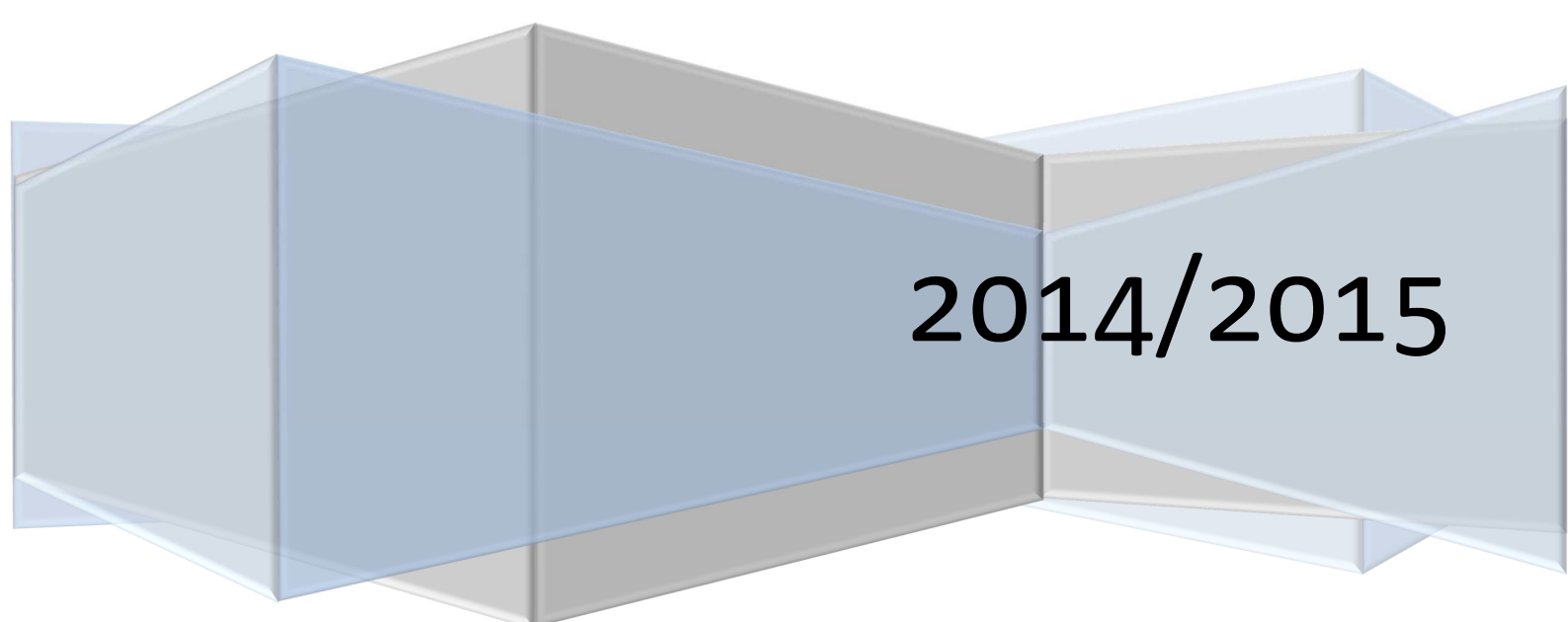


Universitet I Stavanger

Verdivurdering av Fred Olsen Energy ASA

FXMAEMBA100 MA Executive MBA HØST 2014/Vår 2015

Studentnummer 204423



2014/2015



Universitetet
i Stavanger

MASTEROPPGAVE
Executive MBA

STUDIEPROGRAM:

Executive Master of Business Administration

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

Nei

TITTEL:

Verdivurdering av Fred Olsen Energy ASA

ENGELSK TITTEL:

A valuation of Fred Olsen Energy ASA

FORFATTER(E)

Studentnummer:

204423

Navn:

Jørn Mathisen

VEILEDER:

Lars Atle Kjøde

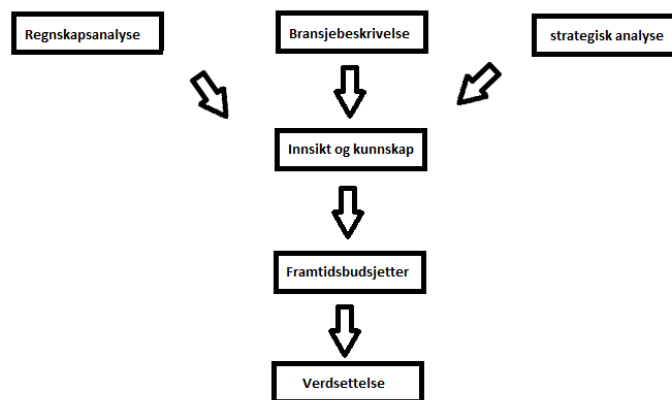
OPPGAVEN ER MOTTATT I FIRE – 4 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger, 15/05 2015

Underskrift UiSEVU:.....

Sammendrag

Denne masteroppgaven i studieprogrammet «Executive Master of Business Administration» har som hovedmål å verdsette riggselskapet Fred. Olsen Energy ASA. Verdsettelsen er i hovedsak basert på en fundamental verdsettelse som er utført ut fra ståstedet til en veldiversifisert investor. Rammeverket som er anvendt for verdsettelsen er:



For å få etablert et godt grunnlag til den fundamentale verdsettelsen er det utført en regnskapsanalyse, strategisk analyse og en beskrivelse av bransjen. Med analysene og beskrivelsen som basis er det blitt estimert framtidspregninger. Det er også estimert avkastningskrav på egenkapitalen og den finansielle gjelden, som resulterte i det fremtidige avkastningskravet.

Det estimerte fremtidige avkastningskravet og de estimerte framtidspregningene dannet grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen. Den fundamentale verdsettelsen er bygd opp rundt modellen med nåverdiberegning av fri kontantstrøm til totalkapitalen. For å analysere risikoen og sårbarheten til verdsettelsen ble det utført en sensitivitetsanalyse på modellen med hensyn på fremtidige avkastningskrav, terminalverdien og skattesatsen.

For å underbygge resultatet fra den fundamentale verdsettelsen blir det utført en komparativ verdsettelse, hvor det brukes et gitt bransjeutvalg innen riggbransjen som basis. For å gjøre den komparative verdsettelsen ble multiplikatoren Pris-Inntjening og Pris- bok anvendt.

Etter å ha gjennomført alle ledd i rammeverket blir det konkludert med en kjøpsanbefaling av aksjer i Fred Olsen Energy.

Innholdsfortegnelse

Forord	8
1. Innledning	9
1.1 Problemstilling.....	9
1.2 Faglitteratur	9
1.3 Avgrensning av utredningen.....	9
1.4 Struktur.....	10
2. Bransjebeskrivelse	11
2.1 Oljevirkosomhetens verdikjede	11
2.2 Ulike typer rigger.....	12
2.3 Konkurrenter.....	14
3. Fred Olsen Energy ASA	15
3.1 Bakgrunn	15
3.2 Oversikt over riggflåten.....	16
3.3 Kontraktoversikt.....	17
3.4 Aksjekurs og aksjonærer	18
3.5 Utbytte.....	19
4. Metode	20
4.1 Fundamental verdsettelse	20
4.1.2 Egenkapitalmetoden	22
4.1.3 Totalkapitalmetoden.....	24
4.1.4 Kapitalverdimodellen	25
4.1.5 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)	27
4.2 Komparativ verdsettelse	28
4.2.1 Multiplikatorsverdimetoden.....	28
4.2.2 Substansverdimetoden.....	29
4.3 Opsjonsprisinde modeller.....	29
4.4 Valg av verdsettelses metode og rammeverk	30
5. Strategisk analyse	31
5.1 Makroøkonomiske forhold	32
5.1.1 Pris, produksjon og etterspørsel av olje.....	32

5.1.2	Tilbud og etterspørsel av rigger på verdensbasis	34
5.2	Ekstern analyse; Porters fem krefter	36
5.2.1	Potensielle inntrengere	37
5.2.2	Forhandlingsmakt til kunder	38
5.2.3	Forhandlingsmakt til leverandører	39
5.2.4	Trusler fra substitutter	41
5.2.5	Rivalisering blant eksisterende aktører.....	41
5.2.6	Oppsummering av Porters fem krefter	43
5.3	Intern analyse: SVIMA	44
5.3.1	Finansiell kapital	45
5.3.2	Fysisk kapital	46
5.3.3	Organisatoriske- og Kunnskaps ressurser.....	47
5.3.4	Relasjonskapital	48
5.3.5	Oppsummering SVIMA-analysen.....	48
5.4	Konklusjon og oppsummering av strategisk analyse	49
6.	Regnskapsanalyse.....	50
6.1	Rammeverk og forutsetninger	50
6.2	Presentasjon av tall.....	52
6.3	Trailing.....	55
6.4	Omgruppering og normalisering.....	56
6.4.1	Utbytte fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital.....	56
6.4.2	Kartlegge brudd på kongruensprinsippet.....	57
6.4.3	Normale poster og unormale poster	58
6.4.4	Omgruppere balanseposter.....	60
6.5	Justering av målefeil	62
6.6	Presentasjon av omgruppert og justert finansregnskap	64
7.	Analyse av lønnsomhet og vekst	65
7.1	Egenkapitalens avkastningskrav	66
7.1.1	Risikofri rente	67
7.1.2	Markedets risikopremie	68
7.1.3	Beta til egenkapitalen	68
7.1.4	Egenkapitalkrav.....	70

