, og at all langsiktig gjeld er rentebærende. Selskapenes langsiktige gjeld brukes dermed som mål på gjeld i markedsverdi (Andreassen, 01.03.05, *Relevant risiko og kapitalkostnad*).

For å komme fram til egenkapitalbetaene er formelen ovenfor anvendt. Her har man tatt utgangspunkt i ukentlige avkastningstall for tre år såfram dette har latt seg gjøre (Bodie et. al., 2009, s.267). Selskapene som er børsnotert i USA har blitt avspeilet mot S&P500 indeksen, mens for børsnoterte selskap i Norge har man sammenlignet med Oslo Børs Benchmark Indeks. Resultatene av beregningene følger i tabell 25.

Forretningsbeta					
Bransjeutvalg	Indeks	Egenkapital-beta	E/(E+G)	Forretnings-beta	
Diamond Offshore	S&P500 (USA)	1.13	0.70	0.79	
EnSCO plc	S&P500 (USA)	1.26	0.68	0.86	
Noble Drilling	S&P500 (USA)	1.39	0.56	0.78	
Odfjell Drilling	OSEBX (Norge)	1.61	0.26	0.42	
Ocean Rig	S&P500 (USA)	0.83	0.35	0.29	
Songa Offshore	OSEBX (Norge)	0.60	0.29	0.18	
Gjennomsnitt		1.14	0.48	0.55	

Tabell 25: Forretningsbeta, Kilde: Forfatterne. Data hentet fra Yahoo Finance & Oslo Børs, 2014b.

For å kunne finne egenkapitalbetaen for hele analyseperioden estimerer man først netto finansiell beta, for deretter å finne betaen til netto driftskapital. Et selskap sin gjeld antas normalt å ha en beta på null (Thoresen, 2011, s.94). Dette skyldes at den systematiske risikoen til finansiell gjeld blir utlignet mot den systematiske risikoen til finansielle eiendeler (Knivsflå, K.H., 13.02.14, *Historisk avkastningskrav*). Videre antas det at Franco Modigliani og Merton Miller sin teori om at et selskap sin verdi er uavhengig av hvordan selskapet er finansiert stemmer (Koller et al., 2010, s.121). Dette betyr betaen til netto driftskapital vil forbli den samme over hele analyseperioden. Basert på dette har man kunnet finne egenkapitalbetaen for hvert år (Knivsflå, K.H., 13.02.14, *Historisk avkastningskrav*). Disse er presentert i tabell 25.

Når man estimerer beta over en spesifikk tidsperiode, vil det som regel oppstå en viss målefeil. Dess mer den estimerte betaen skiller seg fra markedsbetaen på 1, desto større sannsynlighet er det for at det har oppstått en målefeil. For å justere for denne målefeilen kan man benytte Meryll Lynch metoden. Meryll Lynch metoden går ut på å justere den estimerte betaen ved å tilnærme den markedsbetaen på 1. Begrunnelsen for dette er at en beta, i gjennomsnitt, beveger seg mot 1 over tid. I tillegg til at det beste estimatet for en beta er markedsbetaen ettersom den utgjør den gjennomsnittlige betaverdien til alle verdipapirene i markedet (Bodie et. al., 2009, s.268). Meryll Lynch justerer betaen ved å vekte den mot 2/3 og 1/3 på følgende måte:

$$\text{Justert beta} = \frac{2}{3} \cdot \beta + \frac{1}{3} \cdot (1)$$

Når man justerer den gjennomsnittlige forretningsbetaen får man en ny betaverdi på 0,70. Ettersom denne verdien ikke virker urimelig har man valgt å bruke den videre i oppgaven.

Historisk egenkapitalbeta				
År	2011	2012	2013	Historisk gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	1.16	0.74	0.70	0.87
* Egenkapital/Netto driftskapital	0.17	0.27	0.28	0.24
+ Gjeldsbeta	0.00	0.00	0.00	0.00
* Finansiell gjeld/Netto driftskapital	0.88	0.85	0.76	0.83
= Netto driftskapitalbeta	0.20	0.20	0.20	0.21

Tabell 26: Netto driftskapitalbeta, Kilde: Forfatterne, 2014.

Som man ser av tabellen ovenfor har egenkapitalbetaen sunket over analyseperioden, noe som betyr at NADL er mindre risikabel i dag enn det selskapet var helt i oppstarten. Med dette er dermed grunnlaget for å kunne estimere egenkapitalens avkastningskrav lagt.

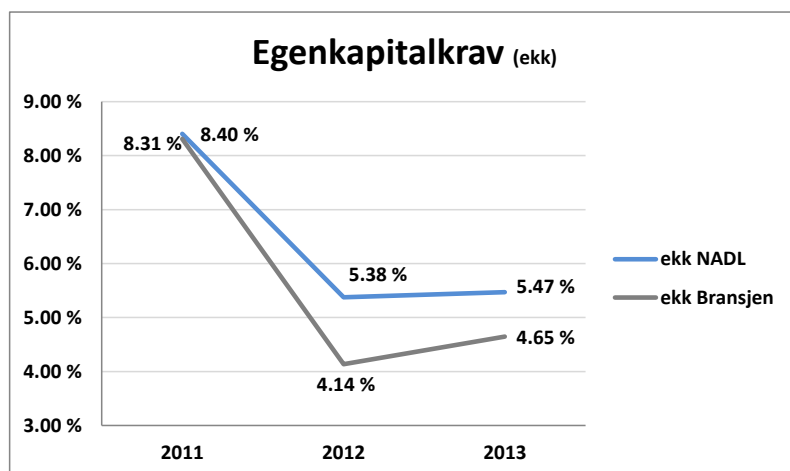
8.1.4 Egenkapitalkrav

Innledningsvis i kapittel 8.1 ble formelen for egenkapitalens avkastningskrav oppgitt. Nå har alle tilhørende komponenter blitt gjort rede for, og man kan dermed beregne egenkapitalkravet.

Egenkapitalens avkastningskrav				
År	2011	2012	2013	Tidsvektet
Risikofri rente etter skatt	1,67 %	1,08 %	1,41 %	1,34 %
Markedets risikopremie etter skatt	5,80 %	5,80 %	5,80 %	5,80 %
Egenkapitalbeta	1,16	0,74	0,7	0,79
Egenkapitalens avkastningskrav	8,40 %	5,38 %	5,47 %	5,93 %

Tabell 27: Historisk egenkapitalkrav, Kilde: Forfatterne, 2014.

Det historiske avkastningskravet til NADL har falt siden oppstarten i 2011, men på grunn av økningen i den risikofrie renten, selv om egenkapitalbetaen er lavere, har egenkapitalkravet økt det siste året. Selskapet sitt historiske egenkapitalkrav er anslått til å være 5,93 %. Som man ser av figur 14 følger bransjeutvalgets egenkapitalkrav NADL sin utvikling, men faller sterkere i 2012. Dette gir bransjen et tidsvektet egenkapitalkrav på 5,09 %.



Figur 15: Sammenligning av NADL og bransjeutvalgets egenkapitalkrav, Kilde: Forfatterne, 2014.

8.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Långivere kan potensielt påføres tap gjennom gjeldsforhandling eller konkurs. Faren for at lånet, i tillegg til rentebetalingen, helt eller delvis blir misligholdt benevnes kredittrisiko. Kredittrisiko kommer inn under systematisk risiko ettersom det er en ensidig risiko. Det vil si at kreditorer har kun risiko for å miste det de har lånt vekk pluss avtalte renter, og ikke mer enn det. I tillegg kan ikke kredittrisikoen elimineres ved diversifisering. Dermed krever långiverne en ekstra premie som avhenger av selskapets sannsynlighet for konkurs. Denne premien kalles kredittrisikopremie og fastsettes gjennom den syntetiske ratingen til selskapet (Knivsflå, K.H., 13.02.14, *Historisk avkastningskrav*).

Kravet til avkastning på netto finansiell gjeld finner man ved først å gjøre rede for både kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Disse skal videre vektet mot tilhørende andel i forhold til netto finansiell gjeld. Sistnevnte utgjør finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. Når man har vektet hvert av kravene, trekker man de fra hverandre og får avkastningskravet til netto finansiell gjeld.

$$\text{Netto finansiell gjeldskrav} = fgk \cdot \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - fek \cdot \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}}$$

Hvor,

fgk = Avkastningskrav til finansiell gjeld

fek = Avkastningskrav til finansielle eiendeler

8.2.1 Krav til avkastning på finansiell gjeld

Kravet til finansiell gjeld er selskapets lånekostnad. For å finne avkastningskravet på finansiell gjeld tar man den risikofrie renten etter skatt og legger til kredittrisikopremien. Basert på NADL sin BB rating, blir kredittrisikopremien for selskapets langsiktige, rentebærende lån 2,7 %, jamfør tabell 28. Denne kostnaden kan uttrykkes gjennom følgende formel:

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = R_f \cdot (1 - s) + krp$$

Kreditrisikopremie etter skatt			
Rating	Kort KRP	Tillegg til lang KRP	Lang KRP
AAA	0.002	0.004	0.006
AA	0.003	0.004	0.007
A	0.005	0.004	0.009
BBB	0.008	0.004	0.012
BB	0.023	0.004	0.027
B	0.033	0.004	0.037
CCC	0.066	0.004	0.070
CC	0.121	0.004	0.125
C	0.175	0.004	0.179
D	0.230	0.004	0.234

Tabell 28: Kreditrisikopremie etter skatt, Kilde: Knivsflå, K.H., 13.02.14, *Historisk avkastningskrav*.

Beregning av NADL sitt finansielle gjeldskrav etter skatt er gitt i tabell 29. Det tidsvektede kravet til den finansielle gjelden er beregnet til 4,04 %.

Krav til finansiell gjeld				
År	2011	2012	2013	Tidsvektet
Risikofri rente etter skatt	1,67 %	1,08 %	1,41 %	1,34 %
+ Kreditrisikopremie	2,70 %	2,70 %	2,70 %	2,70 %
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	4,37 %	3,78 %	4,11 %	4,04 %

Tabell 29: Historisk finansielt gjeldskrav etter skatt, Kilde: Forfatterne, 2014.

8.2.2 Krav til avkastning på finansielle eiendeler

Neste komponent som må gjøres rede for er kravet til finansielle eiendeler. Finansielle eiendeler består av kontantkrav, fordringskrav og investeringskrav. For å finne kravet til finansielle eiendeler kan man anvende følgende formel:

$$fek = [R_f \cdot (1 - s)] \cdot \frac{KON}{FE} \cdot [R_f \cdot (1 - s) + kort\ mrp] \cdot \frac{FOR}{FE} + [R_f \cdot (1 - s) + mrp] \cdot \frac{INV}{FE}$$

Hvor,

$R_f \cdot (1 - s)$ = Risikofri rente etter skatt

Mrp = Markedsrisikopremie

Kontanter/Finansielle eiendeler = Kontantvekt

Fordringer/Finansielle eiendeler = Fordringsvekt

Investeringer/Finansielle eiendeler = Investeringsvekt

Kontanter er risikofrie og har dermed et avkastningskrav tilsvarende risikofri rente. Fordringer er derimot ikke risikofrie og tillegges en kredittrisikopremie basert på kredittrating. I henhold til Standard & Poor`s sine kredittvurderinger av NADL sine største kunder, har man forutsatt at kundeporteføljen til NADL har en gjennomsnittlig rating på AA. Ettersom NADL sine fordringer er langsiktige, har man brukt en langsiktig kredittrisikopremie. Dette gir en premie på 0,7 %, jamfør tabell 28. Investeringskravet måles i henhold til markedet, noe som betyr at kravet utgjør risikofri rente etter skatt tillagt markedsrisikopremien på 5,80 % som man beregnet i tabell 24.

Krav til finansielle eiendeler					
År	Formel	2011	2012	2013	Tidsvektet
Kontantkrav	$rf * (1-s)$	0,0167	0,0108	0,0141	0,0134
* Kontantvekt	KON/FE	0,9328	0,3343	0,9497	0,7418
+ Fordringskrav	$rf * (1-s) + 1\%$	0,0237	0,0178	0,0211	0,0204
* Fordringsvekt	FOR/FE	0,0672	0,6657	0,0503	0,2582
+ Investeringskrav	$rf * (1-s) + mrp$	0,0747	0,0688	0,0721	0,0714
* Investeringsvekt	INV/FE	0,0713	0,0647	0,2196	0,1433
Finansielt eiendelskrav	fek	0,0225	0,0199	0,0303	0,0255

Tabell 30: Historisk avkastningskrav til finansielle eiendeler, Kilde: Forfatterne, 2014.

Slik som tabell 30 viser har NADL et tidsvektet finansielt eiendelskrav på 2,55 %.

8.2.3 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Ettersom man nå har funnet avkastningskravet til både finansiell gjeld og finansielle eiendeler, kan man benytte formelen som ble presentert innledningsvis i kapittel 8.2 for å finne kravet til netto finansiell gjeld. Slik som man ser av tabell 31 nedenfor utgjør dette 4,18 % basert på det tidsvektede gjennomsnittet over analyseperioden fra 2011 til 2013.

Krav til avkastning på netto finansiell gjeld				
År	2011	2012	2013	Tidsvektet
Krav til finansiell gjeld	0,0437	0,0378	0,0411	0,0404
* FG/NFG	1,0669	1,1590	1,0530	1,0907
- Krav til finansielle eiendeler	0,0225	0,0199	0,0303	0,0255
* FE/NFG	0,0669	0,1590	0,0530	0,0907
= Netto finansielt gjeldskrav	0,0451	0,0406	0,0417	0,0418

Tabell 31: Historisk avkastningskrav til netto finansiell gjeld, Kilde: Forfatterne, 2014.

8.3 Avkastningskrav til netto driftskapital

Nå som alle de nødvendige avkastningskravene er beregnet, kan man utlede avkastningskravet til netto driftskapital slik som beskrevet innledningsvis i kapittel 8. Denne beregningen viser at NADL sitt avkastningskrav til netto driftskapital er tilnærmet 4,64 %.

Krav til avkastning på netto driftskapital				
År	2011	2012	2013	Tidsvektet
Egenkapitalkrav	0,0840	0,0538	0,0547	0,0593
* EK/NDK	0,1706	0,2675	0,2830	0,2591
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,0451	0,0406	0,0417	0,0419
* NFG/NDK	0,8294	0,7325	0,7170	0,7409
= Avkastningskrav til netto driftskapital	0,0517	0,0442	0,0454	0,0464

Tabell 32: Historisk avkastningskrav til netto driftskapital, Kilde: Forfatterne, 2014.

Med dette har man gjennomgått NADL sine historiske avkastningskrav for å undersøke om det foreligger noen trender opp igjennom analyseperioden som man kan ta utgangspunkt i videre i analysen.

9. Lønnsomhetsanalyse

I dette kapitlet vil NADL sin rentabilitet bli analysert. Rentabiliteten til en kapital er et forholdstall som gir uttrykk for hvor mye kapitalen kaster av seg i form av en prosentvis rente. Dette forholdstallet muliggjør en sammenligning av lønnsomheten over tid, mellom ulike virksomheter eller mellom ulike land. Det finnes ulike typer rentabilitet, alt etter hvilken kapital man ønsker å benytte. Eksempel på ulike typer kapital er egenkapital, netto driftskapital og sysselsatt kapital. Over tid vil avkastningen til de ulike kapitalene dras mot gjennomsnittet på grunn av konkurranse. På engelsk benevnes dette fenomenet for «mean reversion» (Knivsflå, K.H., 14.02.14, *Strategisk rentabilitetsanalyse; finansieringsfordel og gearing*).

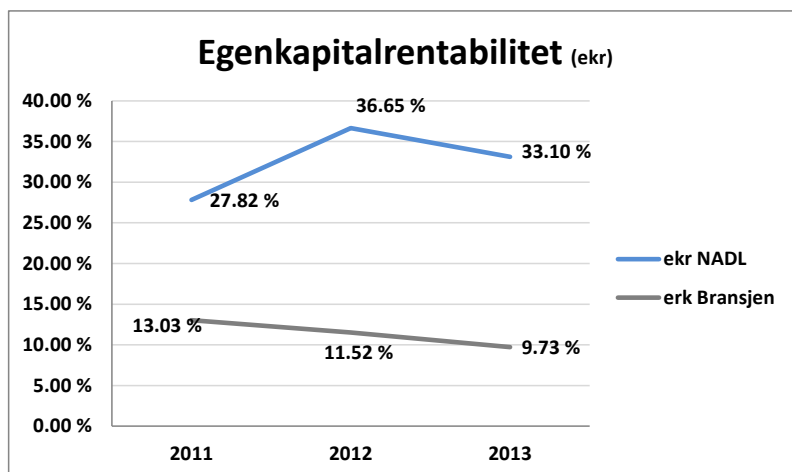
I denne oppgaven vil fokuset først og fremst være rettet mot egenkapitalen, dernest egenkapitalrentabiliteten. Dette forholdstallet vil videre sammenlignes med bransjens egenkapitalrentabilitet samt avkastningskravet til egenkapitalen som ble beregnet i kapittel 8.1, slik at man kan vurdere NADL sine framtidsutsikter. Ettersom sistnevnte er hovedformålet med analysen i dette kapitlet, vil man bruke normalisert nettoresultat slik at rentabiliteten blir omjustert til en etterskuddsrente. Dette gjør man ved å trekke ut den opptjente kapitalen gjennom resultatet i perioden, slik som vist i formelen nedenfor (Knivsflå, K.H., 14.02.14, *Strategisk rentabilitetsanalyse; finansieringsfordel og gearing*).

$$\text{Normalisert etterskuddskapital} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{\text{Inngående kapital} + (\Delta\text{kapital} - \text{nettoresultat})/2}$$

9.1 Analyse av egenkapitalen

Egenkapitalrentabiliteten måler hvor mye kapitalen som investorene har plassert i selskapet kaster av seg. Den normaliserte rentabiliteten til egenkapitalen finner man ved først å finne endringen i egenkapital og trekke fra nettoresultat til egenkapitalen. Deretter deler man sistnevnte på to fordi man forutsetter at kapitalen blir endret midt i året. Summen av foregående trekkes fra inngående kapital slik at man får etterskuddskapitalen. Til sist dividerer man nettoresultatet til egenkapitalen på den beregnede etterskuddskapitalen og får på den måten egenkapitalrentabiliteten. Forholdet er uttrykt ved følgende formel:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK - NRE_t)}$$



Figur 16: Egenkapitalrentabilitet, Kilde: Forfatterne, 2014.

Slik som figur 15 viser er egenkapitalrentabiliteten til NADL høyere enn bransjen sin over hele analyseperioden. Egenkapitalrentabiliteten til NADL når en topp i 2012 før det daler nedover mot 2013. Økningen i lønnsomheten fra 27,82 % til 36,65 % kan mest sannsynlig tilskrives at selskapet økte egenkapitalen med 300 MUSD ved en rettet emisjon der 150 millioner aksjer ble tildelt til en kurs på to dollar. Samtidig meldte selskapet at en del av bruttoprovenyet ville benyttes til nedbetaling av gjeld til Seadrill Ltd., noe som reflekteres i den reduserte gjeldsgraden fra 3,86 til 2,86. Sistnevnte bidrar også til den forbedrede egenkapitalrentabiliteten.

Bransjen på sin side viser en nedadstigende trend over de tre analyseårene. Dersom man ser på de tidsvektede gjennomsnittene vil man finne at NADL sin egenkapitalrentabilitet på 33,40 % dominerer med over 22 %, mot bransjens egenkapitalrentabilitet på 10,88 %.

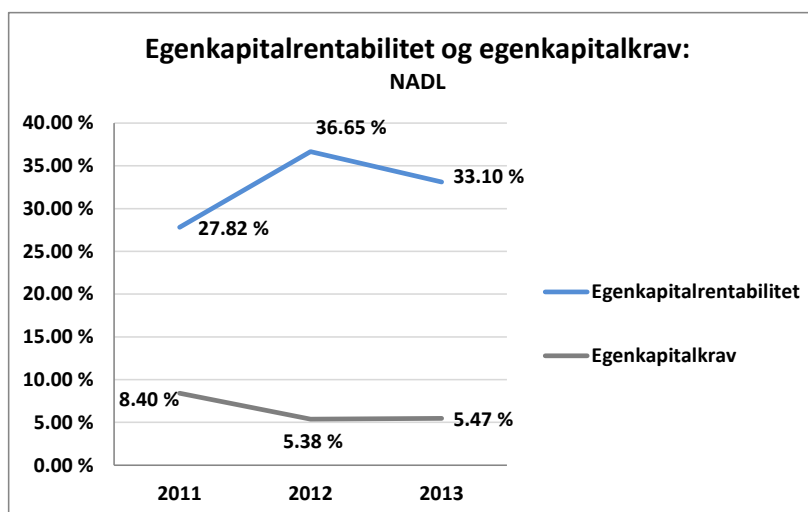
9.1.1 Egenkapitalrentabilitet

I kapittel 8 ble det nevnt at en investering som gir en meravkastning utover avkastningskravet generer superprofitt. Denne superprofitten kan potensielt gi selskapet en strategisk fordel. For å vurdere hvorvidt NADL har en fordel må man først sammenligne egenkapitalrentabilitet med egenkapitalkravet. Ut ifra tabell 33 ser man at NADL har superrentabilitet over hele analyseperioden.

Superrentabilitet			
År	2011	2012	2013
Egenkapitalrentabilitet	27.82 %	36.65 %	33.10 %
- Egenkapitalkrav	8.40 %	5.38 %	5.47 %
= Superrentabilitet	19.41 %	31.27 %	27.63 %

Tabell 33: Egenkapitalens superrentabilitet, Kilde: Forfatterne, 2014.

Forholdet mellom NADL sin egenkapitalrentabilitet og tilhørende avkastningskrav er illustrert i figur 15.



Figur 17: Forholdet mellom NADL sin egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav, Kilde: Forfatterne, 2014.