7.2	Avkastningskrav til netto finansiell gjeld.....	71
7.3	Avkastningskrav til netto driftskapital	72
8.	Lønnsomhetsanalyse.....	73
8.1	Analyse av drift.....	73
8.2	Analyse av vekst	75
8.2.1	Analyse av vekst i driftsinntekter.....	75
8.2.2	Vekst i driftsresultat	77
8.3	Konkursrisiko og likvidetsrisiko.....	79
8.4	Konklusjon lønnsomhetsanalyse	79
9.	Framtidskrav.....	80
9.1	Kapitalstruktur	81
9.2	Avkastningskrav på egenkapitalen.....	82
9.3	Avkastningskrav på finansiell gjeld	83
9.4	Fremtidig avkastningskrav.....	84
10.	Fremtidsregnskap.....	85
10.1	Valg av budsjettthorisont.....	86
10.2	Estimat på fremtidige driftsinntekter.....	87
10.3	Kontraktsfestede driftsinntekter.....	88
10.4	Prognose for fremtidige driftsinntekter	90
10.4.1	Dyp- og ultradypvannssegmentet.....	91
10.4.2	Norsk kontinentalsokkel	94
10.4.3	Britisk sokkel	97
10.5	Totale driftsinntekter.....	100
10.6	Prognoser på kostnader	100
10.6.2	Prognose på fremtidige lønnskostnader.....	101
10.6.3	Prognoser for avskrivninger og nedskrivninger	101
10.6.4	Prognose for andre driftskostnader.....	102
10.6.5	Prognose for skatt.....	103
10.7	Omløp netto driftseiendeler	104
10.8	Beregning av fri kontantstrøm fra drift	106
11.	Verdsettelse	107
11.1	Valg av modell.....	107

11.2	Verdiestimat for Fred Olsen Energy	108
11.3	Sensitivitetsanalyse	109
11.3.2	Driftskatt	109
11.3.3	Terminal verdi	110
11.3.4	Avkastningskrav	110
11.3.5	Oppsummering sensitivitetsanalyse	111
11.4	Komparativ verdsettelse	111
11.4.2	Pris-Inntjening (P/E)	111
11.4.3	Pris-bok (P/B)	112
11.4.4	EV/EBITDA	112
11.4.5	Oppsummering komparativ verdsettelse	113
12.	Konklusjon og handlingstrategi	114
	Kildeliste	115
	Tabelloversikt	117
	Figuroversikt	119

Begrepsavklaring

CAPM	Capital Asset Pricing Model (Kapitalverdimodellen)
DDAS	Dolphin Drilling AS
DDL	Dolphin Drilling Limited
E&P	Exploration and production
EBIT	Earnings Before Interest and Tax, (Driftsresultat)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization, Driftsresultat pluss nedskrivninger og avskrivninger
EK	Egenkapital
EV	Enterprise Value (Firmaverdi)
FE	Finansiell eiendeler
FG	Finansiell gjeld
FKD	Fri kontantstrøm fra drift
FKE	Fri kontantstrøm til egenkapital
FKNFG	Fri kontantstrøm fra netto finansiell gjeld
FKS	Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital
FOE ASA	Fred Olsen Energy ASA
IFRS	International financial reporting standards
INV	Investeringer
NBU	Netto betalt utbytte
NDE	Netto driftseiendeler
NDK	Netto driftskapital
NDR	Netto driftsresultat
NFG	Netto finansiell gjeld
NFI	Netto finansinntekter
NFK	Netto finanskostnader
NGAAP	Norwegian Generally Accepted Accounting Principles
NIBOR	Norwegian Inter Bank Offered Rate
NOK	Norske Kroner
OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index
SVIMA	Sjelden Viktig Ikke-imiterbar Mobilisert Approprieterbar
USD	Amerikanske dollar
WACC	Average Cost of Capital Weighted

Forord

Masteravhandlingen er den avgjørende brikken for å fullføre masterstudiet i studieprogrammet «Executive Master of Business Administration» ved Universitetet i Stavanger. Med en bakgrunn som sivilingeniør ved NTNU og 15 års arbeidserfaring fant jeg ut at faglig påfyll innen fagområdet økonomi og finans vil være nyttig. Med denne bakgrunn og etter egne undersøkelser fant jeg ut at en verdsettelse av et selskap vil være det rette for meg. Med bare begrenset bakgrunn innen økonomi generelt, og lite innen verdsettelsesemnet, var jeg vel vitende om at dette ville være krevende og at jeg måtte tilegne meg mye kunnskap underveis.

Med erfaring siden 1996 innen petroleumsrelatert industri- og service som arbeidsbakgrunn og det faktum at jeg er ansatt i Dolphin Drilling AS, ble det naturlig at Fred Olsen Energy ASA ble valgt som selskap i verdsettelsen. Jeg ser på selskapet som meget solid og godt rustet for fremtiden, og det er et selskap som jeg naturligvis har et veldig godt forhold til. Med dette som basis har jeg hatt god motivasjon for utredningen.

Jeg vil gi en stor takk til min veileder Lars Atle Kjøde som har vært til stor inspirasjon og hjelp under hele prosessen med avhandlingen. Den som både gav meg tips om selve studiet og støtte til å sette i gang med studieprogrammet «Executive Master of Business Administration» ved Universitetet i Stavanger var min tidligere leder Vidar Skjelbred i Songa Offshore, og han fortjener en stor takk. Jeg vil også takke Dolphin Drilling ved Joakim Kleppe som støttet meg både i at jeg skulle fullføre studieprogrammet, men også at jeg skulle skrive om Fred Olsen Energy. Ved hjelp av Joakim Kleppes assistanse ble jeg satt i kontakt med Jannicke Nergaard Berg i Fred Olsen Energy ASA som har bistått meg gjennom hele verdsettelsesoppgaven. Sist, men ikke minst, vil jeg takke min kone Silje Mathisen og mine barn som har gitt meg full støtte gjennom hele masterstudie.

Stavanger, mai 2015

Jørn Mathisen

1. Innledning

I dette første kapittelet av utredningen blir forutsetningene som er gitt for å gjøre verdsettelse av Fred Olsen Energy ASA (FOE ASA) presentert. Dette omhandler valg av problemstilling, hensikten med verdsettelsen og avgrensningene som er gjort i denne verdivurderingen. Til slutt presenteres en gjennomgang av strukturen for utredningen

1.1 Problemstilling

Slik det fremkommer av tittelen til masteroppgaven, er problemstillingen: «Hva er verdien av selskapet FOE ASA?». Med dette er med andre ord formålet å finne en verdi på egenkapitalen til FOE ASA som gjør at en kan gi en handlingstrategi om kjøp, hold eller salg av aksjen på den dagen verdsettelsen er utført. Metodikken dette gjøres på er å se på aksjens verdi på børsen og sammenligne denne med de analysene som fremkommer gjennom utredningen. Dette er en høyaktuell problemstilling for FOE ASA og de andre aktørene innen riggbransjen, siden disse nylig har opplevd en drastisk nedgang i aksjekurs grunnet makroforhold i den vesentlige nedgangen i oljeprisen i samme periode.

1.2 Faglitteratur

Som utgangspunkt til utredningen er metodene som Kjell Henry Knivsflå beskriver i sine forelesningsnotater i emnet BUS440 «Rekneskapsanalyse og verdivurdering» (Knivsflå, 2014) anvendt. Som faglitteratur har bøkene «Investment Valuation» av Aswath Damodaran (A. Damodaran, 2012) og «Financial Statement Analysis» av Stephen H. Penman (Penman, 2013) vært sentrale.

1.3 Avgrensning av utredningen

Denne utredningen er begrenset til å gi et helhetlig bilde av riggbransjen og et dybdedykk av FOE ASA som selskap. For utredningen er det valgt å analysere FOE ASA basert på et sammenlignbart bransjeutvalg innen riggbransjen. Valget som ble tatt av bransjeutvalget vil naturligvis påvirke verdsettingen av FOE ASA. Valg av et underlegent bransjeutvalg vil resultere i at FOE ASA blir verdsatt høyere enn hvis bransjeutvalget er overlegent, noe som vil resultere i lavere vurdert verdi av selskapet.