For å undersøke hvorvidt NADL har en strategisk fordel over bransjen i det som angår egenkapital, og eventuelt omfanget av denne, kan følgende formel benyttes:

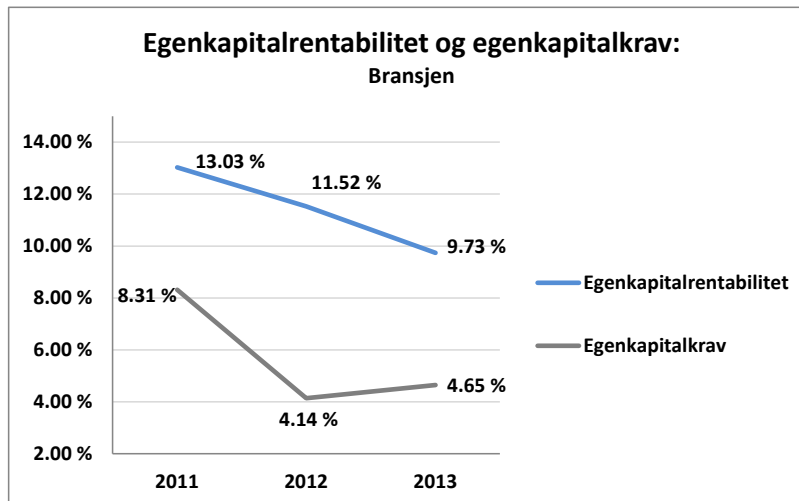
$$\text{Superprofitt} = (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk)$$

Dersom egenkapitalrentabiliteten til bransjen er større enn bransjens egenkapitalkrav, kan man si at det eksisterer en ekstern bransjeorientert strategisk fordel. Dersom virksomheten har en rentabilitet som er større enn bransjens rentabilitet, eller dersom virksomheten har et egenkapitalkrav som er lavere enn bransjens krav, kan man si at virksomheten har en intern ressursbasert strategisk fordel. Disse forholdene er utregnet i tabell 34:

Superprofitt				
År	2011	2012	2013	Tidsvektet
Bransjen, ekr	13.03 %	11.52 %	9.73 %	10.88 %
- Bransjen, ekk	8.31 %	4.14 %	4.65 %	5.09 %
= Bransjens (eksterne) superrentabilitet (1)	4.72 %	7.39 %	5.09 %	5.79 %
NADL, ekr	27.82 %	36.65 %	33.10 %	33.40 %
- Bransjen, ekr	13.03 %	11.52 %	9.73 %	10.88 %
= Intern superrentabilitet (2)	14.78 %	25.12 %	23.37 %	22.52 %
Bransjen, ekk	8.31 %	4.14 %	4.65 %	5.09 %
- NADL, ekk	8.40 %	5.38 %	5.47 %	5.93 %
= Intern superrentabilitet (3)	-0.09 %	-1.24 %	-0.82 %	-0.84 %
= Strategisk fordel (1)+(2)+(3)	19.41 %	31.27 %	27.63 %	27.48 %

Tabell 34: Ekstern og intern strategisk fordel, Kilde: Forfatterne, 2014.

Ut ifra tabellen ovenfor har bransjen en ekstern strategisk fordel, men ingen varig trend er registrert. Bransjens fordel øker med 2,67 % i 2012 før den omtrent reduseres med tilsvarende i 2013. Dette gir et tidsvektet sitt på 5,79 %. Nedgangen kan trolig tilskrives et svekket marked i 2013. Således er riggbransjen svært syklisk, noe som betyr at man mest sannsynlig ikke vil se en varig trend i superrentabiliteten, og kanskje til og med oppleve perioder uten ekstern fordel. Den eksterne superrentabiliteten er avbildet i figur 17.



Figur 18: Ekstern fordel, Kilde: Forfatterne, 2014.

NADL har en intern ressursbasert strategisk fordel over bransjen ved at selskapet har en høyere egenkapitalrentabilitet over hele perioden. Også her ser man at fordelene øker fra 2011 til 2012, for så å minke igjen i 2013. Sett i forhold til egenkapitalkravene har bransjen lavere egenkapitalkrav enn NADL, noe som tilsier at selskapet ikke har en fordel på dette punktet. Man ser likevel at utfallet på sistnevnte er minimalt.

Studerer man den interne fordelten i sammenheng med både rentabiliteten og kravet kan man si at NADL har en summert intern fordel, og at denne mest sannsynlig er forårsaket av selskapets økonomi og deres sterke forbindelse til Seadrill Ltd. som har bidratt økonomisk til.

Siste rad i tabell 34 angir den summerte strategiske fordelten til selskapet. Her ser man at fordelten hovedsakelig stammer fra egenkapitalrentabiliteten, men at den eksterne fordelten også bidrar til å bedre NADL sin fordel. Endatil er den potensielle interne fordelten som baseres på kravene tilnærmet null, noe som fører til at man vurderer den videre utvikling i NADL sin lønnsomhet som relativt god. Likevel tror man at lønnsomheten kan variere mye på grunn av at NADL opererer i en syklisk bransje hvor markedsforholdene fort kan snu.

9.1.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Foregående delkapittel har vist at NADL har god lønnsomhet. For å få et bedre innblikk i hvor denne lønnsomheten stammer fra, slik at man har en bedre forutsetning for framtidsbudsjetteringen, må egenkapitalrentabiliteten dekomponeres. Dekomponeringen består hovedsakelig av å skille mellom driftsrelaterte- og finansielle kilder. Denne dekomponeringen kan utføres gjennom følgende formel:

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

Hvor,

- ekr = Egenkapitalrentabilitet
- ndr = Netto driftsrentabilitet
- nfgr = Netto finansiell gjeldsrentabilitet
- nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad
- mir = Minoritetsrentabilitet
- mig = Minoritetsinteressegrad

Netto driftsrentabilitet viser følgelig hvor mye den investerte driftskapitalen kaster av seg i en prosentvis rente. De to andre leddene viser virkningen av finansiell gearing og minoritetsinteresser, hvor sistnevnte frafaller ettersom NADL har tilnærmet ingen minoritetsinteresser. Dette gjøres i henhold til tidligere prosedyre hvor minoritetsinteressene ble inkludert i egenkapitalen framfor å utgjøre en egen komponent.

Denne dekomponeringen vil vi komme tilbake til avslutningsvis i dette kapitlet etter at tilhørende delkomponenter er funnet.

9.1.3 Analyse av drift

For å vurdere lønnsomheten til virksomhetens drift kan man utføre en driftsanalyse hvor man beregner forholdstallet netto driftsrentabilitet. Denne rentabiliteten måler hvor mye den investerte driftskapitalen kaster av seg. For å beregne dette forholdstallet tar man utgangspunkt i netto driftsresultat, driftsinntekter og nettodriftskapital.

$$ndr = \frac{NDR}{DI} \cdot \frac{DI}{NDK} = \frac{NDR/DI \cdot DI}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

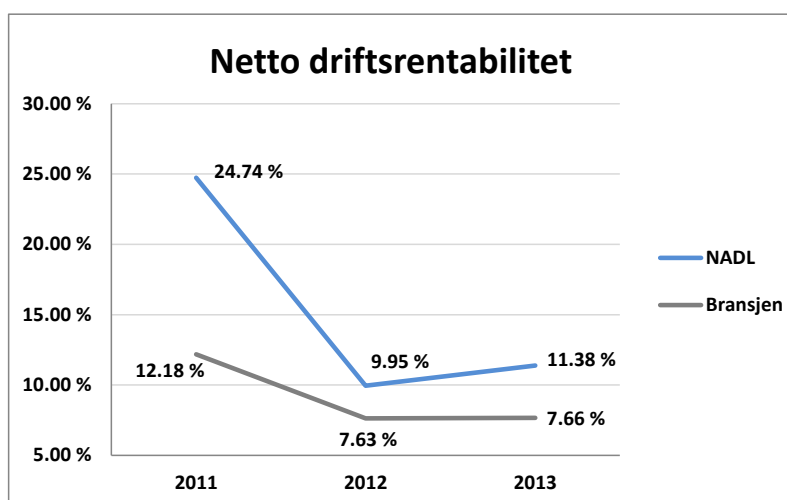
Hvor,

NDR = Netto driftsresultat

NDK = Netto driftskapital

DI = Driftsinntekter

Figur 18 viser at NADL sin driftsrentabilitet er relativt høy i 2011, men dette skyldes trolig at selskapet ikke hadde en drift å sammenligne med året før. Likevel viser tall fra bransjen at 2011 var et sterkere år driftsmessig, noe som tilsier at NADL sin høye rentabilitet det første året ikke fullstendig bør tilskrives at selskapet var i en startfase. I 2012 reduseres både NADL og bransjen sin rentabilitet før den svakt øker i 2013. Tidsvektet har NADL en netto driftsrentabilitet på 13,13 % mot bransjens 8,40 %.



Figur 19: Netto driftsrentabilitet, Kilde: Forfatterne, 2014.

9.1.3.1 Driftens superrentabilitet

For å vurdere hvorvidt NADL har en superprofitt i driften må man sammenligne netto driftsrentabilitet med avkastningskravet til netto driftskapital. Tabell 35 viser at NADL har superrentabilitet over hele perioden, noe som betyr at driften gir god lønnsomhet. Følgelig indikerer dette at NADL har en fordel i driften. Over analyseperioden har NADL en tidsvektet superrentabilitet på 8,53 %.

Superrentabilitet fra drift				
År	2011	2012	2013	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	24,74 %	9,95 %	11,38 %	13,13 %
- Netto driftskrav	5,17 %	4,42 %	4,54 %	4,60 %
= Superrentabilitet	19,56 %	5,53 %	6,84 %	8,53 %

Tabell 35: Driftens superrentabilitet, Kilde: Forfatterne, 2014.

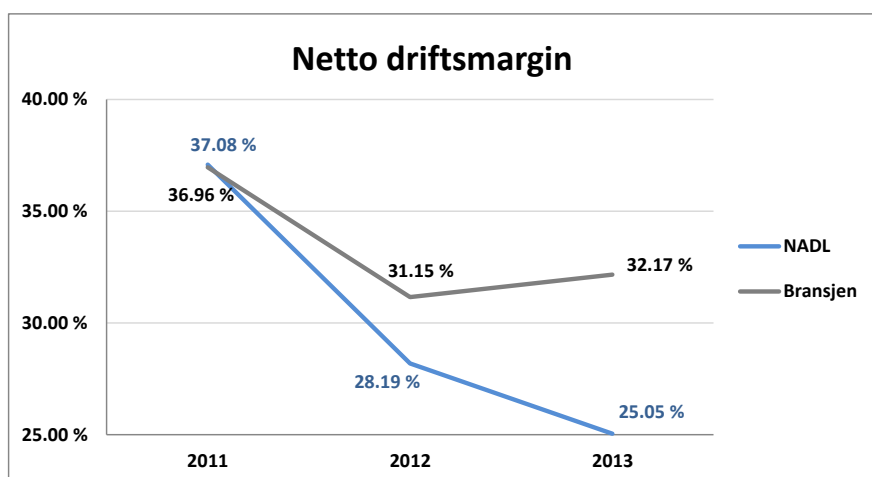
9.1.3.2 Dekomponering av netto driftsrentabilitet

For å finne kildene til lønnsomheten i selskapets drift må analysen utvides. Dette gjør man først og fremst ved å dele netto driftsrentabilitet i netto driftsmargin (a) og i omløpet til netto driftseiendeler (b), for deretter å sjekke hvor mye av lønnsomheten som kan tilskrives hver av disse. Uttrykt i formel kan dette skrives på følgende måte:

$$ndr = ndm \cdot onde = \frac{NDR/DI \cdot DI}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

a) Netto driftsmargin

Netto driftsmargin måler selskapets eller bransjens evne til å skape netto driftsresultat per driftsinntektskrone. Dette er dermed et mål på lønnsomhet. Figur 19 viser at NADL og bransjeutvalget omtrent har samme margin i 2011. De to påfølgende årene har bransjeutvalget større driftsmargin enn NADL, men selv om både NADL og bransjens netto driftsmargin faller i 2012, viser bransjen en økning i 2013, i motsetning til NADL som faller videre til 15,52 %. Fallet kan indikere at NADL ikke klarer å opprettholde forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader i like stor grad som bransjen. Det tidsvektede snittet gir NADL en driftsmargin på 28,10 %, mot bransjens snitt på 32,63 %.



Figur 20: Netto driftsmargin, Kilde: Forfatterne, 2014.

i. Dekomponering av marginalfordel

En utvidet analyse av resultatet vil bidra til økt innsikt i hvor det eventuelt foreligger forskjeller mellom selskapet og bransjen, og kan dermed gi antydninger til hvor det finnes muligheter for forbedring. En slik analyse kalles «common-size». En «common-size» analyse er en standardisering av balanselementer for å eliminere effekten av størrelse (Penman, 2013, s.315).

Postene i analysen er angitt i prosent av driftsinntektene slik at forskjellene tydeligere kommer til uttrykk. Sammenligningsanalysen mellom NADL og bransjeutvalget er gjengitt i tabell 36.

Common size analyse					
År	2011	2012	2013	NADL	Bransjen
Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
- Fartøy-, rigg- og andre driftskostnader	39,35 %	40,95 %	53,67 %	47,04 %	64,17 %
- Generelle og administrative kostnader	3,87 %	4,79 %	4,90 %	4,69 %	21,51 %
- Avskrivninger	15,38 %	15,58 %	14,20 %	14,86 %	8,34 %
= Driftsresultat	41,40 %	38,68 %	27,23 %	33,41 %	5,98 %
- Driftsrelatert skattekostnad	4,32 %	10,49 %	2,18 %	5,31 %	6,14 %
= Netto driftsresultat	37,08 %	28,19 %	25,05 %	28,10 %	-0,15 %
+ Netto finansinntekter	0,74 %	0,06 %	0,04 %	0,16 %	0,32 %
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	37,82 %	28,25 %	25,08 %	28,26 %	0,16 %
- Netto finanskostnader	8,55 %	8,03 %	6,90 %	7,55 %	6,53 %
= Nettoresultat til egenkapitalen	29,27 %	20,22 %	18,18 %	20,71 %	-6,36 %

Tabell 36: "Common-size" analyse, Kilde: Forfatterne, 2014.

Fartøy-, rigg- og andre driftskostnader

Analysen viser at NADL har økende driftskostnader, men synkende driftsresultat. Dette tyder enten på at selskapets driftsinntekter ikke øker tilstrekkelig for å kunne vedlikeholde resultatet, eller at driftskostnadene øker for mye. Det er hovedsakelig fartøy-, rigg- og andre driftskostnader som står for både majoritetsandelen av driftskostnadene og den største årlige kostnadsøkningen. Ser man på det tidsvektede snittet for sistnevnte utgjør disse kostnadene for NADL sin del hele 47,04 %. Bransjen viser til enda høyere kostnadsandel på hele 64,17 %. Denne forskjellen skyldes trolig at bransjen, i motsetning til NADL, har en eldre riggflåte noe som innebærer høyere kostnader for blant annet sertifisering, vedlikehold og oppgradering.

Generelle og administrative kostnader

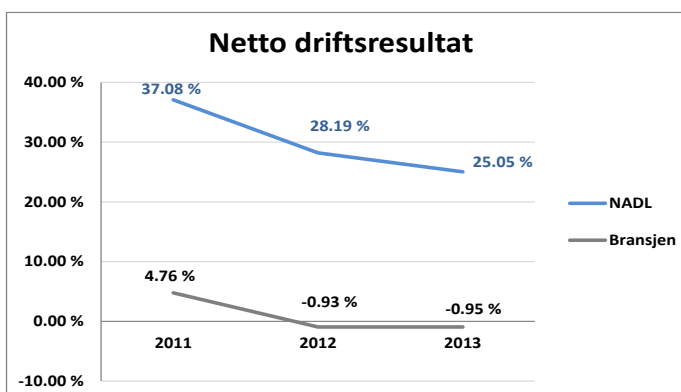
Hovedkomponenten i den generelle- og administrative kostnadsposten er lønn til de ansatte. Denne posten øker marginalt gjennom analyseperioden, og har et tidsvektet snitt på 4,69 %. NADL sine moderne rigger har en høyere driftseffektivitet i forhold til tidligere generasjonsrigger, noe som vil bidra til de relativt moderate lønnskostnadene, i motsetning til bransjen hvor generelle og administrative kostnader utgjør hele 21,51 % av driftsinntektene. En annen årsak til NADL sine lave lønnskostnader kan være at selskapet muligens opererer med lavere lønnsnivå enn bransjen, men dette anser man som lite sannsynlig. I kapittel 5 ble det blant annet nevnt at bransjens etterspørsel etter kvalifisert arbeidskraft ikke er likevektet med tilbudet, og at mangelen på arbeidskraft har ført til høyere lønninger gjennom konkurranse. Dersom NADL hadde hatt et lavere lønningsnivå enn resten av bransjen, ville de antageligvis hatt kritisk manko på arbeidskraft. Den vesentlige forskjellen mellom NADL og bransjen kan dermed mest sannsynlig tilskrives at NADL, da særlig ved hjelp av sin moderne flåte, er mer effektive enn bransjen.

Avskrivninger

Man kan anslå at NADL sine avskrivningskostnader holder seg stabile over analyseperioden, med et tidsvektet snitt på 14,86 %. Det kan virke som om avskrivningene reduseres marginalt i 2013, men dette skyldes trolig økte driftsinntekter. Bransjen har lavere avskrivningskostnader med et vektet snitt på 8,34 %. Dette kan igjen mest sannsynlig tilskrives at bransjens riggflåte er eldre enn NADL sin, og dermed har kortere levetid og lavere verdi som grunnlag for avskrivning.

Netto driftsresultat

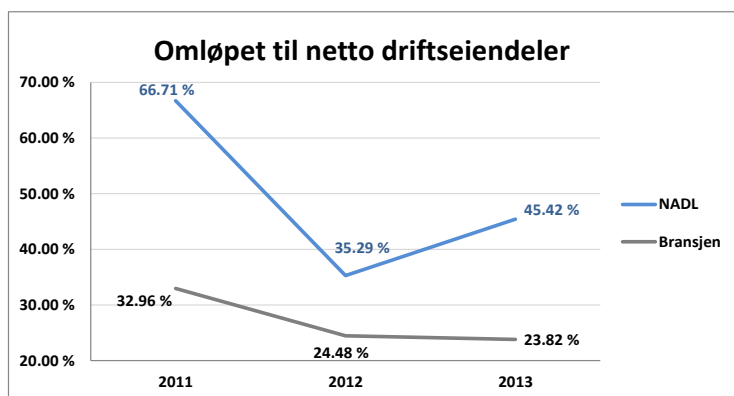
NADL sitt netto driftsresultat viser en nedadstigende trend gjennom analyseperioden, hvorpå resultatet faller fra 37,08 % i 2011 til 25,05 % i 2013. I sammenligning med bransjen overgår NADL bransjen sitt resultat mer enn marginalt, som vist i figur 20. Over analyseperioden har blant annet Songa Offshore og Ocean Rig minst én gang rapportert negativt årsresultat. Det at bransjens resultat faller i takt med NADL sitt gir, som nevnt i den strategiske analysen, en videre indikasjon på at riggmarkedet for tiden er under press.



Figur 21: «Common-size» analyse av netto driftsresultat, Kilde: Forfatterne, 2014.

b) Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler måler selskapets eller bransjens evne til å skape driftsinntekter per krone som er investert i driften. Dette forholdstallet er dermed et mål på effektivitet. NADL sitt omløp er gjennomgående høyere enn bransjen sitt forholdstall. NADL har en ekstremmåling i 2011 på hele 66,71 %, mot bransjens 32,96 %, som vist i figur 21. Dette skyldes trolig at NADL var i en oppstartsfase og at man ikke har hatt tidligere år å sammenligne tilhørende endringer med.



Figur 22: Omløpet til netto driftseiendeler, Kilde: Forfatterne, 2014.

Sammenlignet med bransjen som også hadde sitt høyeste omløp i 2011, viser NADL tegn til økning, i kontrast til bransjen som faller gjennom hele analyseperioden. Dette er videre en motsetning til netto driftsmargin hvor situasjonen er omvendt. Ser man bort fra 2011 da NADL ble etablert viser figurene at når NADL har en fallende trend i driftsmargin, så jevnes dette delvis ut med en økning i omløpet til netto driftseiendeler. Bransjen viser en revers situasjon der en økning i netto driftsmargin sammenfaller samtidig som en nedgang i omløpet til netto driftseiendeler. Det tidsvektede snittet viser at NADL har et omløp på 45,60 %, mot bransjens 25,56 %.

9.1.4 Netto driftsrentabilitet oppsummert

Nå som de ulike delkomponentene i netto driftsrentabilitet er gjort rede for, kan man vise summasjonen av forholdstallet komponent for komponent. Dette er gjengitt i tabell 37.

Netto driftsrentabilitet				
År	2011	2012	2013	Tidsvektet
Netto driftsresultat	339.2	294.5	331.7	320.55
/ Driftsinntekter	914.7	1044.7	1324.3	1 162.83
= Netto driftsmargin	37.08 %	28.19 %	25.05 %	28.10 %
Driftsinntekter	914.7	1044.7	1324.3	1 162.83
/ Gjennomsnittlig netto driftskapital	1371.15	2959.95	2915.5	2 672.87
= Omløpet til netto driftseiendeler	66.71 %	35.29 %	45.42 %	45.60 %
= Netto driftsrentabilitet	24.74 %	9.95 %	11.38 %	13.13 %

Tabell 37: Dekomponert netto driftsrentabilitet, Kilde: Forfatterne, 2014.

Konkluderende kan man si at det er omløpet til NADL sine netto driftseiendeler som er hovedårsaken til at selskapet har en så høy netto driftsrentabilitet. Ved gjennomgang av dette forholdstallet i forrige delkapittel fikk man opplyst at NADL har et høyere vektet snitt enn bransjen på 45,60 %, i motsetning til bransjen som har 25,56 %. Dette antyder at NADL er mer effektive i det som angår kapitalanvendelse, enn det bransjen er.

Videre ser man at bransjen likevel overgår NADL på netto driftsmargin. I analyseperioden har bransjen et tidsvektet snitt på 32,63 %, mens NADL sitt forholdstall er på 28,10 %. Her bør NADL analysere forholdet mellom sine driftsinntekter og kostnader for eventuelt å forbedre driftsmarginen opp til bransjens nivåer, om ikke mer. Alt tatt i betraktning anser man likevel NADL sin driftsrentabilitet som god, særlig ettersom driftsrentabiliteten overgår kravet.