Som en konsekvens av at utredningen skrevet av en person er det også ressursbegrensinger. Derfor er oppgaven begrenset til perspektivet for en ekstern analytiker som kun har tilgang til offentlig informasjon i form av årsrapporter og tilgjengelige nyheter i media. Siden det kontinuerlig kommer ny informasjon er datainnsamling avsluttet 30. april 2015, ved publisering av FOE ASA sin årsrapport for 2015. Verdsettelsen er basert på en fundamental verdsettelse som er utført ut fra ståstedet til en veldiversifisert investor, noe som gjør at den fokuserer på selgere eller kjøpere av aksjer i FOE ASA.

1.4 Struktur

Oppbygningen av utredningen er bygd opp på følgende måte og med følgende inndeling:

- Presentasjon av riggbransjen og FOE ASA
- Beskrivelse av metodikkene som kan anvendes som verdsettelsesteknikk av et selskap eller eiendel

Fundamental verdsettelse er teknikken som blir anvendt i denne utredningen av FOE ASA. For å gjøre selve verdsettingen av FOE ASA kan man dele denne inn i tre deler:

- Strategisk analyse av interne og eksterne forhold
- Regnskapsanalyse av FOE ASA og sammenligning med bransjeutvalget
- Fremtidsprognose, hvor en forener analysene fra de to punktene over

I fremtidsprognosen blir den frie kontantstrømmen diskontert med det relevante avkastningskravet, som da gir et verdiestimat av FOE ASA. På bakgrunn av verdiestimatet kan en foreslå en handlingstrategi.

2. Bransjebeskrivelse

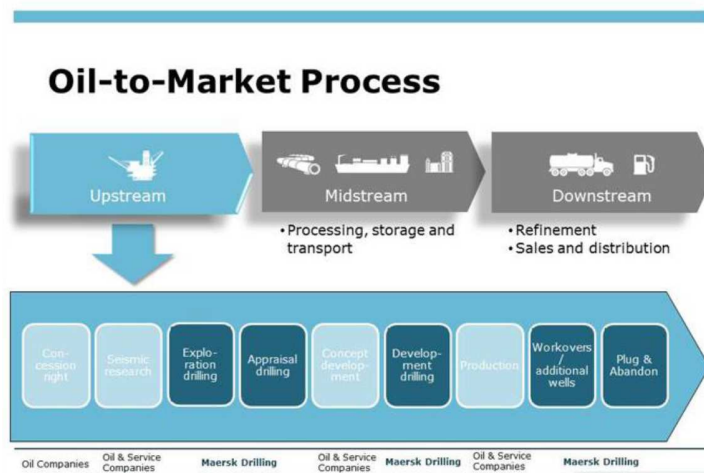
Dette kapittelet gir et nærmere innblikk i riggbransjen Fred. Olsen Energy ASA (FOE ASA) operer i. Petroleumsindustrien er en global industri som blant annet inkluderer utforskning, utvinning, produksjon, lagring, frakt og /eller salg av oljeprodukter. Her utgjør riggselskapene en viktig del ved å tilby borerigger og tjenester.

For å få et bedre innblikk i prosessene og elementene som inngår i bransjen vil det bli gjennomgått bransjens verdikjede. Det blir gitt en kort beskrivelse av riggbransjen og de ulike type bore-rigger som finnes. Med dette som startsted vil man bedre kunne forstå selskapet og ha en god basis før den strategiske analysen av FOE ASA.

2.1 Oljevirkosomhetens verdikjede

Olje- og gass industriens verdikjede blir ofte delt inn i følgende tre hoveddeler (se figur 1.1).

- Oppstrøm; Oppstrømsektoren omfatter industrien Exploration and Production (E & P), dvs. leting og produksjon av olje og gass.
- Midtstrøm; Midtstrømsektoren er prosessene der råolje og gass blir transportert fra oljefelt til raffinerier og videre til utvalg. Midtstrøm blir av noen inkludert i nedstrømsektoren, men regnes i industrien som et eget segment.
- Nedstrøm; Nedstrømsektoren omfatter raffinering, salg og distribusjon av olje og gass produkter. Eksempler på produktene som distribueres er bensin, diesel, propan og asfalt.



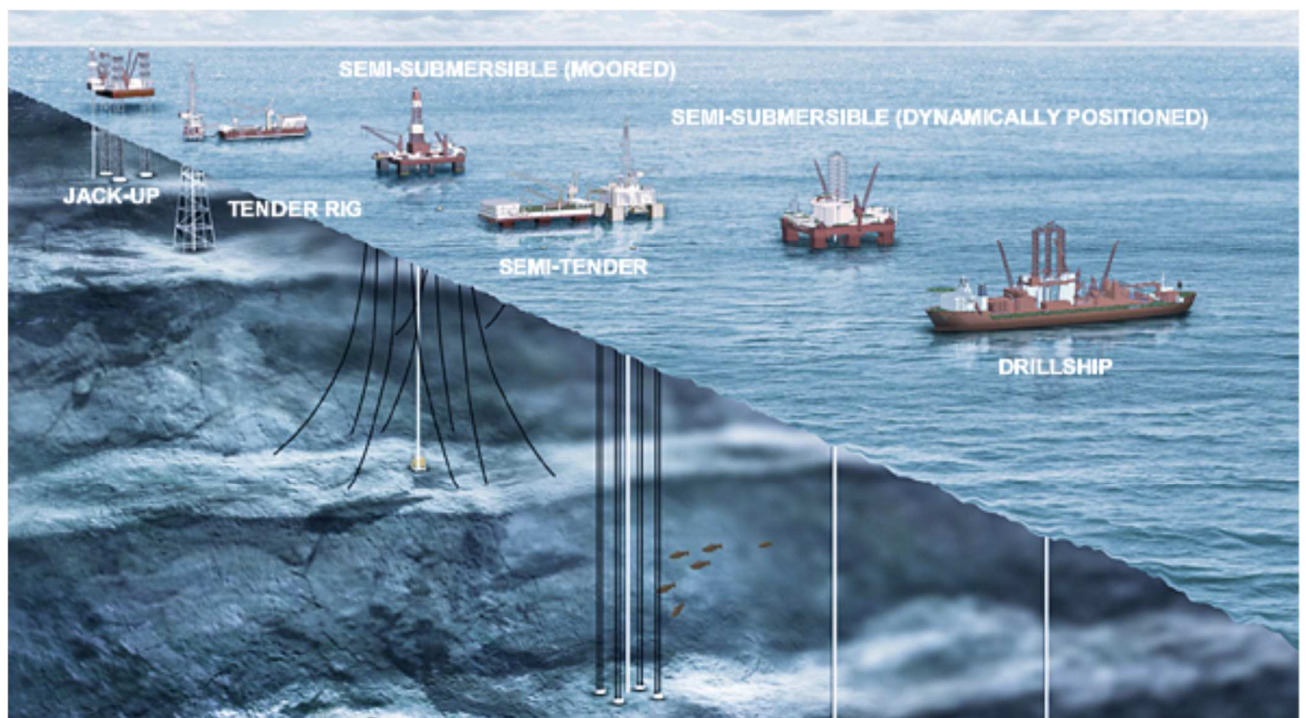
Figur 1.1 Verdikjede olje og gass. Kilde (www.maerskdirilling.com, 2015)

2.2 Ulike typer rigger

Riggbransjen, som FOE går inn under, hører til i oppstrømsektoren av verdikjedene i oljevirkksomheten. Selskapene som inngår i riggbransjen eier borerigger som blir kontrahert til oljeselskap. Oljeselskapene har rettigheter til leting og produksjon av olje og gass fra spesifikke felt. Siden oljeselskapene ikke vil ha riggene selv skaper de etterspørselen etter mobile borerigger som skal brukes til både å lete etter olje og utvikle funn.

På markedet opereres det med flere typer rigger som tar høyde for ulike behov, blant annet som klimatiske forhold, mobilitet, stabilitet og evnen til å operere på ulik havdyp. Boreriggene er konstruert for at de kan bevege seg mellom oljefeltene (se også figur under). Eksempler på ulike riggtypen er illustrert i Figur 1,2, og inkluderer:

- Oppjekkbar rigger (Jack-up)
- Tender Rigger
- Halvt nedsenkbare rigger (fortøyde)
- Halvt nedsenkbare rigger (Dynamisk posisjonert)
- Boreskip



Figur 1.2 Ulike riggtypen. Kilde (www.nadlcorp.com, 2015)

Jack-Up

En Jack-up er en type mobil borerigg som i hovedsak består av et flytende skrog utstyrt med vanligvis 3 eller 4 bevegelige ben. Benene er i stand til å heve riggen. Oppdriftsskroget muliggjør forflytning mellom de respektive oljefeltene. Når Jack-up riggen er på ønsket lokasjon heves riggen til ønsket høyde over vannflaten samtidig som bena er sikret på havbunnen. Bena er konstruert slik at det står stødig og sikkert på havbunnen. Måten disse blir sikret på er avhengig av grunnforholdene på havbunnen som bena skal stå på. Jack-up-er normalt sett ikke selvdrevne og er avhengige av slepebåter for å gjøre en forflytning. Jack-up rigger har vanligvis et bruksområde fra 6 meter opptil 120 meters havdybde.

Halvt nedsenkbare rigger

Halvt nedsenkbare rigger (Semi-submersibles) er flytende borerigger. Riggene kan holde sin ønsket posisjonen ved enten å være fortøyde på havbunnen eller ved bruk av dynamisk posisjonering. Boreriggen består i hovedsak av et hoveddekk som inneholder borepakken som skal utføre boreoperasjonene, støttesystemer og boligkvarteret. Hoveddekket står på vertikale kolonner koblet til 2 horisontale pongtonger. Riggene heves og senkes med bruk av et ballastsystemet som er i pongtongene under vannlinjen. Halvt nedsenkbare borerigger kan utføre boreoperasjoner fra ca 70m havdybde og opp til 3000 meters havdybde for de nyeste riggene. Halvt nedsenkbare borerigger har et bedre design for røff sjø enn andre riggtyper og er derfor generelt det foretrukne valget av rigger i Nordsjøen.

Boreskip

Boreskip er spesialkonstruerte skip bygget for å utføre boreoperasjoner. De nye boreskipene som konstrueres og bygges i dag kan bore på ultra dypt havdyp, opptil 3600 meter. Det fleste boreskip er utstyrt med Dynamisk posisjonering, og siden de er bygd som skip med egen motorkraft er disse de mest mobile boreenhetene.

Tender rigger

Tender rigger er støtteplattformer for borerigger og faste plattformer. De er typisk utstyrt med lagringskapasitet, helikopterdekk, kraner og boligkvarter. Tenderrigger være både lekter, Jack-up eller halvt nedsenkbare rigg. Tender rigger utfører ikke boreoperasjoner.

2.3 Konkurrenter

Offshore leting og oljeutvinning startet i den Mexicanske Gulven i 1947, og oppstarten av produksjon i Nordsjøen slutten av 1960-årene. På bakgrunn av dette er markedet for leteboring og oljeutvinning offshore et modent marked. I perioden fra starten og frem til nå har det vært en stadig utvikling av teknologi innen borerigger av alle typer. Blant de siste utviklingene er de nye 6. generasjons borerigger som spesialbygget for arktiske områder.

En undersøkelse av selskaper som tilbyr boretenester viser at det finnes mange selskaper med ulik størrelse. Noen selskaper er små og har kun noen få rigger mens andre selskaper er store og har mange rigger. I tabell 2.1 presenteres noen av disse riggselskapene. Tabellen inneholder både rigger som er under bygging og rigger som ikke er i operasjon.

Selskap	Rigger med kontrakt	Riggflåte	Utnyttelsesgrad
Diamond Offshore	23 riggs	39 riggs	59.0%
KCA Deutag	42 riggs	46 riggs	91.3%
Maersk Drilling	20 riggs	25 riggs	80.0%
Noble Drilling	25 riggs	32 riggs	78.1%
North Atlantic Drilling Ltd.	7 riggs	11 riggs	63.6%
Northern Offshore Ltd	3 riggs	6 riggs	50.0%
Ocean Rig ASA	7 riggs	13 riggs	53.8%
Odfjell	19 riggs	24 riggs	79.2%
Rowan	27 riggs	34 riggs	79.4%
Saipem	15 riggs	16 riggs	93.8%
Seadrill Ltd	40 riggs	63 riggs	63.5%
Songa Offshore AS	3 riggs	7 riggs	42.9%
Stena Drilling	5 riggs	9 riggs	55.6%
Transocean Ltd.	56 riggs	83 riggs	67.5%

Tabell 2.1 Rigger fordelt etter operatør og utnyttelsesgrad. Kilde (www.rigzone.com, 2015)

Når vi ser FOE i denne sammenheng er det med sine 11 rigger et mindre selskap. Riggflåten til selskapet består av ni halvt nedsenkbare rigger og to boreskip. Når en komparativ analyse blir utført er det viktig å ha innsikt i konkurrerende selskaper. Selskaper som er listet opp i tabellen over brukes i en komparativ analyse for sammenligning.

3. Fred Olsen Energy ASA

3.1 Bakgrunn

Selskapet til Fred. Olsen & Co. ble opprettet helt tilbake til 1848, da Olsen-familien startet opp med linjefart. Med tiden har Fred. Olsen utvidet og har eierinteresser også i andre virksomheter. Dette har vært fra klokkeindustrien, luftfart, skipsbygging, olje- og gassleting og offshore services og selskapet har i dag betydelige internasjonale interesser (www.fredolsen.no, 2015).

Fred. Olsen Energy ASA ble dannet i 1997 hvor alle energirelaterte aktiviteter tilknyttet til Fred. Olsen's selskaper ble samlet. Majoritetseierne i FOE ASA er Ganger Rolf ASA og Bonheur ASA som ble stiftet på slutten av 1800-tallet. Både Bonheur ASA og Ganger Rolf ASA kontrolleres av Olsen-familien hvor Styreformann er Anette Olsen. I hovedsak består FOE ASA av to divisjoner (www.fredolsen-energy.com, 2015)





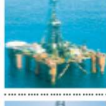


- Boretjenester
 - Dolphin Drilling ASA (Norge) og Dolphin Drilling Limited (Internasjonalt)
- Ingeniør- og fabrikkdivisjon
 - Harland & Wolff som er et verft i Belfast

Verftet Harland & Wolff i Belfast ble i 1989 kjøpt av Fred. Olsen & Co. Forretningsområdet er hovedsakelig innen skips- og rigg reparasjoner, fabrikasjon, ingeniørtjenester og aktiviteter knyttet til fornybare energisektoren (konstruksjon av offshore vindmøller). Aktiviteten ved verftet har siden overtagelsen blitt kraftig redusert, og det er i dag er ca. 500 ansatte og til sammenligning var det ca 3 000 ansatte i 1989 da FOE ASA overtok.

Av de to divisjonene er de riggdivisjonen som er klart dominerende. Av selskapets totale driftsinntekter i 2014 bidro denne divisjonen for ca 98 prosent. Dette gjør at verdsettelsen av FOE ASA i hovedsak vil fokusere på virksomheten innen boretjenester.

3.2 Oversikt over riggflåten

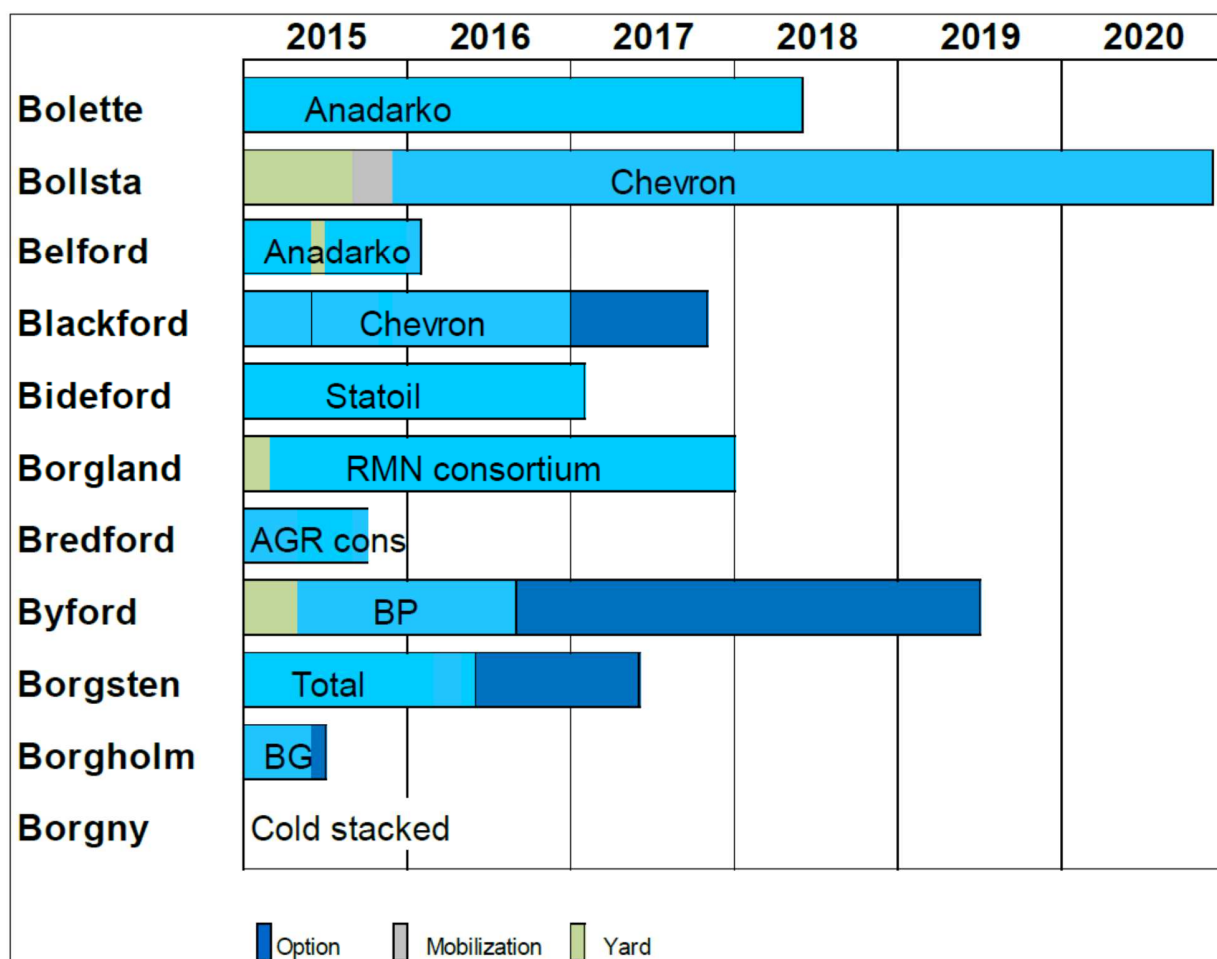
Dolphin Drilling ASA (DDAS) og Dolphin Drilling Limited (DDL) er operatør av FOE ASA's offshore rigger. Den totale riggflåten til FOE ASA er presentert i tabell 3.1.