Innledningsvis i kapittel 9.2 kom det fram at NADL har en tidsvektet netto driftsrentabilitet på 13,13 %, mot bransjens rentabilitet på 8,40 %. Videre har det blitt avklart at hovedårsaken til denne forskjellen stammer fra omløpet til netto driftseiendeler. Dette betyr at NADL trolig har en strategisk ressursfordel i driften ettersom de evner å skape mer driftsinntekter per investerte krone i driften.

9.1.5 Analyse av finansiering

Netto finansiell gearing er et generelt begrep som beskriver et finansielt forholdstall. Dette forholdstallet er et mål på økonomisk innflytelse, og viser i hvilken grad selskapets drift er finansiert av eiernes midler eller midler innhentet fra kreditorer (Penman, 2013, s.381). Netto finansiell gearing utgjør det siste leddet i den dekomponerte egenkapitalrentabiliteten. For å utforske hvordan dette forholdstallet påvirker egenkapitalrentabiliteten, vil man gå igjennom tre drivere som utgjør og påvirker forholdstallet.

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

9.1.5.1 Netto finansiell gjeldsrente

Forholdstallet som skal defineres er netto finansiell gjeldsrente, forkortet nfg. Dette tallet måler selskapets lønnsomhet i forhold til gjeldsrente betalt, og er neste ledd i den dekomponerte egenkapitalrentabiliteten. Netto finansiell gjeldsrente kan uttrykkes ved følgende formel:

$$nfg = \frac{(NFK - NFI)}{NFG_{t-1} - [\Delta NFG - (NFK - NFI)]/2}$$

Hvor

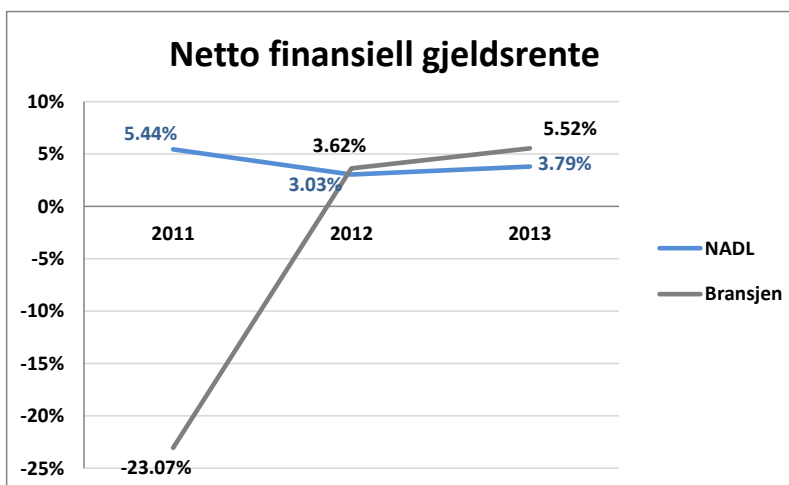
NFK = Netto finanskostnad

NFI = Netto finansinntekt

NFG = Netto finansiell gjeld

Figur 22 viser differansen mellom NADL og bransjen sin netto finansielle gjeldsrente. Her ser man at NADL i 2011 har en høyere gjeldsrente enn resten av bransjen, som har en negativ rente på 23,07 %. Den finansielle gjeldsrenten til NADL holder seg relativt stabilt i

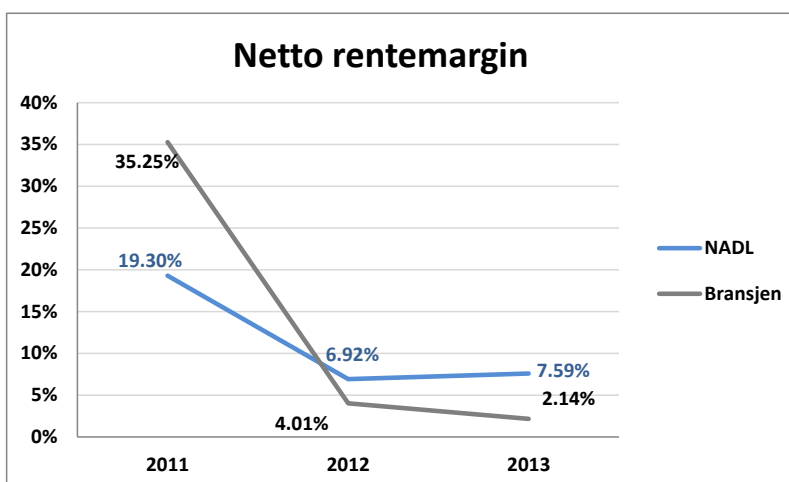
forhold til bransjeutvalget. Ser man på det tidsvektede snittet har NADL en høyere gjeldsrente på 3,81 %, i motsetning til bransjen som kun har 0,12 %.



Figur 23: Netto finansiell gjeldsrente, Kilde: Forfatterne, 2014.

9.1.5.2 Netto rentemargin

Netto rentemargin er et forholdstall som viser hvorvidt det er lønnsomt for selskapet å ta opp lån. For å finne rentemarginen må man subtrahere netto gjeldsrenten fra netto driftsrentabilitet. Figur 23 viser at både NADL og bransjen har gjennomgående positive rentemarginer, hvorpå begge har ekstreme målinger i 2011 på henholdsvis 35,25 % og 19,30 %. Tidsvektet har NADL en summert netto rentemargin på 9,32 %, mot bransjens 8,28 %. Dette betyr at det er marginalt mer lønnsomt for bransjeutvalget å ta opp lån, enn det er for NADL.



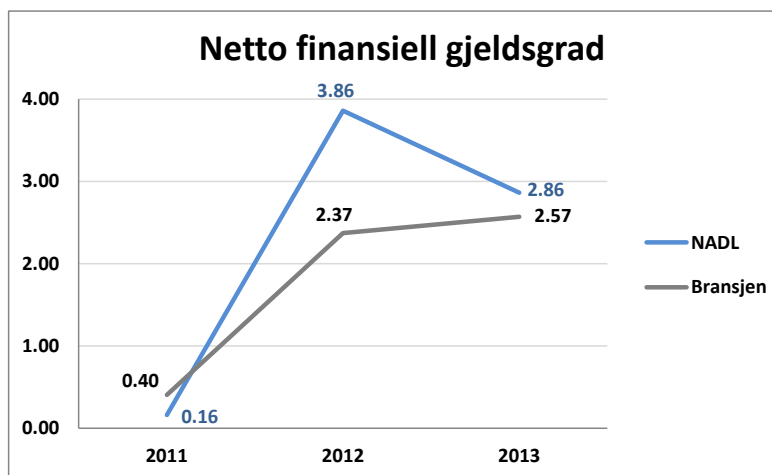
Figur 24: Netto rentemargin, Kilde: Forfatterne, 2014.

9.1.5.3 Netto finansiell gjeldsgrad

Den siste driveren i netto finansiell gearing er netto finansiell gjeldsgrad. Dette forholdstallet gir den relative størrelsen på netto finansielle eiendeler eller gjeld. Tallet viser i hvilken grad netto driftsmidler er finansiert av eiernes kapital (Penman, 2013, s.319). Netto finansiell gjeldsgrad kan derfor anses som et uttrykk for forholdet mellom gjennomsnittlig netto finansiell gjeld og egenkapital:

$$nfgg = \frac{NFG_t + [\Delta NFG_t - NFK_t - NFI_t]/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Figur 24 viser at NADL har en gjeldsgrad som svinger fra svakt til sterkt positivt i 2012, for så å falle litt i 2013. Den lave gjeldsgraden i 2011 skyldes trolig at NADL som et nyetablert selskap fikk skutt inn en del kapital, og ikke hadde mye gjeld i oppstartsåret. Bransjen sin gjeldsgrad viser samme tendenser som NADL. For utenom i 2011, har bransjeutvalget en lavere gjeldsgrad en NADL, noe som gir dem et tidsvektet snitt på 1, mot NADL sin tidsvektede gjeldsgrad på 2,18. Dette betyr at NADL har høyere finansiell risiko sammenlignet med bransjen.



Figur 25: Netto finansiell gjeldsgrad, Kilde: Forfatterne, 2014.

9.1.6 Netto finansiell gearing oppsummert

Dersom man nå setter sammen de tre beregnede driverne, vil man få forholdstallet netto finansiell gearing som utgjør den andre halvdel av den dekomponerte egenkapitalrentabiliteten. Disse delkomponentene er anført og summert for NADL og bransjen i henholdsvis tabell 38 og 39.

Netto finansiell gearing				
År	2011	2012	2013	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	0.2474	0.0995	0.1138	0.1313
- Netto finansiell gjeldsrente	0.0544	0.0303	0.0379	0.0381
= Netto rentemargin	0.1930	0.0692	0.0759	0.0932
* Netto finansiell gjeldsgrad	0.16	3.86	2.86	2.18
= Netto finansiell gearing	0.0308	0.2670	0.2173	0.2028

Tabell 38: NADL sin netto finansiell gearing, Kilde: Forfatterne, 2014.

Bransjen: Netto finansiell gearing				
År	2011	2012	2013	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	0.1218	0.0763	0.0766	0.0840
- Netto finansiell gjeldsrente	-0.2307	0.0362	0.0552	0.0012
= Netto rentemargin	0.3525	0.0401	0.0214	0.0828
* Netto finansiell gjeldsgrad	0.40	2.37	2.57	1.00
= Netto finansiell gearing	0.1426	0.0950	0.0550	0.0830

Tabell 39: Bransjen sin netto finansiell gearing, Kilde: Forfatterne, 2014.

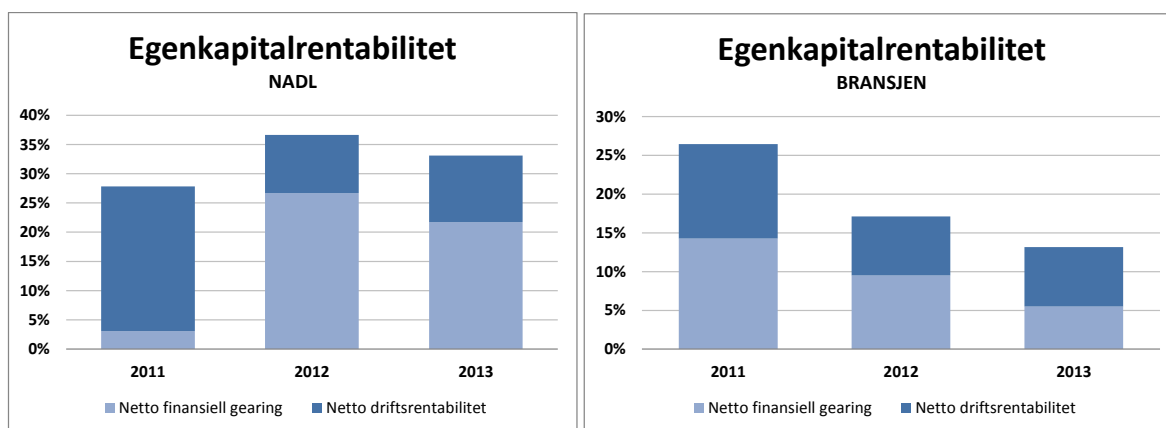
Slik som man ser av tabellene har NADL, for utenom i 2011, en høyere netto finansiell gearing enn bransjeutvalget. Differansen i 2011 er hovedsakelig forårsaket av NADL sin høye netto driftsrentabilitet kontra bransjens negative gjeldsrente, noe som gir bransjen en eksepsjonelt høy netto rentemargin. I den resterende analyseperioden ser man at NADL har en høyere netto driftsrentabilitet sammenlignet med bransjen, samt en høyere finansiell gjeldsgrad.

Stiller man de tidsvektede snittene sammen med sine respektive avkastningskrav som ble beregnet i kapittel 8 vil man finne at netto driftskrav er lavere enn netto driftsrentabilitet, noe som er et holdepunkt for at NADL har en driftsfordel. Derimot er netto finansielt gjeldskrav høyere enn netto finansiell gjeldsrente. Dette er en indikasjon på at NADL har en fordelaktig lånestilling, hvorpå den finansielle gearingen har en positiv innvirkning på egenkapitalen.

Resonnerende ser man at finansiell gearing har avgitt positive resultater gjennom hele analyseperioden, noe som betyr at selskapets, og for så vidt bransjens, netto gjeldskostnader er lavere enn lønnsomheten i driften.

9.2 Egenkapitalrentabilitet oppsummert

Etter å ha dekomponert egenkapitalrentabiliteten og gjennomgått delkomponentene, kan man nå sette disse sammen for å få en oversikt over hvordan egenkapitalrentabiliteten har blitt påvirket av disse. Sammensetningen av egenkapitalrentabiliteten til NADL og bransjen er gjengitt i figuren nedenfor.



Figur 26: Dekomponert egenkapitalrentabilitet, Kilde: Forfatterne, 2014.

I 2011 ser man at selskapets driftsrentabilitet omtrent utgjør hele egenkapitalrentabiliteten, men dette endrer seg dramatisk de etterfølgende årene. I 2011 og 2012 er det hovedsakelig virkningen fra netto finansiell gearing som er årsaken til selskapets lønnsomhet. I motsetning til bransjen, er NADL sin egenkapitalrentabilitet skiftende over analyseperioden. Egenkapitalrentabiliteten til bransjen viser en nedadstigende trend fra 2011, hvorpå forholdet mellom finansiell gearing og driftsrentabilitet gradvis endres. I 2011 utgjør virkningen av finansiell gearing hovedkomponenten av egenkapitalrentabiliteten til bransjen, men i 2013 er forholdet rottert.

NADL har opplevd gjennomgående god lønnsomhet i analyseperioden, og overgår bransjens egenkapitalrentabilitet med 22,52 % dersom man ser på det tidsvektede snittet. Selv om både bransjen og NADL avslutningsvis har en nedgang i egenkapitalrentabilitet, overstiger forholdstallene de tilhørende egenkapitalkravene samtlige år. Dette er nok et holdepunkt for at både bransjen og selskapet har god lønnsomhet.

9.3 Konklusjon lønnsomhetsanalyse

Ved å sammenligne NADL og bransjen sin egenkapitalrentabilitet, fant man at NADL har en tidsvektet bedriftsintern strategisk fordel på hele 22,52 %. Dette ble synliggjort ved å trekke NADL sin egenkapitalrentabilitet fra egenkapitalrentabiliteten man fant generelt i bransjen. Den bedriftsinterne strategiske fordelene reduseres noe på grunn av de høye avkastningskravene til egenkapitalen, som overgår bransjen sine krav. Bransjen har også en bestående superprofitt gjennom analyseperioden med et tidsvektet snitt på 5,79 %, noe også NADL tjener på. Sammert har dermed NADL en strategisk fordel på 27,48 % og denne stammer hovedsakelig fra selskapets høye egenkapitalrentabilitet.

Det skal likevel nevnes at både NADL og bransjen tilhører et volatilt og syklisk marked, og at NADL sin relativt solide fordel i analyseperioden ikke nødvendigvis betyr at selskapet har en vedvarende fordel. Flere av selskapene i bransjeutvalget sliter med det som trolig er ettereffekter fra finanskrisen samt den markant dystre situasjonen i markedet som er i ferd med å utvikle seg. Likeså har verdensøkonomien vært preget av usikkerhet etter et oppsving i 2010. Sammenligningsgrunnlaget kan dermed være basert på forhold som faller innenfor et skrøpeligere marked, og at det dermed er god rom for forbedring. Dette kan redusere, om ikke eliminere, NADL sin strategiske fordel. Selv ble selskapet etablert et par år etter finanskrisens største herjinger, og med god støtte fra morselskapet Seadrill Ltd. har ikke NADL vært like utsatt for nedgangen som resten av bransjen. Samtidig har bransjen slitt med en eldre riggflåte som er i ferd med å eldes ut, og dermed trolig fornyes. Dette vil også påvirke NADL sin fordel på en negativ måte.

På lang sikt kan teorien om «mean reversion» også spille inn på fordelene, hvorpå man over tid mest sannsynlig vil se at avkastningene dras mot gjennomsnittet på grunn av konkurranse innad i bransjen. I tråd med den strategiske SVIMA-analysen i kapittel 5, konkluderes det dermed at NADL ikke har en vedvarende strategisk fordel.

10. Framtidsregnskap

Et substansielt steg i den fundamentale verdsettelsen er utarbeidelse av det framtidige regnskapet. Dette gjøres for å få en oversikt over selskapets framtidige utvikling, slik at man har et grunnlag for å beregne framtidige avkastningskrav og forholdstall. Framtidsregnskapet blir basert på utviklingen i ulike budsjett drivere, deriblant driftsinntektsvekst og ulike kostnader som selskapet står overfor.

10.1 Rammeverk for framtidsregnskap

Utarbeidelsen av framtidsregnskapet vil utføres ved hjelp av budsjettering og framskriving. Det er hovedsakelig innsikten om risiko og rentabilitet som man har ervervet fra den strategiske regnskapsanalysen som utgjør utgangspunktet for framtidsregnskapet. Denne innsikten gir oss et videre utgangspunkt for å analysere veksten i de ulike budsjett driverne, velge budsjett horisont og budsjettere fram til selskapet oppnår konstant vekst.

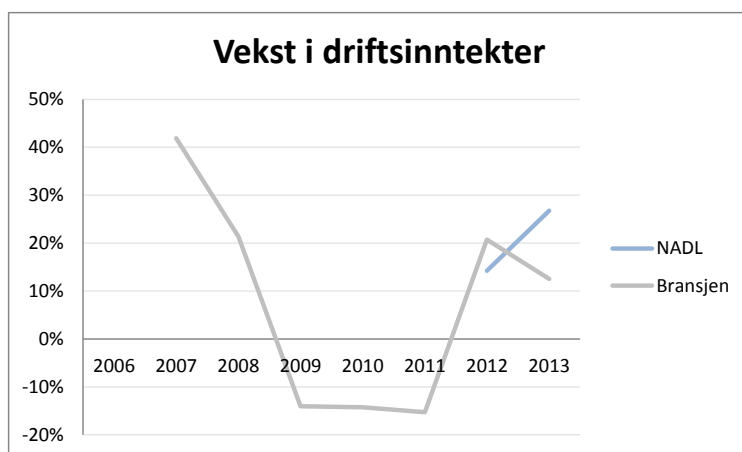
10.2 Analyse av vekst

En analyse av bedriftens økonomiske vekst utføres ved hjelp av historiske data, og er med på å utgjøre grunnlaget for estimering av framtidig vekst. Selv om historisk vekst ikke alltid gir en god indikasjon på framtidig vekst, kan den likevel innhente informasjon som kan være verdifull for framtidige estimater (Damodaran, 2002 s.269). Denne analysen vil dermed være sentral for den fundamentale verdsettelsen.

NADL er i en bransje som er svært syklisk og volatil. Selskapene i riggbransjen vil være påvirket av ulike faktorer som for eksempel tilbud og etterspørsel etter rigger, olje- og gasspriser, og E&P investeringsnivåer. En analyse av veksten til NADL vil være viktig for å få en grunnleggende forståelse av selskapets historiske variasjon i veksten, samt å kunne forutse hvordan NADL trolig kan fortsette å vokse i framtiden. Ved å sammenligne NADL med bransjen over en tidsperiode, vil det framkomme hvordan NADL sin vekst er i forhold til bransjen. Dersom NADL har en brattere kurve enn bransjen, vil det si at de får økende markedsandeler. Livssyklusen er også sentral i forhold til veksten, hvor selskapene blir rangert i tre faser: vekst, moden og tilbakegang. Selskaper som lykkes vil typisk først oppleve en vekstfase med høy vekst, deretter en moden fase med moderat vekst, før virksomheten stagnerer (Knivsflå, K.H., 06.03.14, *Ramme; analyse og framskriving av vekst og driftsinntekter*).

10.2.1 Analyse av driftsinntekter

Driftsinntektsveksten er avgjørende for virksomheten i framtiden, og vil derfor være grunnleggende for budsjetteringen (Knivsflå, K.H., 06.03.14, *Ramme; analyse og framskriving av vekst og driftsinntekter*). Vekstanalysen av NADL sine driftsinntekter baseres på selskapets tre tilgjengelige årsrapporter. Likeså er driftsinntektene i bransjeutvalget basert på offentlig tilgjengelig informasjon fra selskapenes nettside, men her har man innhentet informasjon fra og med 2007, så langt dette har latt seg gjøre.



Figur 27: Vekst i driftsinntekter, Kilde: Forfatterne, 2014.

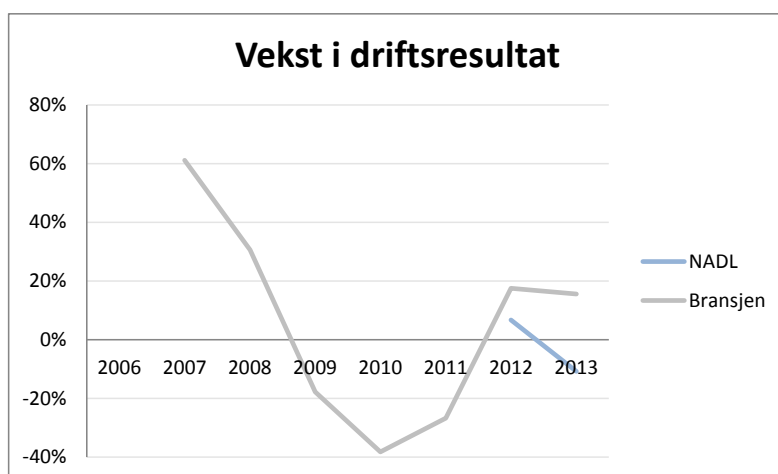
Ut ifra figur 26 ser man at NADL har en høy vekst i analyseperioden, hvor den i 2013 var på hele 26,76 %, mens veksten i bransjen var på kun 12,52 %. Dermed har NADL sin vekst vært økende, og høyere enn bransjen sin. Det at NADL har så høy vekst kan trolig skyldes at riggmarkedet har vært i en oppgangsfase, og at selskapet har inngått kontrakter når dagratene var på topp. Bransjen derimot har en moderat vekst i driftsinntektene, noe som trolig kan tilskrives bransjens sykliske egenskaper. I motsetning til bransjen, har NADL en ganske bratt vekstkurve.

Bransjens vekstnedgang kan delvis skyldes etterspill i fra finanskrisen i 2008, hvor oljeprisen blant annet falt kraftig. En annen årsak kan trolig skyldes boreforbudet etter ulykken i Mexicogolfen 20. april, 2010. Ulykken ble forårsaket av en eksplosjon på boreriggen "Deepwater Horizon" som var innleid av det britiske oljeselskapet BP, men som tilhørte Transocean Ltd. (Bjerke, 2010). Dette har nok også vært med på å påvirke bransjeutvalgets vekst.

I 2012 har flere selskaper rapportert problemer med utblåsningsventilen (BOP) på flere ultradypvannsrigger. Det var hovedsakelig dette som forårsaket «Deepwater Horizon» ulykken i Mexicogolfen. Årsaken til hyppighetene i ventilproblemene som flere av riggene opplevde i 2012 relateres til mer kompliserte operasjoner i dypere vann, et område som fortsatt anses som nytt. Etter «Deepwater Horizon» ulykken har boreriggselskapene blitt ilagt nye krav og reguleringer (Landre, 2013). Det er særlig kravene i forbindelse med ventilproblemene som har ført til lavere driftsinntekter ettersom riggene har blitt påført uplanlagt nedetid.

10.2.2 Analyse av driftsresultat

Sett i forhold til driftsinntektene viser en analyse av NADL sitt driftsresultat en helt annen sammensetning. Utviklingen i driftsresultatets vekstrate er fullstendig motsatt til det som framkom i analysen av driftsinntektene, hvorpå veksten faller drastisk. I tillegg ligger NADL under bransjeutvalget gjennom hele analyseperioden, noe som indikerer at selskapet har betydelig høyere kostnader sammenlignet med bransjen. Dette resonnementet støttes av at bransjeutvalget viser omtrent samme trend i driftsresultatet som i driftsinntektene, foruten om noen moderate endringer.



Figur 28: Vekst i driftsresultat, Kilde: Forfatterne, 2014.

Ut ifra figuren har NADL hatt en nedgang i veksten som skyldes at selskapet har hatt mer kostnader enn inntekter. I 2013 har NADL hatt en nedgang i veksten på -10,76 %. Ut ifra årsregnskapet til NADL kan dette skyldes at West Hercules ble satt i drift for NADL. En annen årsak kan være at West Elara har vært i drift hele året, noe som ikke har vært tilfellet tidligere. Dette har trolig ført til økte driftskostnader. I tillegg har det vært noe nedetid på

West Hercules i forbindelse ved klargjøring for vinteren (NADL, 2014, s.38). Sammenlignet med bransjeutvalget, ser man at bransjens vekstrate ligger høyere enn NADL sin. Det vil si at bransjeutvalget har hatt en mer moderat og høyere vekst enn NADL i analyseperioden.

10.3 Valg av budsjettthorison

Budsjettthorisonen er et synonym for det året hvor budsjettdriverne går fra å være driftige til å være konstante. Etter budsjettthorisonen er passert kan man si at selskapet er i en «steady state». Ved valg av budsjettthorison er det særlig to forhold som er avgjørende; tidspunktet til når konstant vekst er en rimelig forutsetning, og kvaliteten på regnskapsføringen (Knivsflå, K.H., 06.03.14, *Ramme; analyse og framskriving av vekst og driftsinntekter*).

Tidspunktet for konstant vekst kan også anses som tidspunktet det er holdbart å tro at selskapets vekst er tilnærmet den maksimale langsiktige veksten i økonomien generelt. Dess lengre unna fra denne konstante veksten man formoder selskapet er, desto lengre fram i tid må budsjetteringshorisonen settes (Knivsflå, K.H., 06.03.14, *Ramme; analyse og framskriving av vekst og driftsinntekter*). NADL sin foreløpig korte levetid er ikke suffisient for å komme med en konklusjon vedrørende vekstutviklingen i selskapet. Bransjeutvalget har til gjengjeld flere år å basere vekstprogresjonen på. Boreriggbransjen blir normalt sett anslått til å være moden. Likevel viser enkle vekstberegninger basert på resultat og balanse at veksten er ustabil. Dette skyldes hovedsakelig bransjens volatile og sykliske egenskaper. I tillegg vil det faktum at NADL er nyetablert føye til den framtidige usikkerheten i selskapets vekst. Basert på de tre analyseårene ser man at NADL sitt resultat fikk en liten knekk midt i perioden, før det igjen begynte å øke i 2013. På grunn av den turbulente vekstprogresjon i bransjen, og generelt for selskapet, blir det ansett som gunstig for videre analyse å ha en lengre budsjettthorison.

Kvaliteten på regnskapsføringen er som nevnt sentral for valg av budsjettthorison. Dersom selskapet utfører en mer verdibasert regnskapsføring, trenger ikke budsjettthorisonen å være så alt lang for å fange opp relevante verdier. På en annen side vil man ha behov for en lengre budsjettthorison dersom kun et fåtalls verdier er regnskapsført. Et objektivt verdibasert regnskap innehar framtidige verdier, og man vil derfor ikke ha behov for budsjettering eller analysing av vekst. I motsetning må regnskap som er ført etter

kontantprinsippet ha en forholdsmessig lang budsjettthorison (Knivsflå, K.H., 06.03.14, *Ramme; analyse og framskrivning av vekst og driftsinntekter*).

NADL rapporterer etter U.S. GAAP, noe som gir selskapet en mer verdibasert oppføring av ymse poster. Implisitt betyr dette at budsjettthorisonen ikke trenger å være så alt for lang. Ettersom oppføringene ikke er utført fra et objektivt perspektiv, foreligger det derfor motiv for utarbeidelse av framtidbudsjetter. Tidligere i oppgaven antok man at NADL sitt regnskap var ført i henhold til god regnskapsskikk. I henhold til Knivsflå bør sistnevnte ha en moderat budsjettthorison på 6-16 år (Knivsflå, K.H., 06.03.14, *Ramme; analyse og framskrivning av vekst og driftsinntekter*).

Sammensetningen av de avgjørende forholdene for valg av budsjettthorisonen, og basert på skjønsmessige vurderinger, velger man å sette en budsjettthorison på 10 år.

10.4 Budsjett drivere

I budsjettering vil essensielle budsjett drivere bli framskrevet og dernest budsjettert. Disse danner grunnlaget for det framtidige regnskapet. Driverne bak det framtidige regnskapet er driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel, finansiell eiendelsdel, finansiell gjelds rente og finansiell eiendelsrente. På lang sikt antas det at driverne hovedsakelig vil tilbakevendes mot bransjens gjennomsnitt i henhold til teori om «mean reversion» (Knivsflå, K.H., 06.03.14, *Ramme; analyse og framskrivning av vekst og driftsinntekter*).

Ved budsjettering finnes det to modeller man kan benytte for å utarbeide det framtidige regnskapet. Disse budsjetteringsmodellene baseres på hvorvidt man ønsker å utlede et fokusert eller detaljert budsjett, og vil da følgelig være basert på graden av detaljeringsnivået og budsjettthorisonen. Et fokusert budsjett vil generelt rette oppmerksomhet på de viktigste verdidriverne, mens et detaljert budsjett vil gå i mye dypere detalj for de enkelte postene i budsjettet. Begge disse budsjettmodellene vil derimot være avhengig av budsjettthorisonen.

Ettersom det er vanskelig å ha en forventning til alle postene på detaljnivå, rekkommanderes det at budsjettering på detaljnivå kun utføres dersom man har en kort budsjettthorison. Ved

en lang budsjettthorison er det mest gunstig å bruke et lavt detaljeringsnivå og en således fokusert budsjettering.

I den videre analysen vil man anvende fokusert budsjettering ettersom denne metoden tar utgangspunkt i de viktigste budsjettdriverne slik at man får avgrensninger i tallene. I henhold til Knivsflå vil framtidsestimatene, selv ved detaljert budsjettering, ha stor tilknyttet usikkerhet ettersom denne usikkerheten er vanskelig å håndtere (Knivsflå, K.H., 06.03.14, *Ramme; analyse og framskrivning av vekst og driftsinntekter*).

10.4.1 Driftsinntektsveksten

Ved først å estimere utviklingen i driftsinntektsveksten vil man dernest kunne utdrive de budsjetterte driftsinntektene. Forholdet dem imellom kan uttrykkes ved følgende formel:

$$DI_t = (1 + div_t) \cdot DI_{t-1}$$

2011	2012	2013	2014	2016	2017	2020	2023	2024
N/A	14.21 %	26.76 %	10.64 %	16.52 %	14.95 %	10.23 %	5.52 %	5.52 %

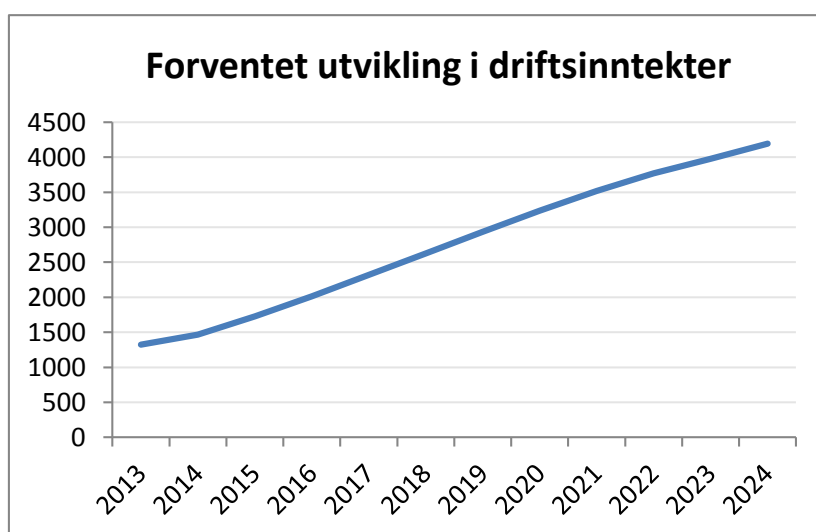
NADL har hatt en kraftig økende vekst i driftsinntekter, men selskapet har kun to veksttall å vise til, og disse trenger således ikke å være et tegn på videre oppgang. Bransjen har derimot hatt en varierende vekst med en nedgang fra 2007 til 2009, etterfulgt av en stabil periode fra 2009 til 2011. Her har finanskrisen spilt en vesentlig rolle i veksten. I 2011 kan man trolig anse de største etterspillene fra finanskrisen som avsluttet ettersom bransjen viser tegn til sterk vekst fram til 2012. I 2012 hadde flere rigger uplanlagt nedetid, noe som reduserte driftsinntektene betydelig.

Driftsinntektene styres av aktivitetsnivå, som igjen påvirkes av oljeprisen. Perioden 2011 til 2013 har som nevnt i den strategiske analysen vært de minst volatile i oljemarkedets nyere historie, og disse forventes å falle på kort sikt. Utviklingsanslagene på lang sikt er også svekket, noe som kan bety lavere aktivitetsnivå i oljesektoren, dernest mindre etterspørsel etter rigger. Når det gjelder E&P investeringer forventes det en global økning i 2014, men i Norge er situasjonen vendt hvor det forventes en oppbremsing som allerede har gjort seg merkbar. På norsk sokkel forventes det dermed en svak stabil utvikling på kort sikt, men det antas likevel at det ligger et høyt potensial i dette området på lang sikt.



Figur 29: Utvikling i driftsinntektsvekst, Kilde: Forfatterne, 2014.

Det er satt en veksttopp i 2015 på basis av West Rigel og det man tror vil være tre rigger på nye kontrakter med høyere dagrater enn tidligere. Oppgangen dertil kan i tillegg tilskrives at West Hercules hadde en del nedetid i 2013, og man forventer at riggen nå vil være i full drift.



Figur 30: Forventet utvikling i driftsinntekter, Kilde: Forfatterne, 2014.

Hvis man ser på vekstforholdet ved hjelp av utviklingen i driftsinntekter så vil man se at NADL er budsjettert til å ha en gradvis økning mot budsjetthorisonen, med en mer dempet økning mot slutten av perioden. Dette er en god indikasjon på at selskapet begynner å bli modent og godt etablert på markedet.

10.4.2 Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler er en av delkomponentene til netto driftsrentabilitet, og angir forholdet mellom selskapets driftsinntekt og netto driftseiendeler. Gjennom dette forholdstallet vil man kunne budsjettere de framtidige driftsinntektene, noe som betyr at forholdstallet bør framskrives før man estimerer de framtidige inntektene fra driften (Knivsflå, K.H., 06.03.14, *Ramme; analyse og framskriving av vekst og driftsinntekter*).

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t}$$

Hvor,

NDE_{t-1} = Inngående netto driftseiendeler

DI_t = Driftsinntekter

$onde_t$ = Omløpet til netto driftseiendeler

2011	2012	2013	2014	2016	2017	2020	2023	2024
66.71 %	35.29 %	45.42 %	43.72 %	39.68 %	37.66 %	31.61 %	25.56 %	25.56 %

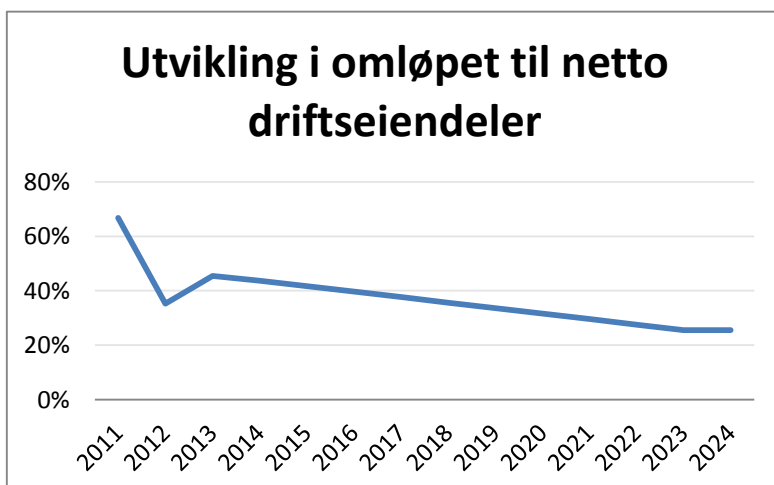
I løpet av de neste årene vil flere av NADL sine borekontrakter utgå, noe som innebærer en mulighet for kontraktsinngåelse basert på høyere dagrater. Derimot er det spådd en mulig flat utvikling i dagratene de neste årene, og det kan dermed spekuleres i hvor stor vekst de plausible nye kontraktene vil framkalle (Norsk olje & gass, 2013). Til tross for dette tror man likevel at NADL vil oppleve en vekst basert på at flere av riggene i selskapets moderne flåte blir ledige for leie samt at den nye riggen, West Rigel, forventes å bli ferdigstilt i begynnelsen av 2015. Økte driftsinntekter vil bidra til å øke omløpet til netto driftseiendeler. Denne økning vil spesielt gjøre seg gjeldende i 2015.

Fra og med 2016 formoder man at hele flåten til NADL er i drift på hovedsakelig langsiktige kontrakter, og at selskapet ikke vil oppleve særlig fluktuerende driftsinntekter på lang sikt. Dette vil bidra til å stabilisere omløpet til netto driftseiendeler. Følgelig forutsettes det da at selskapet ikke gjør alt for drastiske endringer i de driftsrelaterte postene i balansen.

På en annen side er både morselskapet og NADL kjent for sine ekspansive investeringer, og man ser dermed ikke vekk fra at det i framtiden vil oppstå store endringer i balansen til NADL. Først og fremst tror man at selskapet vil søke etter å øke flåten sin. Ettersom det er tidkrevende å prosjektere og ferdigstille nye breenheter, forventer man de største endringene lengre ut i budsjetthorisonten. Slik som nevnt i forrige delkapittel har man latt være å justere for dette på grunn av frykt for overprising av selskapet.

Historiske tall viser at NADL har vært svært effektive med å skape driftsinntekter for hver krone investert i driften. Denne effektiviteten kan blant annet skyldes at selskapet trolig ønsker å markere seg blant konkurrenter og har gitt en ekstra innsats i oppstartsperioden. Man antar at selskapet ikke vil klare å opprettholde denne effektiviteten på lang sikt. Dermed er det budsjettetert en tilnærming mot bransjens vektete gjennomsnitt mot horisonten av budsjettperioden.

På kort sikt forventer man ikke særlige endringer i netto driftseiendeler. Ferdigstillelsen av West Rigel vil ikke påføre balansen vesentlige endringer ettersom denne allerede er innberettet i regnskapet. I tillegg antar man at NADL vil delvis opprettholde effektiviteten i driften, slik at omløpet til netto driftseiendeler er på omtrent samme nivå som i den historiske perioden. Den budsjetterte utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler er illustrert i figur 30.



Figur 31: Utvikling i omløpet til netto driftseiendeler, Kilde: Forfatterne, 2014.

10.4.3 Netto driftsmargin

Netto driftsmargin angir forholdet mellom selskapets netto driftsresultat og driftsinntektene. Det er ved hjelp av denne budsjettdriveren at man kan budsjettere netto driftsresultat. Forholdet mellom disse komponentene kan uttrykkes på følgende måte:

$$NDR_t = ndm_t \cdot DI_t$$

Hvor,

NDR = Netto driftsresultat

ndm = Netto driftsmargin

DI = Driftsinntekter

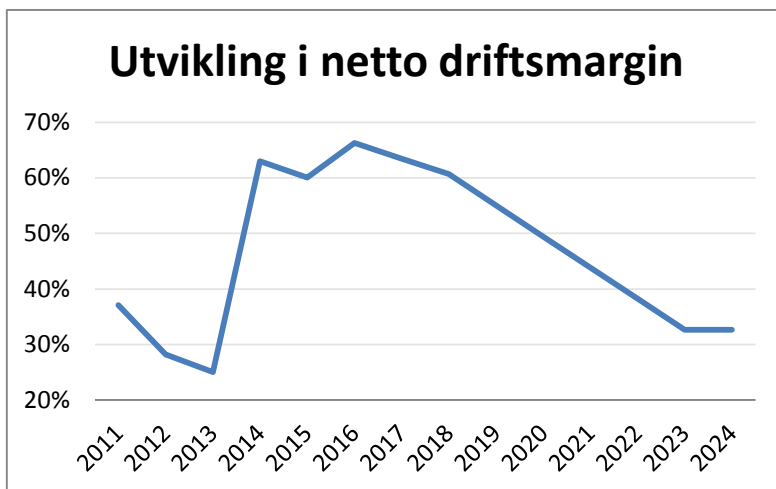
2011	2012	2013	2014	2016	2017	2020	2023	2024
37.08 %	28.19 %	25.05 %	62.97 %	66.28 %	63.47 %	49.45 %	32.63 %	32.63 %

NADL har flere borerigger som må inngå nye kontrakter og gjøres klar til nye oppdrag i løpet av de neste årene. Dette fører vanligvis til økte mobiliseringskostnader. I tillegg vil det i 2014 foregå en femårs klassing på norsk sokkel som vil forløpe over de neste tre årene. Eventuelle pålagte sertifiseringskrav i den forbindelse vil også påvirke selskapets driftskostnader (Bjørsvik, 2013). Vekstgraden i driftskostnadene som er budsjettert for 2014 er noe høyere enn det man antar inntektene vil bli, dernest forventer man en økning i netto driftsmargin.

I den strategiske analysen har NADL et midlertidig fortrinn i forhold til noen konkurrenter som baseres på selskapets moderne riggflåte. Eldre riggflåter vil som regel være mer kostbare å vedlikeholde. For NADL sin del begynner West Alpha og West Epsilon å dra på årene, men man antar at dette ikke vil påvirke NADL sin netto driftsmargin. Dette skyldes hovedsakelig at man tror at selskapets nyeste rigger ikke vil ha like mye behov for kostbar vedlikehold, og dette vil oppveie for kostnadene forbundet med de eldre riggene.

Driftsresultatet til selskaper i oljebransjen har de siste årene blitt svært påvirket av det mange betegner som en kostnadsinflasjon. På norsk sokkel har også ekstremt høye lønninger og lønningsvekst bidratt til å redusere resultatet ytterligere. På kort sikt forventer man at kostnadsveksten i større grad vil overgå inntektsveksten. Dermed er det blitt

budsjettert med en høy netto driftsmargin som gradvis vendes mot bransjens tidsvektede gjennomsnitt, ettersom man på lang sikt forventer at NADL presterer i lik grad som bransjen. Den forventede utviklingen i netto driftsmargin er portrettert i figur 31.



Figur 32: Utvikling i netto driftsmargin, Kilde: Forfatterne, 2014.