	Name/ (Ownership)	Type	Location	Built year/ upgrade	Water depth	Features
	Bolette Dolphin (100%)	Gusto P 10 000	Colombia	2014	12 000 ft	2*85 t, 1*100 t and 1*165 t deck cranes, 15 000 psi
	Bollsta Dolphin (100%)	Moss maritime CS 60E	Under construction at Hyundai Heavy Industries Co., Ltd.		10 000 ft	2*100 t deck cranes, 15 000 psi
	Belford Dolphin (100%)	Drill ship	Mozambique	2000	10 000 ft	80 000 barrels storage 2*80 t deck cranes, 15 000 psi
	Blackford Dolphin (100%)	Aker H-3 Enhanced	UK, North Sea	1974/-08	7 000 ft	2*85 t deck cranes 15 000 psi
	Bideford Dolphin (100%)	Aker H-3 Enhanced	Norway, North Sea	1975/-99	1 500 ft	1*45 t + 1*50 t deck cranes 10 000 psi
	Borgland Dolphin (100%)	Aker H-3 Enhanced	Norway, North Sea	1976/-99	1 500 ft	1*45 t + 1*70 t deck cranes 15 000 psi
	Bredford Dolphin (100%)	Aker H-3	Norway, North Sea	1976 /-81/-97/-01/-07	1 500 ft	2*50 t deck cranes 10 000 psi
	Byford Dolphin (100%)	Aker H-3	UK, North Sea	1973 /-85/-90/-96/-98 /-10	1 500 ft	1*42 t + 1*53 t deck cranes 15 000 psi
	Borgsten Dolphin (100%)	Aker H-3 Tender support vessel	UK, North Sea	1975 /-85/-95/-00/-13	1 500 ft	1*55 t + 1*50 t deck cranes
	Borgholm Dolphin (100%)	Aker H-3 Accommodation	UK, North Sea	1975/-02		1*37.5 t deck crane 314 beds in double cabins
	Borgny Dolphin (100%)	Aker H-3		1977 /-85/-91/-92/-97/-02 /-10	2 300 ft	2*50 t deck cranes 10 000 psi

Tabell 3.1 Oversikt over riggflåten til FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

3.3 Kontraktoversikt

FOE ASA har gjennomsnittlig kontrakts lengde på 19 måneder per kontrakt, noe som blir sett på som anstendig kontraktportefølje innen riggbransjen. Markedet for borerigger er for øyeblikket nede i en bølgedal. Det har ført til at Borgny Dolphin er i opplag ved verftet Harland & Wolff. I tillegg har Anadarko terminert kontrakten med Belford Dolphin fra September 2015. Det er også vanskelige tider for å få forlengelse på riggene Bredford Dolphin og Borgholm Dolphin som henholdsvis har kontrakt ut Q2 og Q3 2015. I tabell 3.2 er kontraktoversikten for alle riggene til FOE ASA.



Average contract length of ca. 21 months

Tabell 3.2 Kontraktoversikt for flåten til FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

3.4 Aksjekurs og aksjonærer

I mai 2015 var markedsverdien av selskapets aksjer på ca 4,7 mrd norske kroner. Selskapets totale markedsverdi på samme tidspunkt, dvs. markedsverdi av aksjer + netto rentebærende gjeld, var ca 13,9 mrd norske kroner. Dette er drastisk nedgang siden 2013, da markedsverdien på aksjene var ca 19,7 mrd norske kroner. Dette skyldes riggmarkedet er konjunkturutsatt for den lave oljeprisen og derav mindre etterspørsel etter borerigger.

FOE ASA to hovedeiere Bonheur ASA og Ganger Rolf ASA som hver eier 17.314.382 aksjer i FOE. Dette tilsvarer omlag 51,9 prosent av totalt antall utestående aksjer i FOE ASA pr 9 mai 2015. Både Bonheur ASA og Ganger Rolf ASA kontrolleres av Olsen-familien.

Utenom Bonheur ASA og Ganger Rolf ASA består eiere av FOE ASA hovedsakelig av fond- og investeringsbanker. Eierandelene til disse er fra ca tre prosent og nedover. I tabell 3.3 er oversikten over de 6 største eierne.

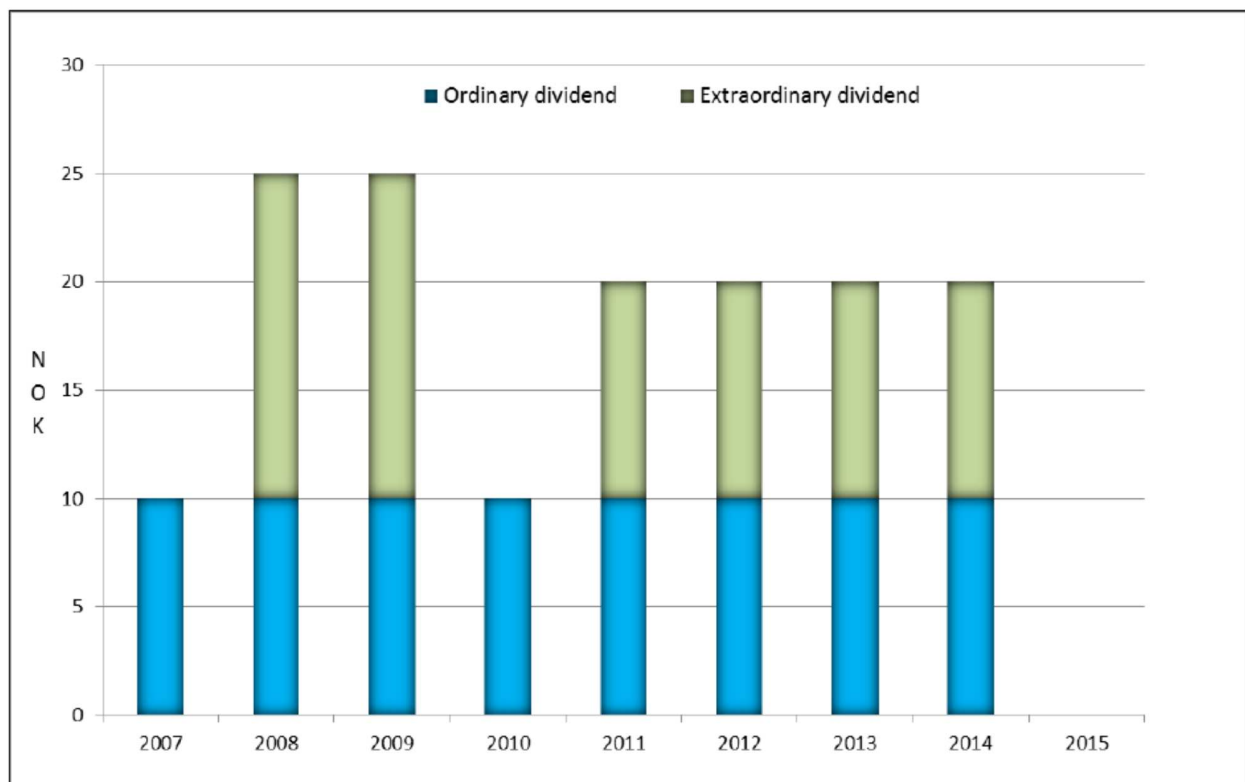
Eiere	Aksjer	%
BONHEUR ASA	17 314 382	25,96
GANGER ROLF ASA	17 314 382	25,96
CLEARSTREAM BANKING S.A.	1 955 879	2,93
STATE STREET BANK AND TRUST CO	1 809 203	2,71
FOLKETRYGDFONDET	1 696 732	2,54
EUROCLEAR BANK S.A./N.V. ('BA')	1 476 169	2,21

Tabell 3.3 Oversikt over hovedaksjonærer i FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Styret i Fred. Olsen Energy har fullmakt til å forhøye aksjekapitalen med 6 700 000 aksjer gjennom en rettet emisjon, og til å øke aksjekapitalen med ytterligere 6 700 000 aksjer ved opptak av lån med rett til å tegne nye aksjer. FOE ASA har ikke vært i markedet for å hente inn ny egenkapital siden 1997 (www.fredolsen-energy.com, 2015).