10.4.4 Finansiell gjeldsdel

Den finansielle gjeldsdelen finner man ved hjelp av formelen for finansiell gjeld, hvor sistnevnte blir beregnet ved å multiplisere finansiell gjeldsdel med netto driftseiendeler.

$$FG_t = fgd_t \cdot NDE_t$$

Hvor,

FG = Finansiell gjeld

fgd = Finansiell gjeldsdel

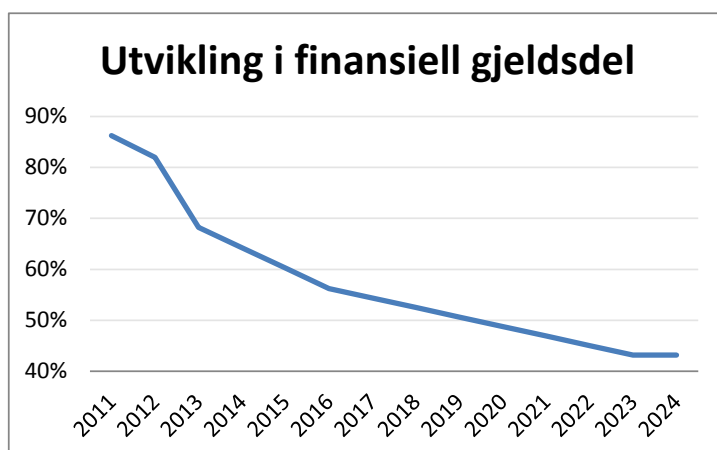
NDE = Netto driftseiendeler

2011	2012	2013	2014	2016	2017	2020	2023	2024
86.20 %	81.95 %	68.25 %	64.25 %	56.25 %	54.38 %	48.79 %	43.19 %	43.19 %

Gjennom analyseperioden har NADL sin finansielle gjeldsdel falt fra 86,20 % i 2011 til 68,25 % i 2013. Bransjen viser en motsatt trend med en varsom økning fra 42,26 % i 2011 til 43,80 %. Bransjens endringer er mer stabile og moderate enn det NADL framviser. Den finansielle gearingen har hatt en gjennomgående positiv innvirkning på egenkapital-

rentabiliteten for både NADL og bransjen. Likevel bevitnet man at den positive virkningen var fallende gjennom perioden. Man kan dermed si at gjelden har ført til økt lønnsomhet for både selskapet og bransjen, men at den nedadstigende trenden insinuerer at lønnsomheten fra finansiell gearing er i ferd med å reduseres kraftig for NADL. Dette betyr at det i lengden trolig ikke vil være like lønnsomt for NADL å finansiere driften gjennom gjeld. Dessuten har NADL en mye høyere gjeldsdel enn bransjeutvalget, og man antar dermed at selskapet i større grad vil strebe etter å drive virksomheten ved hjelp av egne midler slik at de får redusert de gjeldsrelaterte kostnadene. Denne påstanden kan forsterkes av den grunn at det trolig er dyrere for NADL å låne kapital ettersom kreditorer anser selskapet som mer risikabelt, da særlig på grunn av selskapets lave egenkapitalandel.

Gitt bransjens moderate oppgang i gjeldsdel og NADL sin drastiske reduksjon i tilsvarende, har man basert på forventninger budsjettert en lineær konvergering mot bransjens tidsvektede snitt, med et sterkere fall på kort sikt.



Figur 33: Utvikling i finansiell gjeldsdel, Kilde: Forfatterne, 2014.

10.4.5 Finansiell eiendelsdel

Finansiell eiendelsdel er en av komponentene i formelen for finansielle eiendeler, hvor komponenten multipliseres med netto driftseiendeler for å utdrive finansielle eiendeler.

$$FE_t = fed_t \cdot NDE_t$$

Hvor,

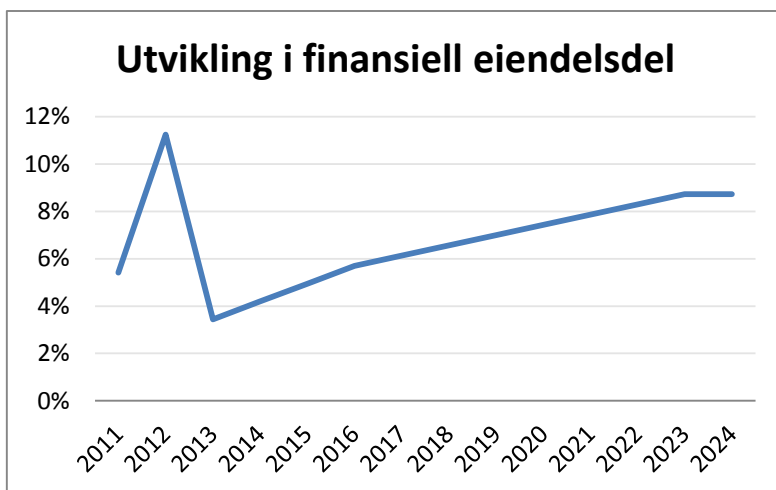
FE = Finansielle eiendeler

fed = Finansiell eiendelsdel

2011	2012	2013	2014	2016	2017	2020	2023	2024
5.41 %	11.24 %	3.44 %	4.19 %	5.70 %	6.13 %	7.43 %	8.73 %	8.73 %

Både bransjen og NADL sin finansielle eiendelsdel har vist varierende vekst gjennom analyseperioden med en økning i 2012, etterfulgt av en reduksjon i 2013. Gjennomgående har NADL hatt en lavere andel enn bransjen, men differansen er minimal. I 2011 hadde for eksempel NADL en finansiell eiendelsdel på 5,41 %, mot bransjens 7,16 %. Den mest vesentlige forskjellen finner man i 2013 hvorpå andelen til NADL har falt til 3,44 % sidestilt mot bransjens andel på 8,79 %.

På kort sikt forventer man at NADL vil øke sin finansielle eiendelsdel for å tiltrekke seg flere investorer. Denne projeksjonen stammer hovedsakelig fra det faktum at NADL ble børsnotert i år, og at det av flere formodes at aksjen underpresterer. I tillegg forutsetter man at selskapet i større grad vil sikre seg mot risiko ved hjelp av finansielle investeringer. På lang sikt forventer man at andelen vil konvergere oppover mot bransjens tidsvektede gjennomsnitt på 8,73 %. I tillegg vil det ved en reduksjon i finansiell gjeldsdel være sannsynlig å anta at den finansielle eiendelsdelen vil øke.



Figur 34: Utvikling i finansiell eiendelsdel, Kilde: Forfatterne, 2014.

10.4.6 Finansiell gjeldsrente

Ved utregning av finansiell gjeldsrente har man forutsatt at den finansielle gjeldsrenten er enstydig med kreditorenes avkastningskrav. Årsaken til dette er at man antar at NADL sin finansielle gjeld er henimot virkelig verdi, og at kreditorene ikke vil oppnå enn høyere

rente enn det markedet tilbyr. Den finansielle gjeldsrenten er oppsummert nedenfor, og beregningene er gjengitt i tabell 48.

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
0,0526	0,0538	0,055	0,0561	0,0573	0,0585	0,0597	0,0609	0,062	0,0632	0,0644

10.4.7 Finansiell eiendelsrente

Finansiell eiendelsrente er antatt å være lik det finansielle eiendelskravet. Årsaken til dette er, på lik linje med argumentasjon for finansiell gjeldsrente, at man antar at kapitalmarkedet er velfungerende. Beregningene for finansiell eiendelsrente er berettet i tabell 49, mens de oppsummerte tallene er oppført nedenfor.

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
0,0305	0,0318	0,0331	0,0343	0,0357	0,037	0,0384	0,0397	0,0409	0,0423	0,0379

10.4.8 Oppsummering av budsjett drivere

Oppsummering av budsjett drivere											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
div	0,1064	0,1809	0,1652	0,1495	0,1338	0,1180	0,1023	0,0866	0,0709	0,0552	0,0552
onde	0,4372	0,4170	0,3968	0,3766	0,3565	0,3363	0,3161	0,2959	0,2758	0,2556	0,2556
ndm	0,6297	0,6003	0,6628	0,6347	0,6066	0,5506	0,4945	0,4384	0,3824	0,3263	0,3263
fgd	0,6425	0,6025	0,5625	0,5438	0,5252	0,5065	0,4879	0,4692	0,4506	0,4319	0,4319
fed	0,0419	0,0494	0,0570	0,0613	0,0656	0,0700	0,0743	0,0786	0,0829	0,0873	0,0873
fgr	0,0526	0,0538	0,0550	0,0561	0,0573	0,0585	0,0597	0,0609	0,0620	0,0632	0,0644
fer	0,0305	0,0318	0,0331	0,0343	0,0357	0,0370	0,0384	0,0397	0,0409	0,0423	0,0379

Tabell 41: Oppsummering av budsjett drivere, Kilde: Forfatterne, 2014.

10.5 Framtidsregnskap

I foregående delkapitler ble budsjett drivere estimert, framskrevet og oppsummert. Dermed er alle komponentene på plass for en framtid budsjettering. Det forutsettes at framtid regnskapet ikke inneholder unormale poster. Dernest vil nettoresultatet til egenkapitalen også være det fullstendige nettoresultatet til selskapet. Framtid regnskapet er gjengitt i påfølgende tabeller.

Framtidig resultatregnskap												
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Driftsinntekter	1465,21	1730,23	2016,01	2317,33	2627,27	2937,39	3237,98	3518,45	3767,94	3975,93	4195,41	
Netto driftsresultat	922,64	1038,64	1336,15	1470,81	1593,81	1617,24	1601,18	1542,59	1440,75	1297,35	1368,96	
+ Netto finansinntekter	4,28	6,52	9,59	12,95	17,26	22,62	29,18	37,10	46,38	57,38	54,26	
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	926,92	1045,16	1345,74	1483,76	1611,07	1639,86	1630,36	1579,69	1487,13	1354,72	1423,22	
- Netto finanskostnader	120,32	115,81	137,40	160,44	191,80	226,44	264,05	304,13	346,09	389,19	432,66	
= Nettoresultat til egenkapital	806,59	929,35	1208,34	1323,32	1419,27	1413,42	1366,31	1275,56	1141,04	965,54	990,56	
- Netto betalt utbytte	647,29	413,51	550,69	651,76	619,75	475,31	281,08	37,09	-254,33	-588,54	427,82	
= Endring i egenkapital	159,31	515,84	657,65	671,56	799,52	938,11	1085,24	1238,47	1395,37	1554,08	562,74	

Tabell 42: Framtidig resultatregnskap, Kilde: Forfatterne, 2014.

Framtidig balanse												
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Netto driftseiendeler	3351,70	4149,43	5080,58	6152,71	7370,39	8734,70	10242,95	11888,86	13663,23	15555,30	16413,95	
+ Finansielle eiendeler	140,45	205,14	289,44	377,16	483,71	611,06	760,92	934,65	1133,30	1357,58	1432,51	
= Sysselsatte eiendeler	3492,15	4354,57	5370,02	6529,87	7854,10	9345,76	11003,87	12823,52	14796,53	16912,87	17846,46	
+ Egenkapital	1479,16	2059,69	2801,64	3560,92	4466,99	5532,45	6767,54	8179,75	9773,76	11552,12	12189,79	
+ Finansiell gjeld	2153,44	2500,02	2857,83	3346,11	3870,82	4424,37	4997,24	5578,42	6156,07	6718,33	7089,19	
= Sysselsatt kapital	7124,75	8914,27	11029,49	13436,90	16191,91	19302,58	22768,65	26581,69	30726,35	35183,32	37125,44	

Tabell 43: Framtidig balanse, Kilde: Forfatterne, 2014.

Framtidig kontantstrøm												
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Netto driftsresultat	922,64	1038,64	1336,15	1470,81	1593,81	1617,24	1601,18	1542,59	1440,75	1297,35	1368,96	
- Endring i netto driftseiendeler	0,00	797,73	931,15	1072,13	1217,68	1364,31	1508,25	1645,91	1774,37	1892,07	858,65	
= Fri kontantstrøm fra drift	922,64	240,91	405,01	398,68	376,12	252,94	92,93	-103,32	-333,62	-594,72	510,31	
+ Netto finansinntekter	4,28	6,52	9,59	12,95	17,26	22,62	29,18	37,10	46,38	57,38	54,26	
- Endring i finansielle eiendeler	25,25	64,69	84,31	87,72	106,55	127,35	149,86	173,74	198,64	224,28	74,94	
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	901,67	182,74	330,28	323,92	286,83	148,20	-27,75	-239,96	-485,89	-761,62	489,63	
- Netto finanskostnader	120,32	115,81	137,40	160,44	191,80	226,44	264,05	304,13	346,09	389,19	432,66	
+ Endring i finansiell gjeld	-134,06	346,57	357,81	488,28	524,72	553,55	572,87	581,18	577,64	562,27	370,85	
= Fri kontantstrøm til egenkapital	647,29	413,51	550,69	651,76	619,75	475,31	281,08	37,09	-254,33	-588,54	427,82	

Tabell 44: Framtidig kontantstrøm, Kilde: Forfatterne, 2014.

11. Framtidskrav

Et framtidskrav er kapitalkostnaden som blir brukt til å diskontere verdien av framtidige kontantstrømmer tilbake til dagens verdi (Titman & Martin, 2011, s.98). I kapittel 4 framkom det at selskapets verdi kan estimeres gjennom to metoder: egenkapital- og total kapitalmetoden. Egenkapitalmetoden diskonterer den frie kontantstrømmen til egenkapitalen ved hjelp av egenkapitalkravet. Følgelig må det framtidige egenkapitalkravet estimeres. Total kapitalmetoden anvender netto driftskrav som diskonteringsfaktor. Således må også dette kravet estimeres for framtiden.

$$\text{Netto driftskrav (ndk)} = \frac{EK}{NDK} \cdot ekk + \frac{NFG}{NDK} \cdot nfgk$$

I dette kapitlet vil man først estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Til dette formålet vil man anvende kapitalverdimodellen. Deretter estimeres avkastningskravet til netto finansiell gjeld gjennom først å estimere finansiell gjeldskrav, og deretter estimere finansiell eiendelskrav. Avslutningsvis anvendes de estimerte kravene, sammen med NADL sin kapitalstruktur, for å utdrive netto driftskrav.

11.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen er forholdet mellom mengden av egenkapital som kan innhentes og premiene som forventes av aksjonærene i bytte for deres kapital. For å finne det framtidige avkastningskravet til egenkapitalen vil man bruke kapitalverdimodellen som ble presentert i kapittel 4. I dette kapitlet ble avkastningskravet til egenkapitalen beregnet basert på historiske data, men ved estimering av framtidig avkastningskrav har man ikke et framtidig tallmateriale å basere kravet på. Dermed må man ta utgangspunkt i respektive tendenser og utviklinger som er koblet til kravene, og vurdere hvorvidt disse er vesentlige for å maksimere avkastningene.

Slik som nevnt i kapittel 8 kan kapitalverdimodellen uttrykkes ved at avkastningen på markedsporteføljen fratrekkes risikofri rente etter skatt, og deretter multipliseres med egenkapitalbetaen. Dette forholdstallet adderes så videre med risikofri rente etter skatt. Det er de framtidige verdiene av disse komponentene man nå skal prøve å estimere slik at man har et grunnlag for å estimere det framtidige avkastningskravet til egenkapitalen.

11.1.1 Risikofri rente

Slik som forklart i kapittel 8 vil man ved beregning av framtidige risikofrie renter ta utgangspunkt i 10 årlige amerikanske statsobligasjoner. Videre forutsetter man at teorien om tilbakevending til gjennomsnittet, også benevnt «mean reversion», også gjør seg gjeldende her. Det betyr at man tar utgangspunkt i at renten gradvis over tid vil reversere mot gjennomsnittet fram til den når en stabil rate. I tillegg antar man at veksten mot gjennomsnittet utledes av en lineær utvikling.

For å estimere den risikofrie renten har man brukt månedlige renterapporteringer fra 1996 og fram til i dag. Dette utgjør en gjennomsnittlig rente på 4,33 %, mot dagens 2,56 % (22.05.14). Man antar at sistnevnte er den kortsiktige renten, og vil anvende denne for 2014. Man antar at den beregnede gjennomsnittlige renten vil være normalrenten i år 2024. Som følge av den antatte lineære utviklingen vil man basert på punkttestimatet på 2,56 %, og den forventede normalrenten på 4,33 % kunne estimere renten for de mellomværende årene.

Etter at man har estimert den risikofrie renten for framtiden, må man på samme måte som ved beregning av historiske renter, trekke fra skatt. Ettersom man har basert seg på amerikanske statsobligasjoner, og NADL er børsnotert i USA, har man valgt amerikansk selskapskatt. Denne har nærmest vært uendret siden 1988, og man antar at den dermed forblir uendret fram til i hvert fall 2024 (OECD, 2014). Framskrivningen av den risikofrie renten er berettet i tabell 45.

Framskrivning av risikofri rente											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
U.S. statsoblig. 10 år	2.56 %	2.68 %	2.80 %	2.91 %	3.03 %	3.15 %	3.27 %	3.39 %	3.50 %	3.62 %	3.74 %
Selskapskatt 40%	1.02 %	1.07 %	1.12 %	1.17 %	1.21 %	1.26 %	1.31 %	1.35 %	1.40 %	1.45 %	1.50 %
Risikofri rente etter skatt	1.54 %	1.61 %	1.68 %	1.75 %	1.82 %	1.89 %	1.96 %	2.03 %	2.10 %	2.17 %	2.24 %

Tabell 45: Framskrivning av risikofri rente, Kilde: The Federal Reserve System, 2014 & OECD, 2014.

11.1.2 Markedsrisikopremie

Ifølge Knivsflå vil markedsrisikopremien være konstant over framtiden ettersom dagens nivå vil utgjøre beste prediksjon for framtiden (Knivsflå, K.H., 30.01.14, *Omgruppert balanse, endring i ek og fri kontantstrøm*). I kapittel 8 ble gjennomsnittsberegning av markedsrisikopremien drøftet, og man kom fram til at det ved estimering av

markedsrisikopremien framover i tid bør brukes et geometrisk gjennomsnitt. Det ble således utført en aritmetisk beregning for historiske data og geometrisk beregning for bruk ved framtidsestimeringen av premien. Disse er oppsummert i tabell 24. Det geometriske gjennomsnittet til markedsrisikopremien ble beregnet til 4,62 %. Denne premien vil videre anvendes for samtlige år ettersom man forutsetter konstant utvikling i framtiden.

11.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen finner man residualt ved å anvende historisk netto driftskapitalbeta og selskapets kapitalstruktur. I henhold til Miller og Modigliani sitt teorem, også benevnt «MM proposition 1», vil ikke verdien av blant annet netto driftskapital være avhengig av selskapets finansiering (Koller et. al., 2010, s.121). Dermed vil også tilhørende beta være uavhengig, og vil således holde seg konstant over budsjetteringsperioden. Utregningen av egenkapitalbetaen er vist i tabell 46.

Framtidig egenkapitalbeta											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
β_{EK}	0,9355	0,8377	0,7595	0,7266	0,6967	0,6693	0,6443	0,6212	0,5999	0,5801	0,5801
* EK/NDK	0,2118	0,2365	0,2609	0,2727	0,2844	0,2960	0,3075	0,3189	0,3303	0,3415	0,3415
= β_{NDK}	0,1981	0,1981	0,1981	0,1981	0,1981	0,1981	0,1981	0,1981	0,1981	0,1981	0,1981

Tabell 46: Framtidig egenkapitalbeta, Kilde: Forfatterne, 2014.

11.1.4 Oppsummert avkastning til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen er utledet ved anvendelse av kapitalverdimodellen. Her har man først multiplisert egenkapitalbetaen med markedsrisikopremien for deretter å legge til risikofri rente etter skatt. De ulike framtidskravene for egenkapitalen er gitt i tabell 47.

Framtidig egenkapitalkrav											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Risikofri rente etter skatt	0,0256	0,0268	0,0280	0,0291	0,0303	0,0315	0,0327	0,0339	0,0350	0,0362	0,0374
+ β_{EK}	0,9355	0,8377	0,7595	0,7266	0,6967	0,6693	0,6443	0,6212	0,5999	0,5801	0,5801
* Markedsrisikopremie	0,0462	0,0462	0,0462	0,0462	0,0462	0,0462	0,0462	0,0462	0,0462	0,0462	0,0462
= Egenkapitalkrav	0,0688	0,0655	0,0630	0,0627	0,0625	0,0624	0,0624	0,0626	0,0628	0,0630	0,0642

Tabell 47: Framtidig egenkapitalkrav, Kilde: Forfatterne, 2014.

Det er dette kravet man vil anvende i egenkapitalmetoden for å diskontere fri kontantstrøm til egenkapital.

11.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

For å finne avkastningskravet til netto finansiell gjeld må man først finne avkastningskravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, for så å trekke sistnevnte fra finansiell gjeld.

Framtidig finansiell gjeldskrav											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Risikofri rente etter skatt	0,0256	0,0268	0,0280	0,0291	0,0303	0,0315	0,0327	0,0339	0,0350	0,0362	0,0374
+ Kredittrisikopremie	0,0270	0,0270	0,0270	0,0270	0,0270	0,0270	0,0270	0,0270	0,0270	0,0270	0,0270
= Finansiell gjeldskrav	0,0526	0,0538	0,0550	0,0561	0,0573	0,0585	0,0597	0,0609	0,0620	0,0632	0,0644

Tabell 48: Framtidig finansiell gjeldskrav, Kilde: Forfatterne, 2014.

Avkastningskravet til finansiell gjeld beregnes ut ifra den framskrevne risikofrie renten etter skatt og kredittrisikopremien. Sistnevnte komponent er basert på en BB rating. Utregningene er vist i tabell 49.

Framtidig krav til finansielle eiendeler											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Kontantkrav	0,0256	0,0268	0,0280	0,0291	0,0303	0,0315	0,0327	0,0339	0,0350	0,0362	0,0374
* Kontantvekt	0,9497	0,9497	0,9497	0,9497	0,9497	0,9497	0,9497	0,9497	0,9497	0,9497	0,8000
+ Fordringskrav	0,0326	0,0338	0,0350	0,0361	0,0373	0,0385	0,0397	0,0409	0,0420	0,0432	0,0444
* Fordringsvekt	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0500
+ Investeringskrav	0,0616	0,0623	0,0630	0,0637	0,0644	0,0651	0,0658	0,0665	0,0672	0,0679	0,0686
* Investeringsvekt	0,0718	0,0730	0,0742	0,0753	0,0765	0,0777	0,0789	0,0801	0,0812	0,0824	0,0836
= Finansielt eiendelskrav	0,0305	0,0318	0,0331	0,0343	0,0357	0,0370	0,0384	0,0397	0,0409	0,0423	0,0379

Tabell 49: Framtidig krav til finansielle eiendeler, Kilde: Forfatterne, 2014.

Dernest estimeres kravet til netto finansiell gjeld ved å multiplisere de finansielle kravene til sine respektive vekter, og deretter trekke dem fra hverandre. Beregningene er gitt i tabellen nedenfor.