3.5 Utbytte

FOE ASA har hatt som selskapsstrategi å betale et utbytte på 10 kroner per aksje i henhold til inntjening, investeringsplaner og finansielle strategi. Basert på figur 3.1 ser vi at utbytte har variert fra 10-25 kr, med unntak av 2015. I 2015 har selskapet valgt å ikke betale utbytte på grunn den krevende markedssituasjonen selskapet er i og usikkerhet om hvor lenge dette vil vedvare.



Figur 3.1 Utbyttehistorikk for FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

4. Metode

Målet med verdsettelsen er å finne verdien av FOE ASA's egenkapital. Ved utarbeidelsen av verdsettelse av FOE ASA blir tre forskjellige verdsettelsesteknikker vurdert;

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

Nedenfor er de tre verdsettelsesteknikkene beskrevet med tilhørende fordeler og ulemper. Den ene teknikken utelukker ikke de andre, men kan brukes til å underbygge og kvalitetsikre utfallet av verdsettelsen. Til slutt er det beskrevet hvilke teknikker og forutsetninger som er valgt for å gjøre en robust verdsettelse av selskapet.

4.1 Fundamental verdsettelse

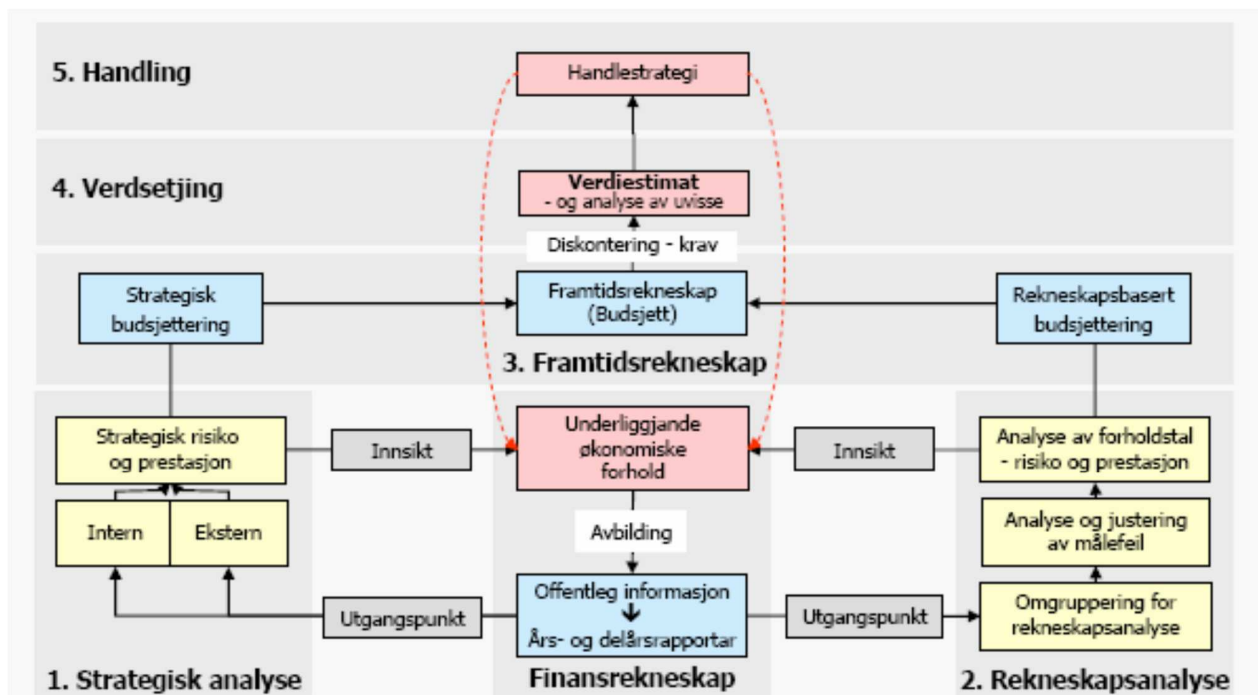
Fundamental verdsettelse er den mest tids- og kostnadskrevenne verdsettelsesmetoden å bruke. Et fremtidsregnskap blir konstruert etter at man tar i bruk historiske data og undersøker og vurderer de underliggende økonomiske forholdene. Selve målet med analysen er å få et estimat på aksjeverdien til selskapet. De to alternativene som finnes for fundamental verdsettelse er egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden (A. Damodaran, 2012).

Egenkapitalmetoden blir sett på som den direkte av en fundamental verdsettelse, hvor man finner egenkapitalverdien til selskapet ved å estimere nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som kun er rettet mot eierne, pluss en terminalverdi. Kravet kontantstrømmene diskonteres med er derfor kun beregnet med tanke på eiernes interesse for selskapet. Egenkapitalmetoden innebærer en diskontering av egenkapitalens kontantstrøm på egenkapitalens avkastningskrav (Knivsflå, 2014).

Totalkapitalmetoden blir sett på som den indirekte tilnærmingen av en fundamental verdsettelse. Man går da gjennom selskapets totalkapital for å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen. Det er kontantstrømmene til selskapets drift som her diskonteres med et krav som tar hensyn til både eierne og ikke minst långivere. Etter at man finner nåverdi av totalkapitalen må man trekke fra netto finansiell gjeld for å få selskapets endelige egenkapitalverdi.

Anvendelsen av totalkapitalmetoden innebærer å beregne nåverdien av totalkapitalen og deretter trekke ut netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser for å finne verdien av egenkapitalen (Knivsflå, 2014).

Som basis til en fundamental verdsettelse ligger en grundig kvalitativ analyse av de økonomiske forholdene i et selskap. I figur 4.1 vises rammeverket for fundamental verdsettelse.



Figur 4.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse. Kilde (Penman, 2013)

Som figur 4.1 illustrerer består rammeverket for fundamental verdsettelse av fem steg.

1. Strategisk analyse er det første steget. Målet med den strategiske analysen er å få et innblikk i de økonomiske forhold som er underliggende på selskapet som skal verdsettes. Analysen er en ekstern analyse som kan hjelpe å skape innsikt i muligheter og trusler som finnes i markedet eller eventuelt blir gjeldende i fremtiden. I den strategiske analysen vil også være en omfattende gjennomgang av interne forhold som kan gi selskapet en strategisk fordel i fremtiden.
2. Steg to er analyse av historiske avlagte årsregnskapene. Målet med steg to er å avdekke trender, som vil være essensiell informasjon for å ha forutsetninger for utviklingen fremover.

3. Steg tre er å utvikle et framtidsregnskap for bedriften. Fremtidsregnskapet er tatt fra det forventede utviklingen i resultatmarginene, driftsinntektene og balansestørrelsene. Antagelser vil være fundamentert i konklusjonene fra steg- en og steg to.
4. Steg fire er i hovedsak å estimere dagens verdi av de fremtidige kontantstrømmene vi har forutsett i fremtidsregnskapet. Det vil bli benyttet tre ulike metoder for å komme frem til verdien av bedriftens egenkapital.
5. I steg fem av den fundamentale verdsettelsen lages det en handelsstrategi basert på resultatet av den fundamentale verdsettelsen. Det vil avgjøre om man mener at man bør beholde, kjøpe ytterligere eller selge aksjen basert på verdien som den fundamentale verdsettelsen.

Siden en fundamental analyse baseres i stor grad på historiske tall passer metoden best for etablerte selskaper som har vært innen sitt marked og form over en lengre periode. Det kan sies å gjelde for FOE ASA, som har eksistert i sin form siden 1997, og derfor vil fundamental analyse være en god metode for verdsettelse av selskapet

4.1.2 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden estimerer som tidligere nevnt nåverdien av bedriftens egenkapital direkte ved å neddiskontere den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet. Det er fire modeller tilknyttet egenkapitalmetoden som kan brukes for å finne nåverdien av bedriftens egenkapital, hvor alle vil gi det samme verdiestimatet. Disse modellene bygger på (Knivsfå, K.H., 14.03.14, Egenkapitalmetoden);

- Netto betalt utbytte
- Fri kontantstrøm til egenkapital (Utbyttmodellen)
- Superprofittmodellen
- Superprofittvekst til egenkapital.