Framtidig krav til netto finansiell gjeld											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Finansiell gjeldskrav	0,0526	0,0538	0,0550	0,0561	0,0573	0,0585	0,0597	0,0609	0,0620	0,0632	0,0644
* FG/NFG	1,0698	1,0894	1,1127	1,1270	1,1428	1,1602	1,1796	1,2013	1,2256	1,2532	1,2532
- Finansiell eiendelskrav	0,0305	0,0318	0,0331	0,0343	0,0357	0,0370	0,0384	0,0397	0,0409	0,0423	0,0379
* FE/NFG	0,0698	0,0894	0,1127	0,1270	0,1428	0,1602	0,1796	0,2013	0,2256	0,2532	0,2532
= Netto finansiell gjeldskrav	0,0541	0,0557	0,0574	0,0589	0,0604	0,0619	0,0635	0,0651	0,0668	0,0685	0,0711

Tabell 50: Framtidig krav til netto finansiell gjeld, Kilde: Forfatterne, 2014.

11.3 Avkastningskrav til netto driftskapital

Alle komponentene som nyttes for å beregne netto driftskrav er nå estimert, og man kan dermed finne netto driftskapital som vist i tabell 51. Dette kravet vil benyttes til å diskontere den frie kontantstrømmen fra driften i henhold til totalkapitalmetoden.

Framtidig netto driftskrav											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Egenkapitalkrav	0,0688	0,0655	0,0630	0,0627	0,0625	0,0624	0,0624	0,0626	0,0628	0,0630	0,0642
* EK/NDK	0,4236	0,4730	0,5217	0,5453	0,5687	0,5920	0,6150	0,6379	0,6605	0,6830	0,6830
+ Netto finansiell gjeldskrav	0,0541	0,0557	0,0574	0,0589	0,0604	0,0619	0,0635	0,0651	0,0668	0,0685	0,0711
* NFG/NDK	0,5764	0,5270	0,4783	0,4547	0,4313	0,4080	0,3850	0,3621	0,3395	0,3170	0,3170
= Netto driftskrav	0,0604	0,0604	0,0604	0,0610	0,0616	0,0622	0,0629	0,0635	0,0641	0,0648	0,0664

Tabell 51: Framtidig netto driftskrav, Kilde: Forfatterne, 2014.

12. Verdssettelse

I dette kapittelet vil man utføre en verdssettelse av North Atlantic Drilling Ltd., hvor hensikten er å angi en handlingsstrategi for hvorvidt man bør kjøpe eller selge selskapets aksje. Verdiestimatet baseres på framtidsregnskapet i kapittel 10, som videre bygger på strategisk-, regnskaps- og lønnsomhetsanalyse. I oppgavens kapittel 4 ble de ulike verdssettelsesmetodene presentert. Verdssettelsen av NADL vil utføres ved å benytte en fundamental verdssettelse, og supplere den med en komparativ verdssettelse. Videre begrunnelse for valg av metode er angitt under de respektive delkapitlene.

12.1 Fundamental verdssettelse

Valget av verdssettelsesteknikk vil avhenge av bransje, faser i livssyklusen, hvordan driften ser ut til å utvikle seg, og hvor enkelt det er å få gode data (Knivsflå, K.H., 28.03.14, *Komparativ verdivurdering*). NADL er en oppstartsbedrift i en moden, men svært syklisk bransje. Selskapet har en begrenset egenhistorie med få regnskapstall å vise til. I henhold til Knivsflå vil hovedteknikken for oppstartsbedrifter være komparativ verdssettelse nettopp av den grunn at man har for lite regnskapsinformasjon å basere en fundamental verdssettelse på (Knivsflå, K.H., 28.03.14, *Komparativ verdivurdering*). Selv om NADL er en såkalt oppstartsbedrift, kan selskapet likevel referere til en lang forhistorie gjennom morselskapet Seadrill Ltd. Det vil dermed trolig ligge noen strategiske fordeler i selskapet basert på denne forhistorien, og disse bør tas hensyn til i en verdivurdering av selskapet. En komparativ verdssettelse ved multiplikatorer ville ikke gitt en slik innsikt, noe som taler for anvendelse av fundamental verdssettelse.

Likeså opererer NADL i en syklisk bransje. Det vil si at selv om selskapet hadde hatt flere år med regnskapstall å vise til, ville disse trolig ha vist varierende trender. Å ekskludere en fundamental verdssettelse basert på få regnskapsår med data blir i dette tilfellet feil. For å få et riktig bilde av potensialet som ligger i NADL er det viktig å utføre en grundigere analyse av selskapet. Hovedteknikken som vil anvendes videre er dermed en fundamental analyse, men denne suppleres følgelig med en komparativ verdivurdering slik at man i praksis tar hensyn til selskapets korte levetid. Fordelen med komparativ verdivurdering er at det er en enklere og rimeligere verdssettningsteknikk, men man tror at en fundamental verdssettelse vil drive ut selskapets verdier på en bedre måte.

I kapittel 4 ble de ulike verdsettelsesmetodene presentert. For å få et mer presist estimat av egenkapitalverdien har man valgt å benytte både egenkapital- og total kapitalmetoden. Det vil si at man i videre analyse skal både anvende en direkte og indirekte metode for å finne verdien til NADL sin egenkapital. Ved valg av underliggende modeller har man tatt utgangspunkt i selskapets nåværende situasjon.

Damodaran anbefaler bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen for selskap som betaler utbytte som enten er høyere eller lavere enn fri kontantstrøm til egenkapital, eller i tilfeller hvor dividendeinformasjon er manglende (Damodaran, 2014). Førstnevnte vil være reelt for NADL ettersom selskapets frie kontantstrøm til egenkapitalen ikke fullstendig går til betaling av dividende. Ved utførsel av denne modellen vil den frie kontantstrømmen til egenkapitalen neddiskonteres med egenkapitalkravet. Således vil man også anvende en kontantstrømbasert tilnærming ved total kapitalmetoden. Her vil den frie kontantstrømmen fra drift neddiskonteres ved hjelp av netto driftskrav, også benevnt WACC. Sistnevnte anvendes hovedsakelig for beregningskontroll slik at verdiestimatet blir mest mulig riktig. Likeså utføres det en sensitivitetsanalyse for å belyse usikkerheten i verdiestimatet.

I kapittel 10 fastsatte man en budsjett horisont hvorpå selskapet vil være i konstant vekst. Ved beregning av verdiestimatet til NADL sin egenkapital har man dermed i slutten av budsjett horisonten beregnet en terminal verdi som blant annet påvirkes av en konstant vekstrate. På lang sikt kan ikke veksten til selskapet være større enn det man forventer realveksten i verdensøkonomien kommer til å være, summert med den forventede globale inflasjonen. Knivsfå beregner denne veksten til omtrent 6 % årlig (Knivsfå, K.H., 06.03.14, *Ramme; analyse og framskriving av vekst og driftsinntekter*). Ettersom NADL opererer i en syklisk bransje, forutsetter man at selskapet vil vokse i noe mindre grad enn den generelle økonomien, og har dermed satt en vekstrate lik 5 %.

12.1.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetodens fri kontantstrømmmodell har man anvendt neddiskonteringsfaktorene som ble beregnet i tabell 47. Videre baseres utførselen av denne verdsettelsen på formelen for fri kontantstrøm, som er gitt i kapittel 4.1.1.1. Verdsettelsen gav en egenkapitalverdi på omtrent 20 192 MUSD. For å finne pris per aksje har man valgt å benytte siste tilgjengelige informasjon på antall utestående aksjer. I selskapets første kvartalsrapport for 2014 framkommer det at antall utestående aksjer ved utgangen av mars

måned var 1 585 321 752 (NADL, 2014-Q1). Dette gir en aksjepris på 12,74 USD. Beregningene er vist i tabell 52.

Fri kontantstrøm til egenkapitalen (FKE)											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
(MUSD)											
FKE	647,29	413,51	550,69	651,76	619,75	475,31	281,08	37,09	-254,33	-588,54	427,82
Diskonteringsfaktor	1,07	1,14	1,21	1,29	1,37	1,45	1,54	1,64	1,74	1,85	0,02
Nåverdi	605,61	363,10	454,89	506,61	453,39	327,29	182,17	22,62	-145,97	-317,76	17739,67

Nåverdi FKE	2452
Nåverdi av terminal verdi	17740
Verdi av egenkapitalen	20192
Antall aksjer i million	1585
Aksjeverdi (USD)	12,74

Tabell 52: Aksjeverdi ved egenkapitalmetoden, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.1.2 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden gir egenkapitalverdien til selskapet indirekte ved først å finne verdien til netto driftskapital, og deretter trekke fra verdien av netto finansiell gjeld. Formelen som er benyttet er gjennomgått i kapittel 4.1.2.1. For å finne verdien til netto driftskapital har man diskontert den frie kontantstrømmen fra driften med netto driftskrav som ble utledet i tabell 51. Dette gav et verdiestimat på 12,99 USD per aksje.

Fri kontantstrøm fra drift (FKD)											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
(MUSD)											
FKD	922,64	240,91	405,01	398,68	376,12	252,94	92,93	-103,32	-333,62	-594,72	510,31
Diskonteringsfaktor	1,06	1,12	1,19	1,26	1,34	1,43	1,52	1,61	1,72	1,83	0,03
Nåverdi	870,12	214,26	339,71	315,18	280,10	177,32	61,30	-64,08	-194,45	-325,55	18917,93

Nåverdi FKD	1674
Nåverdi av terminal verdi	18918
Verdi av netto driftskapital	20592
Antall aksjer i million	1585
Aksjeverdi (USD)	12,99

Tabell 53: Aksjeverdi ved fri kontantstrøm fra drift, Kilde: Forfatterne, 2014.

Deretter må man beregne den frie kontantstrømmen fra netto finansiell gjeld, og neddiskontere denne på avkastningskravet til netto finansiell gjeld som ble beregnet i tabell 50. Verdsettelsen ved netto finansiell gjeld gav en aksjepris på 0,84 USD. Beregningen er gitt i tabell 54.

Fri kontantstrøm fra netto finansiell gjeld (FKNFG)											
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
(MUSD)											
FKNFG	275,35	-172,60	-145,69	-253,08	-243,63	-222,37	-188,15	-140,41	-79,29	-6,18	82,49
Diskonteringsfaktor	1,05	1,11	1,18	1,25	1,32	1,40	1,49	1,59	1,70	1,81	0,03
Nåverdi	261,21	-155,09	-123,80	-203,09	-184,37	-158,47	-126,07	-88,33	-46,76	-3,41	2457,23

Nåverdi FKNFG	-828
Nåverdi av terminal verdi	2457
Verdi av netto finansiell gjeld	1328
Antall aksjer i million	1585
Aksjeverdi (USD)	0,84

Tabell 54: Aksjeverdi ved fri kontantstrøm fra netto finansiell gjeld, Kilde: Forfatterne, 2014.

Som nevnt vil man nå kunne finne egenkapitalverdien ved å trekke verdien av sistnevnte fra verdien av netto driftskapital. Dette gir en pris på 12,15 USD per aksje. Utregningen er vist i tabellen nedenfor.

Verdi av netto driftskapital	20592
Verdi av netto finansiell gjeld	1328
Verdi av egenkapitalen	19264
Antall aksjer i million	1585
Verdi av egenkapitalen	12,15

Tabell 55: Aksjeverdi ved total kapitalmetoden, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.1.3 Oppsummering fundamental verdsettelse

Egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden gir ulike estimat, men differansen er minimal. Verdiestimatet per aksje etter egenkapitalmetoden er på 12,74 USD, i motsetning til total kapitalmetoden som gav en verdi på 12,15 USD per aksje. Ettersom estimatene er tilnærmet like, ser man ikke behov for å konvergere disse mot et endelig fundamentalt verdiestimat. I stedet har man valgt å benytte gjennomsnittet av disse som avsluttende verdiestimat etter fundamental verdsette. Dette gir en aksjeverdi på 12,44 USD, slik som vist i tabell 56.

Verdi av egenkapitalen FKE	20191,62
Verdi av egenkapitalen FKD-FKNFK	19264,20
Verdi av egenkapitalen	39455,81
Gjennomsnittlig verdi av EK	19727,91
Antall aksjer i million	1585,32
Verdi av egenkapitalen	12,44

Tabell 56: Aksjeverdi etter fundamental verdsettelse, Kilde: Forfatterne, 2014.

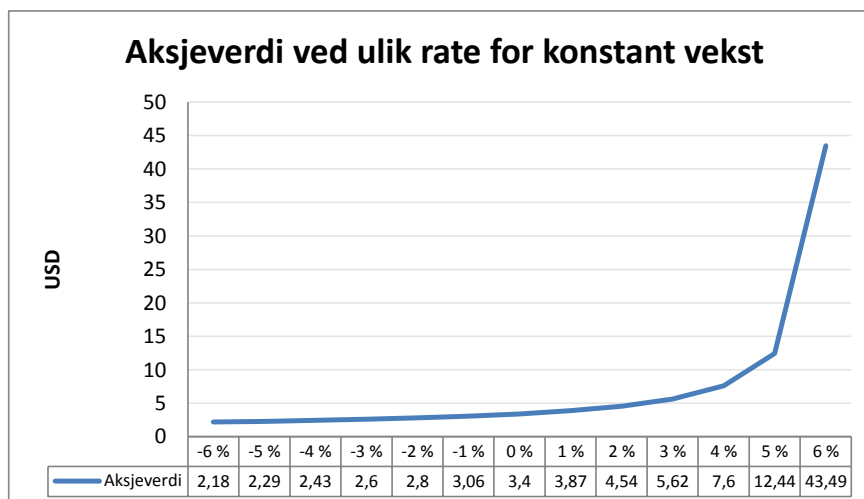
12.2 Sensitivitetsanalyse

Den fundamentale verdsettelsen er basert på ymse forutsetninger som påvirker verdiestimatet som ble utledet i foregående delkapittel. En sensitivitetsanalyse vil avdekke usikkerheten ved de subjektive vurderinger og forutsetninger som er blitt utøvd for videre å kartlegge hvordan endringer i disse påvirker det fundamentale verdiestimatet. Ergo tester en sensitivitetsanalyse hvordan og i hvilken grad endringer i selskapets verdidrivere påvirker verdiestimatet (Koller et.al., 2010 s.298). Analysen utføres ved å endre det man anser som de mest kritiske budsjett- og verdidriverne. Man endrer variablene sekvensielt mens de resterende holdes konstant for å finne ut hvordan endringen gir utslag på verdiestimatet. I utførelsen av sensitivitetsanalyse for NADL sitt verdiestimat anses følgende budsjett drivere som mest kritiske for utviklingen av egenkapitalverdien per aksje: konstant vekstrate, egenkapitalkravet, driftsinntektsveksten, netto driftsmargin, omløpet til driftseiendeler og netto driftskrav.

I den fundamentale verdsettelsen ble NADL sin egenkapitalverdi per aksje beregnet til 12,44 USD dollar. Det er dette verdiestimatet som danner basisen for endringer i sensitivitetsanalysen.

12.2.1 Endringer i konstant vekstrate

Den konstante veksten benyttes som et fratrekk i diskonteringsfaktoren til nåverdiestimatet av kontantstrømmene i «steady state». Det er ved forutsetning om konstant vekst i all videre framtid at man kan utlede terminalverdien. Ser man nærmere på beregningen av de fundamentale verdiene i tabell 52-54, vil man se at terminalverdien utgjør hoved verdien bak egenkapitalverdiestimatet. En endring i den konstante vekstraten, dernest terminalverdi, kan dermed føre til store endringer i selskapets aksjeverdi. Figur 34 viser forholdet mellom konstant vekstrate og NADL sin aksjeverdi.

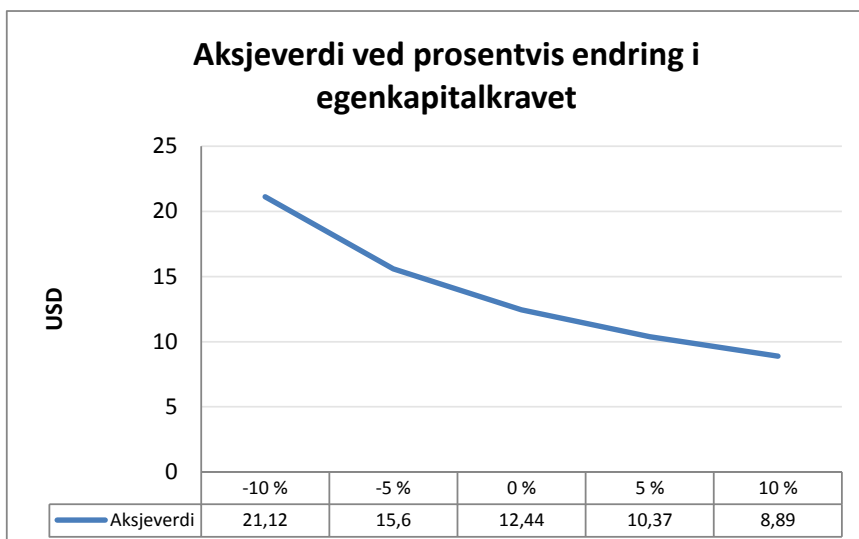


Figur 35: Aksjeverdi ved ulik rate for konstant vekst, Kilde: Forfatterne, 2014.

Figuren ovenfor viser at dersom man hadde økt vekstraten til 6 %, som ble anslått til å være den globale vekstraten, hadde man fått en aksjeverdi på 43,49 USD. Dette er 250 % høyere enn 12,44 USD. Likeså vil en vekstrate på 4 % redusere aksjeverdien med 39 %. Dette illustrerer hvor vesentlig denne driveren er for verdierestimatet, og hvor stor usikkerhet det faktisk er knyttet til estimatet. Den konstante vekstraten ble satt basert på subjektive vurderinger. Dersom vekstraten hadde blitt vurdert annerledes, ville estimatet ikke vært i nærheten av det man nå har estimert.

12.2.2 Endringer i avkastningskravet til egenkapitalen

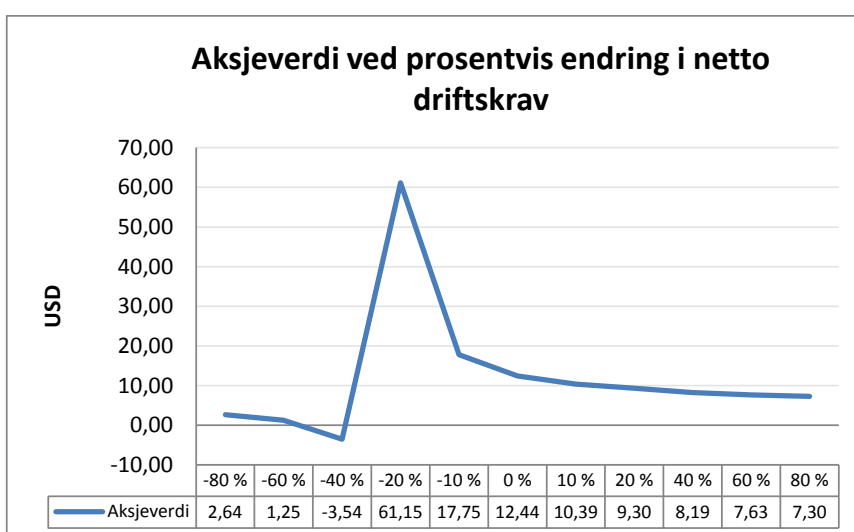
Dette spesifikke avkastningskravet benyttes til å diskontere den frie kontantstrømmen til egenkapitalen, i tillegg til at det inngår i beregningen av netto driftskrav. Verdierestimatet er svært følsomt for endringer i egenkapitalkravet. Aksjeverdiens sensitivitet for endringer er avbildet i figur 35. Dersom man hadde økt egenkapitalkravet med 5 % ville verdien ha blitt redusert til 10,37 USD. Dette utgjør en nedgang på 17 %. Endringen blir forstørret ved en reduksjon av kravet på 10 %. Da øker aksjeverdien med hele 70 % til 21,12 USD. Det skal nevnes at disse prosentvise endringene kun fører til marginale endringer i avkastningskravet til egenkapitalen, likevel øker verdien av NADL sin egenkapital per aksje betraktelig.



Figur 36: Aksjeverdi ved prosentvis endring i egenkapitalkravet, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.2.3 Endringer i avkastningskravet til netto driftskapital

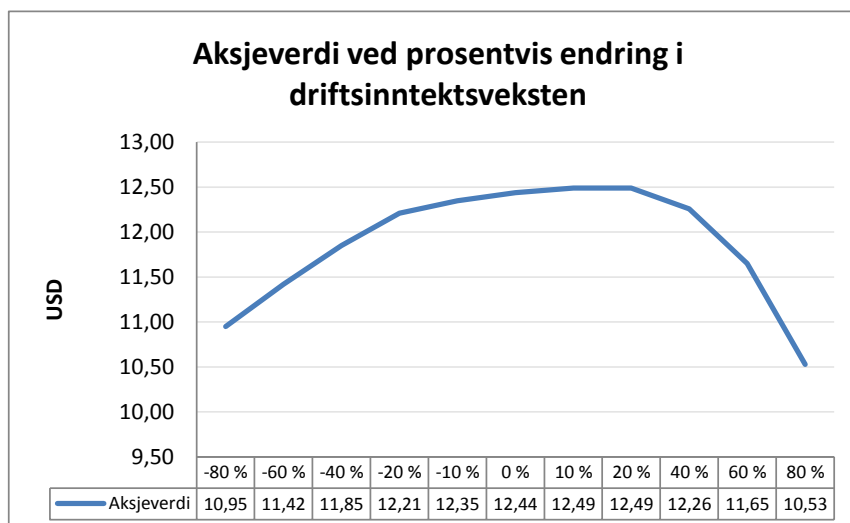
Netto driftskrav betegnes av mange for WACC. Dette kravet utgjør diskonteringsfaktoren til fri kontantstrøm fra drift hvor hensikten med diskonteringen er å estimere egenkapitalverdien indirekte. Følgelig vil endringer i netto driftskrav dermed føre til endringer i aksjeverdien. I figur 36 ser man at den største endringen vil inntreffe dersom man reduserer netto driftskrav med 20 %. I så tilfelle vil aksjeverdien øke til 61,15 USD. Denne prosentvise endringen i den estimerte verdien på 12,44 USD utgjør hele 392 %. Dette viser hvor sensitiv aksjeverdien kan være for endringer i nevnte avkastningskrav.