Netto betalt utbytte er grunnmodellen som anvendes for å estimere verdien av egenkapitalen i dag. Verdien av egenkapitalen estimeres ved å beregne nåverdien av fremtidige netto utbytte betalinger. Metoden har følgende to ledd;

- Ledd 1 er summen av netto betalt utbytte som diskonteres med egenkapitalkravet fram til tidspunkt t .
- Ledd 2 er når antar at selskapet har konstant vekst frem i tid. Det vil si at en antar å ha konstant vekst i framskrivingsperioden fra $T+1$ til uendelig og diskontere dette med egenkapitalkravet, og utifra det estimere dagens verdi til egenkapitalen.

Da fri kontantstrøm til egenkapital er det samme som netto betalt utbytte, er prinsippet for modellen lik utbyttmodellen (Knivsflå, 2014). I utbyttmodellen er verdien av egenkapitalen de neddiskonterte fremtidige utbytter.

Superprofittmodellen er et estimat på selskapets egenkapitalverdi. Om selskapet overgår egenkapitalkravet med egenkapitalrentabiliteten sies det å ha superprofitt (Knivsflå, 2014).

Superprofittvekstmodellen sin definisjon er når egenkapitalverdien er lik den kapitaliserte verdien av nettoresultat til egenkapital minus vekst, for deretter summert med nåverdien av vekst i fremtiden (Knivsflå, 2014).

I praksis er egenkapitalmetoden utfordrende å gjennomføre da den har flere potensielle feilkilder. Det er derfor anbefalt å bruke totalkapitalmetoden for å gi en verdivurdering på bedriftens egenkapital (Knivsflå, 2014).

4.1.3 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden er ansett som en indirekte metode for å estimere egenkapitalverdien. Metoden blir også benevnt som selskapskapitalmetoden (Koller, 2015). Med totalkapitalmetoden diskonterer en alle fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen for deretter trekker ut gjelds- og minoritetsverdien. Da blir egenkapitalen verdsatt indirekte ved bruk av totalkapitalmetoden. Ved bruk av totalkapitalmetoden er det to modeller som kan anvendes for å gjøre fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2014).

- 1) Verdsetting ved å bruke sysselsatt kapital. Da verdsettes en egenkapitalen ved å beregne verdien av sysselsatt kapital minus verdien av minoritetsinteresser- og finansiell gjeld.
- 2) Verdsetting ved å bruke netto driftskapital. Da finner man først verdien av netto driftskapital og trekker fra verdien av minoritetsinteresser og finansiell gjeld.

For modellene fri kontantstrøm, Superprofitt og Superprofittvekst vil de tar utgangspunkt i den samme basisen. Derfor vil de enkelte metodene drøftes samtidig for både netto drifts- og sysselsattkapitalmetoden (Knivsflå, 2014).

For totalkapitalmetoden er fri kontantstrømmodellen er tilnærmet lik som for egenkapitalmetoden. Forskjellen er at man beregner verdien til egenkapitalen ved å trekke fra minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld fra netto drifts- og både sysselsattkapital (Knivsflå, 2014)

Superprofittmodellen som blir brukt til totalkapitalmetoden vil også være basert på samme prinsipp som i egenkapitalmetoden. Sysselsatt kapital er verdsatt til den balanseførte verdien som legges på med nåverdien av framtidig superprofitt til sysselsatt kapital. Superprofitt er da neddiskontert med avkastningskravet (Knivsflå, 2014).

Superprofittvekstmodellen som blir brukt til totalkapitalmetoden vil også følge samme prinsipp som i egenkapitalmetoden. Forskjellen er at i denne modellen kapitaliserer en nettoresultatet til egenkapitalen for framtidige år, og adderer nåverdien av framtidig vekst. Det blir også kalt superprofittvekst (Knivsflå, 2014)

4.1.4 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en standardmodell som brukes til å estimere avkastningskrav, og er velegnet til å finne et avkastningskrav til egenkapitalen. Kapitalverdimodellen går også under den engelske betegnelsen «Capital Asset Pricing Model» (CAPM) (A. Damodaran, 2012). Modellen bygger på en rekke forutsetninger som det kan stilles spørsmål ved, men modellen er den mest brukte for å beregne egenkapitalkrav til avkastning. Det er også påvist at andre og mer komplekse modeller vanligvis ikke gir bedre estimat for å beregne forventet avkastningskrav (A. Damodaran, 2012).

$$E(R_i) = R_f + \{E(R_M) - R_f\} * \beta_i$$

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 sier at forventet avkastning eller avkastningskravet til et verdipapir er lik summen av risikofri rente pluss beta multiplisert med markedets risikopremie. Markedets risikopremie er differansen mellom avkastningskravet til markedsporteføljen og risikofri rente. Modellen tar også høyde for systematisk risiko ved å bruke beta. Beta-verdien er et mål på aksjen sin samvariasjon med markedet, og det sier i hvilken grad verdipapiret kan diversifisere investorenes portefølje (Koller, 2015).

Den risikofrie renten er pr. definisjon avkastningen til en portefølje som ikke har en Beta-verdi for samvariasjon med markedet. Det vises også av formelen over om beta settes til 0 (Koller, 2015). Når en estimerer risikofri rente er en statsobligasjon med løpetid tilsvarende verdsettelsens varighet normalt brukt. En må da presisere at det er erfart i de senere tid at ikke alle nasjoner er like risikofrie, så det må være stabile land som f.eks Norge eller USA. Følgende

to kriterier må være oppfylt for at en investeringsavkastningen skal være lik den risikofrie renten (Aswath Damodaran, 2011a)

- Investeringens konkurrisiko må være lik null, noe som tilsier at verdipapirene/aksjene må være utstedt av myndighetene.
- Ingen risiko ved å reinvestere

Risikopremien er differansen mellom markedets forventede markedsavkastning og risikofri rente, som vises i formelen over ($\{E(R_M) - R_f\}$). Det er flere metoder for å beregne risikopremien på, noen inkluderer å ta et estimat på framtidig risikopremie ved å bruke historiske meravkastninger som grunnlag. En kan også bruke diskontert kontantstrøm i verdsettelsen sammen med estimering av avkastning på vekst og investering, for deretter utføre en revers konstruksjon av markedets avkastningskrav. Det er pr. i dag ingen av disse modellene som gir et helt korrekt estimat av risikopremien i markedet, men det kjent som tommelfingerregel at denne risikopremien bør ligge på mellom 4,5 og 5,5 % (Koller, 2015).

Bedriftens beta-verdi er et faktor på et verdipapir sitt volatilitet sammenlignet med markedsindeksen. Dvs. at beta-verdien tar høyde for bedriftens systematiske risiko. Dess større beta-verdien er, dess mer følsom er avkastningen på investeringen for opp- og nedturen i markedet. Er bedriftens beta-verdi over en vil verdipapiret svinge mer enn hva markedet gjør. Er beta-verdien mindre enn en vil svingningene på verdipapiret være mindre enn det markedet gjør. Ved beta verdi på ca en følger verdipapiret markedet. Beta-verdien kalkuleres normalt ved å bruke en regresjonsanalyse. Finnes det ikke tilstrekkelig data eller informasjon om bedriften kan man finne bedriftens betaverdi ved å estimere beta-verdien børsnoterte selskaper i tilsvarende bransje med tilhørende justering for kapitalstruktur (Knivsflå, 2014).

4.1.5 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

Weighted Average Cost of Capital (WACC), også kalt avkastningskravet til totalkapitalen, er kreditorenes og investorenes forventning til avkastning etter skatt (Titman & Martin, 2011, s.98). Ifølge Knivsflå er avkastningskravet til netto driftskrav likestilt med WACC (Knivsflå, K.H., 13.02.14, Historisk avkastningskrav). Av den grunn vil vi anvende netto driftskrav for å skildre WACC. Netto driftskrav kan sees på som den forventede avkastningen kreditorene og investorene ikke får om de hadde gjort investeringer med tilsvarende risiko. Den som skyter inn kapital har tilgang til bedriftens frie kontantstrøm, og dermed bør den tilhørende risikoen de tar tas til etterretning. Ved å bruke netto driftskrav vil en kalkulere en sammensatt faktor for diskonteringen, som blir vektet mot de forskjellig markedsverdiforholden investorene har i bedriften. For en bedrift som kun er finansiert av egenkapital og gjeld, blir netto driftskrav definert på følgende måte:

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

hvor,

$$\frac{EK}{NDK} = \text{Egenkapitalvekt}$$

$$\frac{NFG}{NDK} = \text{Netto finansiell gjeldsvekt}$$

$$ekk = \text{Avkastningskravet til egenkapital}$$

$$nfgk = \text{Avkastningskravet til netto finansiell gjeld}$$

Ved å bruke følgende tre steg kan man beregne en bedrifts netto driftskrav (Titman & Martin, 2014).