Figur 37: Aksjeverdi ved prosentvis endring i netto driftskrav, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.2.4 Endringer i driftsinntektsveksten

I framtidsregnskapet ble driftsinntektsveksten budsjettert til en gjennomsnittlig rate på omtrent 11,13 % årlig. I realiteten er budsjetteringen mer variert enn som så. På kort sikt ligger den gjennomsnittlige veksten på 15,08 %, mot 9,64 % på lang sikt. I «steady state» har man faktisk budsjettert med en vekstrate på 5,52 %, som er bransjens historiske vekstrate. Den varierte veksten skyldes delvis det man er kjent med rundt NADL sin framtid og delvis av egne forutsetninger basert på historisk analyse av selskapet. Estimatenes er dermed utsatt for usikkerhet. Videre ønsker man å analysere hvordan gjennomgående, prosentvise endringer vil påvirke verdiestimatet på 12,44 USD. Endringene er illustrert i figur 37.



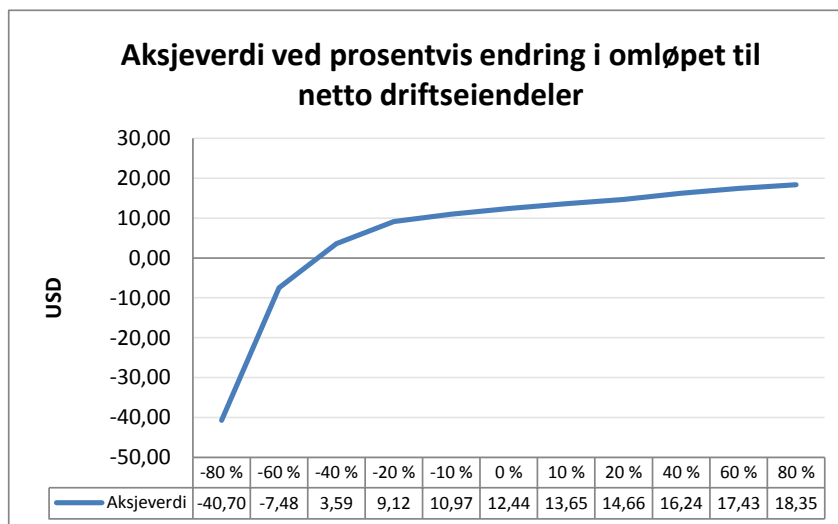
Figur 38: Aksjeverdi ved prosentvis endring i driftsinntektsveksten, Kilde: Forfatterne, 2014.

Figuren gir et interessant bilde av hva som vil hende med verdiestimatet dersom vekstraten til driftsinntekter endres. En økning av vekstraten på 10 % og 20 % gir en ørliten positiv endring på verdiestimatet, og differansen mellom disse er ikke eksisterende. Ved høyere prosentvis økning av vekstraten vil faktisk verdien dale drastisk nedover. Likeså vil prosentvise reduseringer av vekstraten også gi lavere verdiestimat, men dette fallet er ikke like dramatisk som ved en økning på 40 % til 80 %.

12.2.5 Endringer i omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler har vesentlig innvirkning på den estimerte egenkapitalverdien til NADL. Øker man budsjettdriveren med 80 % gjennomgående for hele budsjettperioden, vil verdiestimatet øke med 40 % fra 12,44 USD til 18,35 USD.

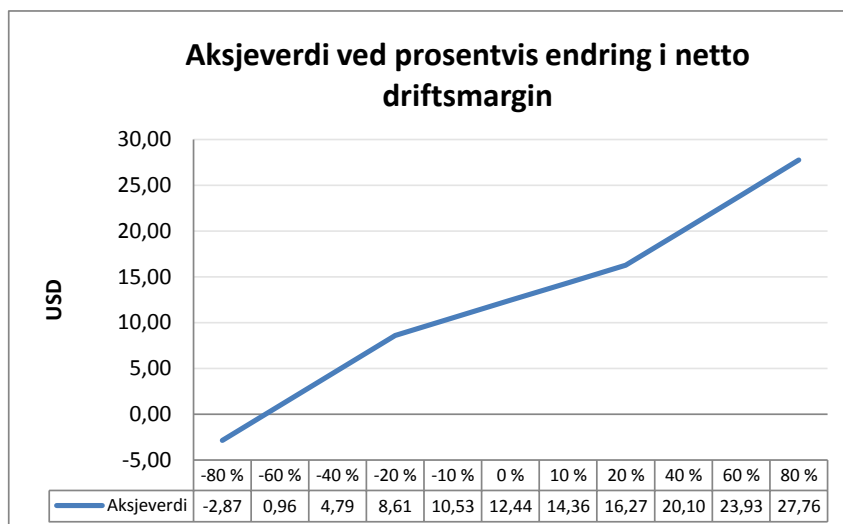
Likevel er det konsekvensen av å underestimere denne budsjettdriveren som utgjør størst reduksjonsfare for verdiestimatet. Faktisk vil verdien falle med hele 427 % ved en reduksjon av det budsjetterte omløpet til netto driftseiendeler på 80 %. Dette gir en negativ verdi på -40,70 USD. Forholdet mellom prosentvise endringer i budsjettdriveren og egenkapitalverdien til NADL per aksje er skissert i figur 38.



Figur 39: Aksjeverdi ved prosentvis endring i omløpet til netto driftseiendeler, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.2.6 Endringer i netto driftsmargin

Når man gjør endringer i netto driftsmargin samtidig som man holder driftsinntekter konstant, vil man i prinsippet gjøre endringer i selskapets estimerte kostnader. Følgelig vil verdiestimatet påvirkes ettersom en endring i selskapets estimerte kostnader vil føre til endringer i nettoresultatet, dernest kontantstrømmene. Figur 39 viser at de prosentvise endringene i budsjettdriveren omtrent fører til lineære endringer i verdiestimatet. En prosentvis endring på ± 10 % vil for eksempel enten øke eller redusere aksjeverdien med 15 %. Aksjeverdien økes og reduseres i større grad ved mer substansielle endringer. Dette illustreres ved brattere linje fra en endring på 20 % og utover. Det vil i dette tilfellet være svært vesentlig å legge merke til at en reduksjon av budsjettert netto driftsmargin på 80 % vil medføre en negativ aksjeverdi. I et virkelighetsscenario hvor en negativ aksje er realitet, vil selskapet trolig være på randen til konkurs.



Figur 40: Aksjeverdi ved prosentvis endring i netto driftsmargin, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.2.7 Oppsummering sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen har avdekket at verdiestimatet er svært følsomt for endringer i de analyserte driverne. Kraftig prosentvis fall i eksempelvis omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin vil gi negativ aksjeverdi, noe som forbindes med konkurs. Likeså gir endringer i konstant vekstrate og netto driftskrav store hopp i egenkapitalverdien. Det er således viktig å være klar over at den estimerte verdien potensielt kan være utsatt for uriktige forutsetninger som forringer eller øker aksjeverdien til NADL i stor grad.

12.3 Komparativ verdsettelse

Den komparative verdsettelsen anvendes som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Årsaken til at man har valgt å supplere den fundamentale verdsettelsesmetoden med en verdsettelse basert på sammenligninger, er at NADL er et nytt selskap med begrenset egenhistorie, noe som betyr at en fundamental verdsettelse alene ikke vil være tilstrekkelig for å vurdere egenkapitalens verdi.

De sammenlignbare selskapene man vil anvende i videre analyse er allerede presentert i kapittel 3. Bransjeutvalget utgjør Diamond Offshore, Ensco plc, Noble Drilling, Odfjell Drilling, Ocean Rig og Songa Offshore. Framover vil kalkuleringene av de ulike multiplikatorene være basert på gjennomsnittet eller medianen av disse, slik at man får et bransjesnitt som videre anvendes som et multiplum. Valg av multiplikatorer falt på P/E, P/B, EV/EBITDA og EV/EBIT. Det er disse forholdstallene som blir anvendt mest i praksis.

P/E multiplikatoren sier noe om tidshorisonen for når man kan forvente å få tilbake det fulle investerte beløpet i selskapet gjennom selskapets fortjeneste. Således angir denne multiplikatoren i hvilken grad selskapet er billig eller dyrt. Det anses dermed som relevant å anvende et multippel av denne karakter. Noen mener likevel at dette forholdstallet ikke er tilstrekkelig innholdsmessig. Det argumenteres for at multiplikatoren er utsatt for sykliske forhold, og at det estimerte forholdstallet ikke nødvendigvis avspeiler riktig bilde av selskapets forhold. Sistnevnte skyldes særlig at de ulike selskapene har diversifiserte avskrivningsmetoder og endatil, inkludert poster som ikke nødvendigvis har med driften å gjøre, noe som påvirker resultatet. I tillegg tar ikke multiplikatoren hensyn til kapitalstruktur, noe både EV/EBIT og EV/EBITDA gjør. Derfor har man også inkludert disse i den videre analysen. Videre argumentasjon for å inkludere sistnevnte multiplikatorer er at det er færre selskaper som har negativ EBIT, og da særlig EBITDA, enn det det er som har negativt årsresultat. Dette betyr at man kan inkludere langt flere bedrifter når man skal beregne en gjennomsnittlig multiplikator (Koller et.al., s.314). Av ovenfor nevnte årsaker kan man dermed konkludere med at disse forholdstallene er svært nyttig for bedrifter i sektorer som er sykliske og/eller krever store investeringer i infrastrukturen i en lang periode, slik som i oljesektoren (Damodaran, 2002, s.501).

EV/EBITDA og EV/EBIT multiplikatorene skilles fra hverandre ved at avskrivninger og amortisering ikke er inkludert i førstnevnte. Dette skillet er vesentlig i riggbransjen ettersom alderen på selskapenes riggflåte er svært variert, hvorpå de med eldre riggflåte som regel har lavere avskrivningskostnader enn selskaper med nyere riggflåte. Likevel har man valgt å inkludere EV/EBIT multiplikatoren ettersom man mener at økte avskrivningskostnader i forbindelse med nyere riggflåte utlignes mot reduserte driftskostnader på grunn av at flåten er mer effektiv. Disse multiplikatorene vil på et vis utfylle hverandre.

P/B multiplikatoren blir ofte anvendt på grunn av at den gir et enkelt, stabilt og intuitivt mål på verdi, sammenlignet med markedsprisen. Investorer bruker ofte denne multiplikatoren for å kartlegge hvorvidt en aksje er over- eller underpriset, sidestilt med andre sammenlignbare selskaper (Damodaran, 2002, s.511). I videre analyse har man inkludert dette forholdstallet for å få en enkel ekstra beregning slik at man får et mest mulig riktig verdiestimat.

Forholdstallene i den komparative analysen er basert på utgående tall fra selskapenes årsrapporter for 2013 samt valutakurser og sluttpris på aksjer fra 31.12.13. Alle verdier er hovedsakelig gitt i millioner USD dersom ikke annet er nevnt. Dette gjelder ikke for multiplikatorverdiene og aksjeprisene.

12.3.1 P/E multiplikator

For å beregne P/E multiplikatoren til bransjeutvalget har man benyttet sluttpris per aksje per 31.12.13. Likeledes har man funnet fortjeneste per aksje basert på selskapenes årsrapporter for 2013, hvorpå fortjenesten følgelig er basert på utgående tall. I tillegg har man konvertert Odfjell sin sluttpris på aksjen fra 41 NOK til 6,76 USD basert på valutakurser fra 31.12.13 (XE Currency Converter, 2014). Songa Offshore er ekskludert fra denne vurderingen ettersom selskapet leverte negative tall i 2013.

P/E multiplikator						
Bransjeutvalget:	Diamond	EnSCO	Noble	Odfjell	Ocean Rig	Songa
Markedspris per aksje 31.12.2013	54.95	56.37	36.56	6.76	19.03	X
Fortjeneste per aksje	3.95	6.08	3.05	0.34	0.48	X
P/E	13.91	9.27	11.99	19.87	39.65	X
Bransjeutvalgets snitt	18.94					

Tabell 57: P/E multiplikator, Kilde: Forfatterne, 2014.

Slik som man ser av tabell 57 er bransjemultiplikatoren beregnet til 18,94. Det er dette forholdstallet som vil anvendes for å finne NADL sin aksjeverdi basert på forholdet mellom pris og fortjeneste. NADL sin fortjeneste per aksje er innhentet fra selskapets årsrapport for 2013. Tabellen nedenfor viser at en verdsettelse ved hjelp av bransjeutvalgets gjennomsnittlige P/E verdi, gir NADL en aksjeverdi på 19,70 USD.

P/E verdsettelse av NADL	
Bransjeutvalgets P/E	18.94
Fortjeneste per aksje	1.04
Aksjeverdi	19.70

Tabell 58: Aksjeverdi ved P/E multiplikator, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.3.2 P/B multiplikator

P/B multiplikatoren er beregnet som gitt i kapittel 4.2.3. Ved å dividere bransjens markedspris per aksje med bokført egenkapitalverdi per aksje, har man fått en multiplikator på 0,97.

P/B multiplikator						
Bransjeutvalget:	Diamond	Ensco	Noble	Odfjell	Ocean Rig	Songa
Markedspris per aksje 31.12.2013	54.95	56.37	36.56	6.76	19.03	0.51
Bokført egenkapitalverdi per aksje	33.35	55.43	35.73	5.65	22.62	5.00
P/B	1.65	1.02	1.02	1.20	0.84	0.10
Bransjeutvalgets snitt	0.97					

Tabell 59: P/B multiplikator, Kilde: Forfatterne, 2014.

Denne multiplikatoren, sammen med NADL sin bokførte egenkapitalverdi, gir en aksjeverdi på 3,66 USD, slik som vist i tabell 60. Dette er hittil det laveste verdiestimatet man har fått på NADL.

P/B verdsettelse av NADL	
Bransjenutvalgets P/B	0.97
Bokført egenkapitalverdi per aksje	3.77
Aksjeverdi	3.66

Tabell 60: Aksjeverdi ved P/B multiplikator, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.3.3 EV/EBITDA multiplikator

Denne multiplikatoren tar hensyn til selskapenes kapitalstruktur ved å fratrekke netto finansiell gjeld etter at multiplikatoren har blitt anvendt. Her har kun rentebærende gjeld blitt tatt hensyn til. Formel for framgangsmåte er gitt i kapittel 4.2.4. Bransjeutvalgets gjennomsnittlige multiplikatorverdi ble utregnet til 7,24, slik som vist i tabellen nedenfor.

EV/EBITDA multiplikator						
Bransjeutvalget:	Diamond	Ensco	Noble	Odfjell	Ocean Rig	Songa
Markedspris per aksje	54,95	56,37	36,56	6,76	19,03	0,51
Utestående aksjer	139	231	253	200	132	216
Markedsverdi egenkapital	7639,97	13015,83	9260,21	1351,09	2506,77	110,85
Markedsverdi gjeld	2494,14	4766,40	5556,25	1272,35	3993,24	1058,37
Kontanter	347,01	165,60	114,46	200,90	605,47	440,12
Firmaverdi (EV)	9787,11	17616,63	14702,00	2422,54	5894,54	729,10
EBITDA	1189,70	2370,50	2000,98	392,95	542,43	212,68
EV/EBITDA	8,23	7,43	7,35	6,16	10,87	3,43
Bransjeutvalgets snitt	7,24					

Tabell 61: EV/EBITDA multiplikator, Kilde: Forfatterne, 2014.

Ved å multiplisere 7,24 med NADL sin EBITDA på 548,60 MUSD, og deretter trekke fra netto finansiell gjeld, får man NADL sin egenkapitalverdi i henhold til EV/EBITDA fra komparative selskaper. Egenkapitalverdien divideres på antall utestående aksjer, og man får en aksjeverdi på 7,07 USD.

EV/EBITDA verdsettelse av NADL	
Bransjeutvalgets EV/EBITDA	7.24
EBITDA	548.60
Markedsverdi gjeld	2447.90
Kontanter	84.10
Utestående aksjer	227.63
Aksjeverdi	7.07

Tabell 62: Aksjeverdi ved EV/EBITDA multiplikator, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.3.4 EV/EBIT multiplikator

EV/EBIT multiplikatoren er som tidligere nevnt tilnærmet lik EV/EBITDA multiplikatoren, men her inngår avskrivninger og amortisering. Songa Offshore har igjen blitt ekskludert grunnet negativ multiplikator. I tabell 63 er bransjeutvalgets gjennomsnittlige EV/EBIT beregnet til 12,86.

EV/EBIT multiplikator						
Bransjeutvalget:	Diamond	Ensco	Noble	Odfjell	Ocean Rig	Songa
Markedspris per aksje	54,95	56,37	36,56	6,76	19,03	X
Utestående aksjer	139	231	253	200	132	X
Markedsverdi egenkapital	7639,97	13015,83	9260,21	1351,09	2506,77	X
Markedsverdi gjeld	2494,14	4766,40	5556,25	1272,35	3993,24	X
Kontanter	347,01	165,60	114,46	200,90	605,47	X
Firmaverdi (EV)	9787,11	17616,63	14702,00	2422,54	5894,54	X
EBITDA	1189,70	2370,50	2000,98	392,95	542,43	X
Avskrivninger og amortisering	388,09	611,90	879,42	145,18	235,47	X
EBIT	801,61	1758,60	1121,56	247,77	306,95	X
EV/EBITDA	12,21	10,02	13,11	9,78	19,20	X
Bransjeutvalgets snitt	12,86					

Tabell 63: EV/EBIT multiplikator, Kilde: Forfatterne, 2014.

Multiplikatorverdien er multiplisert med NADL sin EBIT, i henhold til formel i kapittel 4.2.4. Deretter er netto finansiell gjeld fratrukket for å justere for kapitalstruktur. Beregningene i tabell 64 gir en aksjeverdi på 9,99 USD.

EV/EBIT verdsettelse av NADL	
Bransjeutvalgets EV/EBIT	12.86
EBIT	360.60
Markedsverdi gjeld	2447.90
Kontanter	84.10
Utestående aksjer	227.63
Aksjeverdi	9.99

Tabell 64: Aksjeverdi ved EV/EBIT multiplikator, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.3.5 Oppsummering komparativ verdsettelse

Verdsettelse ved sammenligning har gitt oss fire gjennomsnittlig bransjeestimat som er brukt som multiplikatorer mot NADL sine tall. Multiplikatorene har alle gitt ulike aksjeverdier, og man har videre valgt å vekte disse for å få et endelig estimat. Hver multiplikatormodell har sine tilhengere som argumenterer for bruk av den spesifikke multiplikator. Ettersom alle har sine fordeler og ulemper, og alle disse trolig vil slå ut på verdiestimatet til NADL, har man valgt å vekte dem likt. Den komparative verdsettelsen gir NADL en aksjeverdi på 10,11 USD. Utrekningen er vist i tabell 65.

Egenkapitalverdi ved komparativ verdsettelse				
	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT
Multiplikatorverdi	18.94	0.97	7.24	12.86
Aksjeverdi NADL	19.70	3.66	7.07	9.99
Vekt	0.25	0.25	0.25	0.25
Aksjeverdi	10.11			

Tabell 65: Aksjeverdi ved komparativ verdsettelse, Kilde: Forfatterne, 2014.

12.4 Verdiestimat av North Atlantic Drilling Ltd.

Ettersom man har anvendt fundamental verdsettelse som hoved metode av årsaker som er gitt tidligere i dette kapittelet, vil man ved det endelige verdiestimatet av North Atlantic Drilling Ltd. vektlegge denne verdsettelsen tyngre. Basert på det fundamentale og komparative verdiestimatet på henholdsvis 12,44 USD og 10,11 USD, samt tilhørende vekter, har man kommet fram til et aksjeverdiestimat på 11,66 USD. Utrekningen er vist i tabellen nedenfor.

Verdiestimater av North Atlantic Drilling Ltd.		
Verdsettelsesmetode	Aksjeverdi	Vekt
Fundamental verdsettelse	12,44	2/3
Komparativ verdsettelse	10,11	1/3
North Atlantic Drilling Ltd.	11,66	1

Figur 41: Verdiestimater av North Atlantic Drilling Ltd., Kilde: Forfatterne, 2014.

12.5 Konklusjon og handlingsstrategi

Formålet med oppgaven har vært å utarbeide et verdiestimater av North Atlantic Drilling Ltd. sin egenkapitalverdi, for å kunne vurdere hvilket investeringspotensial som ligger i selskapet.

Gjennom den strategiske analysen ble det avklart at selskapet ikke har en vedvarende strategisk fordel, men at selskapet på kort sikt har fordelaktige interne ressurser, deriblant den moderne riggflåten. Likeledes ble det i lønnsomhetsanalysen konkludert med at selskapet har en superprofitt som både stammer fra en bransjeorientert strategisk fordel, samt en intern fordel i egenkapitalens lønnsomhet. Fordelen ble forringet av et høyt egenkapitalkrav, og den videre superprofitten ble anslått til å være midlertidig.

Boreriggmarkedet er velkjent for sine sykliske egenskaper som følger makroøkonomiske forhold. I dag er markedet under press, hovedsakelig forårsaket av lave investeringer og overkapasitet. Pessimismen i markedet er forventet å vedvare på kort sikt, men man har antatt at det foreligger større potensial i markedet på lang sikt.

Ved sammenstilling av den strategiske og regnskapsbaserte analysen, har man utledet et framtidsregnskap. Dette regnskapet har dannet grunnlaget for verdivurdering ved fundamental analyse. Den fundamentale verdsettelsen ble utført ved bruk av egenkapital- og totalkapitalmetoden. Disse gav et verdiestimater på henholdsvis 12,74 USD og 12,99 USD. Det endelige fundamentale verdiestimater ble utregnet ved å benytte gjennomsnittet av disse, noe som resulterte i et estimater på 12,44 USD. Det er knyttet stor usikkerhet til dette verdiestimater. Dette er blant annet illustrert gjennom sensitivitetsanalysen. Her fant man at verdiestimater er svært følsomt for endringer i budsjettdriverne. Særlig urovekkende var det å finne at marginale endringer i selskapets omløp til netto driftseiendeler gav store utslag i verdiestimater. Deriblant en negativ aksjeverdi på -40,70

USD, noe som er forbundet med konkurs. Slike momenter vil tas i betraktning når man angir handlingsstrategi.

Den fundamentale verdsettelsen har blitt supplert med en komparativ verdsettelse. Denne verdsettelsen er utført ved applikasjon av fire multiplikatorer innhentet fra bransjeutvalget. P/E multiplikatoren gav et verdiestimat på 19,70 USD, mens P/B gav en aksjeverdi på 3,66 USD. Videre ble det utledet et verdiestimat ved bruk av EV/EBITDA multiplikatoren på 7,07 USD. Ved å innkalkulere nedskrivninger og amortisering, ble verdiestimatet endret til 9,99 USD. De respektive verdiestimatene ble vektet likt, noe som gav et endelig verdiestimat ved komparativ verdsettelse på 10,11 USD.

North Atlantic Drilling Ltd. sin egenkapitalverdi per aksje er estimert til 11,66 USD. Verdiestimatet er beregnet ved å vektlegge den fundamentale verdsettelsen tyngst, og sette den sammen med verdiestimatet fra komparativ verdsettelse. Denne verdien differensierer seg marginalt fra selskapets markedsverdi den 6.juni, 2014 på 11,20 USD. Vårt verdiestimat er dermed kun 4 % høyere enn markedsverdi.

På bakgrunn av forutsetningene og prognosene som er foretatt, og som har ledet til verdiestimatet på 11,20 USD, har man en nøytral investeringsanbefaling. Selv om verdsettelsen viste en marginal underprising, har man basert på sensitivitetsanalysen sett at det kan foreligge store forskjeller i verdiestimatet dersom det ikke er hold i de subjektive vurderingene som har blitt utført.

Man har dermed skjellige grunner til å tro at markedet priser North Atlantic Drilling Ltd. korrekt, og at man fra et investorperspektiv kan anvende markedet som et verktøy for å danne potensielle handlingsstrategier rundt North Atlantic Drilling Ltd. sin aksje.

13. Kildeliste

Bøker

Bellandi, F. (2012). *Dual Reporting for Equity and Other Comprehensive Income under IFRS and U.S. GAAP*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2011). *Corporate Finance*. Boston: Pearson Education Inc.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2009). *Investments*. New York: McGraw-Hill/Irwin

Brigham, E. F., Ehrhardt, M.C. (2011). *Financial Management: Theory and Practice*. Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning.

Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2011). *Applied Corporate Finance*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Eklund, T. & Knutsen, K. (2011). *Regnskapsanalyse: Aktiv bruk av regnskapet*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

Fladstad, H.N. & Tofteland, A. (2005). *Finansregnskap vurdering og analyse*. Bergen: Fagbokforlaget.

Hitt, M.A., Ireland, R.D. & Hoskisson, R.E. (2009). *Strategic Management: Competitiveness and Globalization: Concepts & Cases*. Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning.

Hveem, D.J., Mjølhus, J., Nordstoga, H. & Plahte, A. (2010). *Personlig økonomi 2010/2011*. Oslo: Cappelen Damm AS

Jakobsen E.W., Lien L.B. (2001). *Ekspansjon: Strategi for forretningsutvikling*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Johnson, G., Scholes, K. & Whittington, R. (2011). *Exploring strategy*. Harlow: FT Prentice Hall/Pearson.

Kaiser, M. J., (2013). *The Offshore Drilling Industry and Rig Construction in the Gulf of Mexico*. London: Springer London Ltd.

- Kinserdal, A. (1990). *Regnskapsanalyse*. Oslo: Bedriftsøkonomenes Forlag A/S
- Kinserdal, A. (2006). *Finansiell rapportering og analyse*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Kinserdal, A. (2010). *Grunnleggende finansregnskapsforståelse*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Kvifte, S.S., Tofteland, A. & Bernhoft, A.K. (2011). *Finansregnskap: God regnskapsskikk og IFRS*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Penman, S.H. (2004). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Penman, S.H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Porter, M. E. (1987). *Konkurransestrategi*. Kolboyn: Nikolai Olsens trykkeri
- Roos G., Krogh G. V. & Roos J. (2010). *Strategi - en innføring*. Bergen: Vigmostad Et Bjørke AS.
- Spiceland, D.J., Sepe, J.F. & Nelson, M.W. (2013). *Intermediate Accounting*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Sørensen, O. (2009). *Regnskapsanalyse og verdiansettelse - En praktisk tilgang*. København: Narayana Press, Gylling.
- Thoresen, O. (2011). *Verdsettelse av aksjer: En fullstendig introduksjon til kunsten å verdsette aksjeselskaper med hendige tips, verdivurderingsverktøy og praktiske eksempler*. Oslo: Hegnar media
- Titman, S. & Martin, J.D. (2011). *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions*. Boston: Pearson Education, Inc.

Elektroniske artikler

- Andersen, I. (2014). *Nå kommer spesialriggene til Statoil*. Hentet fra <http://www.tu.no/petroleum/2014/01/19/na-kommer-spesialriggene-til-statoil>

- Barclays Capital. (2013). *Global 2014 E&P Spending Outlook*. Hentet fra <http://www.pennenergy.com/content/dam/Pennenergy/online-articles/2013/December/Global%202014%20EP%20Spending%20Outlook.pdf>
- Bjerke E. (2010). *Her er årsaken til Deepwater Horizon-ulykken*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/energi/2010/09/08/her-er-arsaken-til-deepwater-horizonulykken>
- Bjørsvik, B.T., (2013). *27 rigger til klassing neste tre år*. Hentet fra <http://www.petro.no/nyheter/rigg-og-boring/27-rigger-til-klassing-neste-tre-ar/961caac5-c040-4434-a64c-9f70080531f3>
- Dahl, G.A., (2004). Mulige fallgruver ved bruk av konsernregnskap ved verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans, 2004, Vol.21(02), 79-86*. Hentet fra http://www.idunn.no.ezproxy.uis.no/file/pdf/33226842/pof_2004_02_pdf.pdf
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans, 2004, Vol.21(01), 43-52*. Hentet fra http://www.idunn.no.ezproxy.uis.no/ts/pof/2004/01/verdsettelse_med_bruk_av_multiplikatorer
- Gibbs, D. (2014). *North Atlantic Drilling Is Protected Against the Drilling Downturn*. Hentet fra <http://www.fool.com/investing/general/2014/03/20/north-atlantic-drilling-is-protected-against-the-d.aspx>
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans, 2007, Vol.24(02), 3-17*. Hentet fra <http://www.idunn.no.ezproxy.uis.no/ts/pof/2007/02>
- Landre, E. (2013). *Ekspertene svekket i troen på Seadrill*. Hentet fra <http://e24.no/boers-og-finans/ekspertene-svekket-i-troen-paa-seadrill/20330031>
- Landre E. og Framstad A.P., (2014) *Analytiker om Seadrill-Ingen lyspunkter i riggmarkedet*. Hentet fra <http://e24.no/energi/seadrill/analytiker-om-seadrill-ingen-lyspunkter-i-riggmarkedet/22783201>
- Lewis, H.Ø.(2012). *Ny Seadrill-sjef:- Vi flytter for at andre skal vokse*. Hentet fra <http://www.aftenbladet.no/energi/Ny-Seadrill-sjef-Vi-flytter-for-at-andre-skal-vokse-3044881.html>
- Payne, S. (2010). *KPMG: Unconventionals driving 2010 E&P M&A activity*. Hentet fra http://www.epmag.com/Production/KPMG-Unconventionals-driving-2010-EP-MA-activity_73917
- Porter, M. E. (2008). *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*. *Harvard Business*

Review, 86(1), 24-41. Hentet fra

https://noppa.aalto.fi/noppa/kurssi/26e03600/materiaali/26E03600_porter_michael_e._2008_.pdf

Elektroniske rapporter

Baffes, J. & Damir C. (2014). *Commodity Markets Outlook*. Hentet fra

http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/GEP/GEP2014a/Commodity_Markets_Outlook_April_2014.pdf

Energy Information & Administration (2014a). *What Drives Crude Oil Prices?* Hentet fra

<http://www.eia.gov/finance/markets/demand-oecd.cfm>

Energy Information & Administration (2014b). *What Drives Crude Oil Prices?* Hentet fra

<http://www.eia.gov/finance/markets/supply-opec.cfm>

Faraguna, J. & Freer, D.(2013). *Oil & Gas Global Salary Guide*. Hentet fra

http://www.hays.com/cs/groups/hays_common/@og/@content/documents/promotionalcontent/hays_920901.pdf

Miljødirektoratet. (2013). *Olje og gass*. Hentet fra

<http://www.miljostatus.no/Tema/Hav-og-kyst/Olje-og-gass/>

Nordea. (2012). *Oil Market Outlook 2013-14*. Hentet fra

<http://research.nordeamarkets.com/en/files/121203-Nordea-Oil-Market-Outlook-2013-14.pdf>

Norsk olje & gass (2009). *077 – Norsk olje og gass anbefalte retningslinjer for felles brukerkostnader for mobile rigger / boreskip*. Hentet fra

<http://www.norskoljeoggass.no/Global/Retningslinjer/%C3%98konomi/077%20-%20Retningslinjer%20for%20felles%20brukerkostnader%20for%20mobile%20rigger%20boreskip.pdf>

Norsk olje & gass (2013). *Konjunkturrapport 2013: Fortsatt høy aktivitet – i en fortsatt usikker verden*. Hentet fra

http://www.norskoljeoggass.no/Global/2013%20Dokumenter/Publikasjoner/NOROG%20konjunktur_2013%20Konjunkturrapporten.pdf

Opplæringskontoret for oljerelaterte fag. *Olje og miljø*. Hentet fra

http://www.oof.no/documents/faktahefte_miljo_web.pdf

Osmundsen, P., Rosendahl, K.E. & Skjerpen, T. (2012). *Understanding rig rate*. Hentet fra <https://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/DP/dp696.pdf>

RS Platou Markets AS. (2013). *Floater market bright long term demand but watch out for bifurcation*. Hentet fra <http://moogas.org/wp-content/uploads/2013/09/Market-for-Drilling-Rigs-Anders-Bergland.pdf>

Årsrapporter

NADL. (2011-2013). *Annual Report 2011-2013*. Bermuda: NADL.

Diamond Offshore. (2006-2013). *Annual Report 2006-2013*. Houston: Diamond Offshore.

EnSCO plc. (2009-2013). *Annual Report 2009-2013*. England: EnSCO plc.

Noble Drilling. (2006-2013). *Annual Report 2006-2013*. Cayman Islands: Noble Drilling.

Odfjell Drilling. (2010-2013). *Annual Report 2010-2013*. Bermuda: Odfjell Drilling.

Ocean Rig. (2011-2013). *Annual Report 2011-2013*. Marshall Islands: Ocean Rig.

Songa Offshore (2006-2013). *Annual Report 2006-2013*. Kypros: Songa Offshore.

NADL. (2014). *Annual Report 2013 on Form 20-F*. Hentet fra http://www.nadlcorp.com/stream_file.asp?iEntityId=1408

NADL. (2014-Q1). *First quarter 2014 results*. Hentet fra http://www.nadlcorp.com/stream_file.asp?iEntityId=1409

Nettsider

Board of Governors of the Federal Reserve System. (2014). U.S. Treasury Bonds. Hentet 20.03.14 og 22.05.14 fra <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

Damodaran, A. (2014). The Data Page. Hentet 20.03.14 fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (2014). V.Beyond Inputs: Choosing and Using the Right Model- Discounted Cashflow Valuation. Hentet 30.05.14 fra <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/model.pdf>

Diamond Offshore (2014). About Diamond Offshore. Hentet 26.02.14 fra <http://www.diamondoffshore.com/diamond-offshore-profile>

Enscopl (2014). About us. Hentet 26.02.14 fra <http://www.enscoplc.com/About-Us/default.aspx>

Lederkilden (2014). EV/EBIT. Hentet 07.02.14 fra <https://www.lederikilden.no/oppslag/ordliste/ev-ebit>

Maersk Drilling. (2014). The phases of drilling. Hentet 14.03.14 fra <http://maerskdrilling.com/aboutus/the-drilling-industry/pages/the-drilling-industry.aspx>

NADL. (2014)a. Fleet concepts. Hentet 10.01.14 fra http://www.nadlcorp.com/drilling_units/fleet_concepts

NADL. (2014)b. Drilling units. Hentet 10.01.14 fra http://www.nadlcorp.com/drilling_units

NADL (2014)c. North Atlantic in brief. Hentet 14.02.14 fra http://www.nadlcorp.com/about_the_company/north_atlantic_drilling_in_brief

NADL (2014)d. Flett status report. Hentet 10.02.14 fra http://www.nadlcorp.com/stream_file.asp?iEntityId=1410

NADL (2014)e. Dividend policy and history. Hentet 14.02.14 fra http://www.nadlcorp.com/investor_relations/dividends

Noble (2014). About us. Hentet 26.02.14 fra <http://www.noblecorp.com/about-noble/>

Ocean Rig (2014). About us. Hentet 26.02.14 fra http://www.ocean-rig.com/our_company/about_us

Odfjell Drilling (2014), About Odfjell Drilling. Hentet 26.02.14 fra <http://www.odfjelldrilling.com/About/>

OECD. (2014).Corporate and Capital Income Taxes. Hentet 22.05.14 fra http://www.oecd.org/tax/tax-policy/tax-database.htm#C_CorporateCapital

Oslo Børs (2014). Brent Oil. Hentet 03.05.14 fra
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/commodityGraph?newt_source=feed.index.idcene.OIL&newt_ticker=C%3APBROUSDBR\SP

Oslo Børs (2014). Oslo Børs Benchmark Index. Hentet 13.05.14 fra
<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexOverview?ticker=OSEBX>

Songa Offshore (2014). Company overview. Hentet 26.02.14 fra
<http://www.songaoffshore.com/Pages/Company-Overview.aspx>

Standard & Poor`s. (2014). Credit Ratings Definitions & FAQs. Hentet 17.03.14 fra
http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us#def_1

Statsbudsjettet. (2013-2014). Nasjonalbudsjettet 2014. Hentet 10.05.14 fra
<http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2014/Dokumenter1/Budsjettdokumenter/Nasjonalbudsjettet-2010/Meld-St-1/2-De-ekonomiske-utsiktene/24-Petroleumssektoren/>

Verdensklasse. (2014). Utbygging og produksjon. Hentet 12.01.14 fra
<http://www.verdensklasse.no/fakta/?id=759&t=Utbygging-og-produksjon>

XE Currency Converter. (2014). Current and Historical Rate Tables. Hentet 01.06.14 fra
<http://www.xe.com/currencytables/?from=USD&date=2013-12-31>

Yahoo Finance (2014). Historical Prices. Hentet 22.05.14 fra

NADL:	http://finance.yahoo.com/q/hp?s=NADL+Historical+Prices
Diamond Offshore:	http://finance.yahoo.com/q/hp?s=DO+Historical+Prices
EnSCO plc:	http://finance.yahoo.com/q/hp?s=ESV+Historical+Prices
Noble Drilling:	http://finance.yahoo.com/q/hp?s=NE+Historical+Prices
Odfjell:	http://finance.yahoo.com/q/hp?s=ODF.OL+Historical+Prices
Ocean Rig:	http://finance.yahoo.com/q/hp?s=ORIG+Historical+Prices
Songa Offshore:	http://finance.yahoo.com/q/hp?s=SONG.OL+Historical+Prices
S&P500:	http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EGSPC+Historical+Prices

14. Tabelloversikt

Tabell 1: Oversikt over NADL sine kontraktinngåelser.....	26
Tabell 2: Oversikt over NADL sin utbyttehistorikk.....	27
Tabell 3: Porters fem krefter analyse.....	57
Tabell 4: Oversikt over innsatsfaktorer.....	58
Tabell 5: Oversikt over betingelsene.....	58
Tabell 6: SVIMA-TESTEN.....	61
Tabell 7: Tabulert resultatregnskap.....	65
Tabell 8: Tabulert balanse.....	66
Tabell 9: Omgrupperte eiendeler.....	67
Tabell 10: Omgruppert egenkapital og gjeld.....	70
Tabell 11: Omgruppert balanse og presentasjon av utgående egenkapital.....	72
Tabell 12: Detaljert omgruppert resultatregnskap fraskilt unormale kostnader.....	73
Tabell 13: Omgruppert resultatregnskap.....	75
Tabell 14: Uren opptjening i egenkapitalen.....	75
Tabell 15: Normalisert skattekostnad.....	78
Tabell 16: Likviditetsgrad 1.....	81
Tabell 17: Rentedeckningsgrad.....	82
Tabell 18: Egenkapitalandel.....	83
Tabell 19: Netto driftsrentabilitet.....	84
Tabell 20: Konkurranssynlighet.....	85
Tabell 21: Risikokarakter (grenseverdier).....	85
Tabell 22: Syntetisk rating.....	86
Tabell 23: Risikofri rente etter skatt.....	89
Tabell 24: Markedets risikopremie.....	90
Tabell 25: Forretningsbeta.....	91
Tabell 26: Netto driftskapitalbeta.....	92
Tabell 27: Historisk egenkapitalkrav.....	93
Tabell 28: Kredittrisikopremie etter skatt.....	95
Tabell 29: Historisk finansielt gjeldskrav etter skatt.....	95
Tabell 30: Historisk avkastningskrav til finansielle eiendeler.....	96
Tabell 31: Historisk avkastningskrav til netto finansiell gjeld.....	96
Tabell 32: Historisk avkastningskrav til netto driftskapital.....	97
Tabell 33: Egenkapitalens superrentabilitet.....	100
Tabell 34: Ekstern og intern strategisk fordel.....	101
Tabell 35: Driftens superrentabilitet.....	104
Tabell 36: "Common-size" analyse.....	105
Tabell 37: Dekomponert netto driftsrentabilitet.....	108
Tabell 38: NADL sin netto finansiell gearing.....	112
Tabell 39: Bransjen sin netto finansiell gearing.....	112
Tabell 40: NADL sin kontraktlogg.....	121
Tabell 41: Oppsummering av budsjett drivere.....	129
Tabell 42: Framtidig resultatregnskap.....	130
Tabell 43: Framtidig balanse.....	130
Tabell 44: Framtidig kontantstrøm.....	130
Tabell 45: Framskrivning av risikofri rente.....	132
Tabell 46: Framtidig egenkapitalbeta.....	133
Tabell 47: Framtidig egenkapitalkrav.....	133
Tabell 48: Framtidig finansiell gjeldskrav.....	134
Tabell 49: Framtidig krav til finansielle eiendeler.....	134
Tabell 50: Framtidig krav til netto finansiell gjeld.....	134

Tabell 51: Framtidig netto driftskrav	135
Tabell 52: Aksjeverdi ved egenkapitalmetoden.....	138
Tabell 53: Aksjeverdi ved fri kontantstrøm fra drift.....	138
Tabell 54: Aksjeverdi ved fri kontantstrøm fra netto finansiell gjeld	139
Tabell 55: Aksjeverdi ved totalkapitalmetoden.....	139
Tabell 56: Aksjeverdi etter fundamental verdsettelse	139
Tabell 57: P/E multiplikator.....	147
Tabell 58: Aksjeverdi ved P/E multiplikator	147
Tabell 59: P/B multiplikator	148
Tabell 60: Aksjeverdi ved P/B multiplikator	148
Tabell 61: EV/EBITDA multiplikator	148
Tabell 62: Aksjeverdi ved EV/EBITDA multiplikator.....	149
Tabell 63: EV/EBIT multiplikator.....	149
Tabell 64: Aksjeverdi ved EV/EBIT multiplikator	150
Tabell 65: Aksjeverdi ved komparativ verdsettelse.....	150

15. Figuroversikt

Figur 1: Strukturmodell	12
Figur 2: Olje-og gassindustriens verdikjede	14
Figur 3: Kontantstrømsretningen i riggmarkedet.....	16
Figur 4: North Atlantic Drilling sine riggtyper.....	17
Figur 5: Fordeling av rigger etter operatør og type boreenheter andre kvartal 2011	19
Figur 6: NADL aksjekursutvikling	27
Figur 7: "Top-down"-analyse.....	42
Figur 8: Oversikt over brent oljepriser.	44
Figur 9: Sammenhengen mellom OPEC sin ledig produksjonskapasitet og råoljepriser.	46
Figur 10: Oversikt over globale E&P investeringer.	48
Figur 11: Utsikter for E&P investeringer i 2014	49
Figur 12: Porters fem krefter analyse.....	52
Figur 13: Gjennomsnittlig flåtealder.	56
Figur 14: SWOT-analyse	62
Figur 15: Sammenligning av NADL og bransjeutvalgets egenkapitalkrav.	93
Figur 16: Egenkapitalrentabilitet	99
Figur 17: Forholdet mellom NADL sin egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav.....	100
Figur 18: Ekstern fordel.....	101
Figur 19: Netto driftsrentabilitet	103
Figur 20: Netto driftsmargin.....	105
Figur 21: «Common-size» analyse av netto driftsresultat.....	107
Figur 22: Omløpet til netto driftseiendeler	107
Figur 23: Netto finansiell gjeldsrente	110
Figur 24: Netto rentemargin.....	110
Figur 25: Netto finansiell gjeldsgrad	111
Figur 26: Dekomponert egenkapitalrentabilitet.....	113
Figur 27: Vekst i driftsinntekter	116
Figur 28: Vekst i driftsresultat.....	117
Figur 29: Utvikling i driftsinntektsvekst	122
Figur 30: Forventet utvikling i driftsinntekter.	122
Figur 31: Utvikling i omløpet til netto driftseiendeler	124
Figur 32: Utvikling i netto driftsmargin.....	126
Figur 33: Utvikling i finansiell gjeldsdel	127
Figur 34: Utvikling i finansiell eiendelsdel	128
Figur 35: Aksjeverdi ved ulik rate for konstant vekst	141
Figur 36: Aksjeverdi ved prosentvis endring i egenkapitalkravet.....	142
Figur 37: Aksjeverdi ved prosentvis endring i netto driftskrav.....	142
Figur 38: Aksjeverdi ved prosentvis endring i driftsinntektsveksten.....	143
Figur 39: Aksjeverdi ved prosentvis endring i omløpet til netto driftseiendeler	144
Figur 40: Aksjeverdi ved prosentvis endring i netto driftsmargin	145
Figur 41: Verdiestimat av North Atlantic Drilling Ltd.....	151