- Det første steget er å vurdere bedriftens kapitalstruktur. Dette for å fastslå hver komponents relative betydning.
- Det andre steget er å estimere alternativkostnaden til den enkelte kilde til finansieringen. Og justere den for skatteeffekter der det er hensiktsmessig.
- I tredje steget beregnes bedriftens WACC ved å anvende multiplikasjon av de enkelte avkastningskravene med tilhørende vekter, og legger de sammen

4.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er å verdsette et selskap hvor en tar utgangspunkt i verdien til tilsvarende selskaper. Den metoden som blir mest brukt i praksis er komparativ verdsettelse. Hovedgrunnene til det er at metoden er enkel å bruke, krever minimalt med tid og har lav kostnad. Vi har to metoder for komparativ verdsettelse (Knivsflå, 2014);

- Multiplikatorsverdimetoden; Egenkapitalen sammenlignes med tilsvarende selskaper hvor en ser hvordan de blir prissatt i markedet
- Substansverdimetoden; Verdien på egenkapitalen beregnes ved å finne salgsverdier for gjeld i selskapet og enkelteiendeler.

4.2.1 Multiplikatorsverdimetoden

Multiplikator metodene som er mest populære og brukt oftest er pris-til-bok (P/B), pris-til-fortjeneste (P/E), EV/EBIT og EV/EBITDA (Sverre, 2004). Metodene er i praksis noen av de mest brukte verdsettelsesmetodene på grunn av at de er enkle å bruke (Palepu & Healy, 2013). På linje med fundamental verdsettelse kan komparativ verdsettelse ved bruk av multiplikatorer deles inn i fem steg (A. Damodaran, 2012).

1. Etablere og identifiseres en passende base for bedriften man skal gjøre en analyse på. Basen må være konsistent med aksjeprisen og positiv. Basen kan være kontantstrøm til egenkapital per aksje eller resultat per aksje.
2. Etablere bransjeutvalg som kan brukes som sammenligningsgrunnlag. Dette bør være bedrifter som operer i samme segment.
3. Beregne multiplikatoren. Den fremkommer ofte som gjennomsnittet av flere bedrifter i bransjen. En må vurdere om det er behov for å justere for kapitalstruktur ettersom bedriftene kan være ulikt finansiert.
4. Beregne verdien på bedriften ved å bruke basen og multiplikatoren.
5. Utarbeide en handelsstrategi.

Svakheten til komparativ verdsettelse er at stemningen i aksjemarkedet kan påvirke verdsettelsen. I gode tider vil multiplikatorbasert verdsettelse kunne medføre at verdien av

bedriftene blir verdsatt høyere enn hva fundamental verdsettelse gir og motsatt når tidene er dårlige (A. Damodaran, 2012)

4.2.2 Substansverdimetoden

Ved å bruke komparativ verdsettelse ved hjelp av substansverdimetoden beregner en verdien av egenkapitalen ved å bruke markedsverdi av hver av eiendelene minus markedsverdi av gjeld inkludert skattegjeld. Markedsverdien av de enkelte eiendelene og verdien av gjelden estimeres ved å benytte markedsverdi av tilsvarende gjeld og eiendeler. Viser det seg at det er utfordrende å estimere markedsverdien på de eiendelene selskapet besitter, kan en gi en verdiestimat på grunnlag av salg av eiendelene eller gjenanskaffelsesverdi og takster. For å bruke substansverdimetoden forutsettes det at selskapet har aktive markeder der eiendeler kan selges og kjøpes. Metoden er mest relevant når det eksisterer et marked hvor verdien til eiendelene er uavhengig av selskapet. Det vil si eiendelene kan selges uavhengig av selskapet og kjøp av selskapet er et alternativ til kjøp av eget anlegg (Dahl & Boye, 1997). Metoden er best egnet til kapitalintensiv virksomhet som shipping og eiendom.

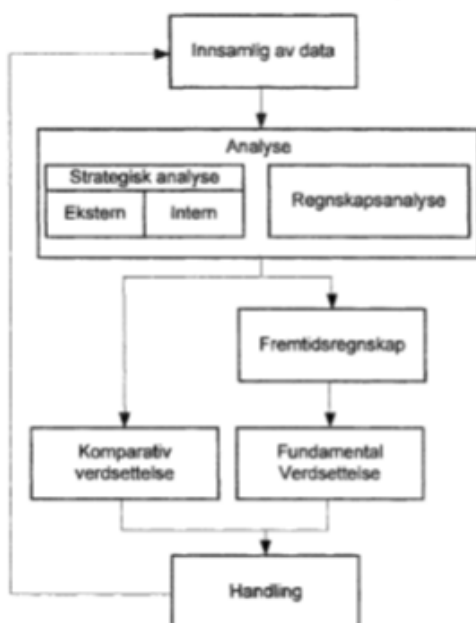
4.3 Opsjonsprisingsmodeller

Ved å bruke opsjonsbasert verdsettelse synliggjør en verdien av fleksibilitet. En opsjon er en rettighet, men ikke en plikt, noe som gjør at en opsjon kun har en positiv oppside (A. Damodaran, 2012). Opsjonsbasert verdsettelse er å utvide den fundamentale verdsettelsesmetoden, hvor en i utvidelsen bygger inn verdien av fleksibilitet. Med fleksibiliteten er det en åpning for å avvike fra forventet utvikling. Derfor kan risikoen være en fordel i noen tilfeller, som igjen gir fleksibilitet. Dette er utfordrende å fange opp ved de andre verdivurderingsmodellene, men er en del av opsjonsprisingsmodellen (Knivsflå, 2014).

Opsjonsbasert verdsettelse er en passende modell for selskaper som har stor fleksibilitet. Dette kan være i form av driftsrelaterte ressurser (utstyr som kan modifiseres) eller finansielle ressurser (høy likviditet).

4.4 Valg av verdsettelses metode og rammeverk

For å verdsette FOE ASA anvendes fundamental verdsettelse. Verdsettelsen blir sammenlignet med en komparativ verdsettelse. I komparativ verdsettelse anvendes et knipe selskaper som anses å være representativ for bransjen. Som beskrevet i kapittel 4.2 av fundamental verdsettelse velger en mellom egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden. I denne oppgaven er det valgt totalkapitalmetoden hvor en verdsetter egenkapitalen ved å diskontere den frie kontantstrømmen fra drift med WACC (avkastningskravet) og en trekker fra gjeld og netto finansielle eiendeler. Figur 4.2 viser prosessen for rammeverket ved å bruke fundamental verdsettelse hvor den komparative verdsettelsen er inkludert for å sammenligne verdien (Penman, 2013)



Figur 4.2 Rammeverk for verdsettelse. Kilde (Penman, 2013)

FOE ASA er et modent selskap som er oversiktlig og derfor godt egnet til at en anvender metoden fundamental verdsettelse. For å utføre verdsettelsen blir regnskap fra 2005 til 2014 benyttet.

Opsjonsprisings metoden blir ofte brukt for å verdsette andre riggselskaper. Dette med bakgrunn av at flere av selskapene anvender opsjonskontrakter både på byggekontrakter for å bygge nye rigger og oppdrag for riggene i framtiden. FOE ASA har ikke benyttet denne typen kontraktsform, noe som gjør at opsjonsverdimodellen ikke er en så godt egnet modell.

5. Strategisk analyse

I dette kapittelet gjennomføres en strategisk analyse av FOE ASA og borebransjen. For å kunne analysere fremtiden til FOE ASA er det viktig å danne seg en forståelse av og innsikt i bransjen det befinner seg i. For å få dette vil en strategisk bransjeanalyse være nødvendig. Ved å utføre en strategisk analyse av bransjen avdekkes hvilken posisjon FOE ASA befinner seg i forhold til styrker og svakheter, muligheter og trusler både internt og eksternt sammenlignet med tilsvarende selskaper.

Den strategiske analysen for FOE ASA er bygd opp med en «top-down» metode (Thoresen, 2011).

➤ Makroøkonomiske forhold;

Det makroøkonomiske faktorer som avgjør etterspørsel etter borerigger og tilhørende dagratene er oljeprisen, tilbud- og etterspørsel av olje og E&P.

➤ Bransjeanalyse, Porters fem krefters modell;

Den eksterne analysen vil belyse de faktorene/kreftene som påvirker FOE ASA. For å analysere de eksterne faktorene er Porters bransjeanalyse ved hjelp av det fem konkurransekrefter valgt. Porters fem konkurransekrefter viser hvilke aktører, relatert til bedriften i utvidet forstand, som utsetter bedriften for konkurranse.

➤ Selskapsanalyse, SVIMA modell;

I den interne analysen vil det viktige være å få fram de ressurser, kapabiliteter og aktiviteter som bidrar til å gjøre FOE ASA konkurransedyktig i dagens situasjon og se på hvilke trusler og muligheter selskapet frem i tid.

I de neste underkapitlene blir det foretatt en intern analyse og ekstern analyse for å gi en bedre forståelse av FOE ASA's foreliggende- og framtidige utsikter. Til å oppsummere den strategiske analysen er det brukt en SWOT (strengths, weaknesses, opportunities og threats) modellen (Roos, 2014). SWOT analysen oppsummerer situasjonen i FOE ASA er i internt, bransjen de opererer i og de makroøkonomiske forholdene. Med dette rammeverket er målet å avdekke hvilke forhold internt i selskapet som kan forklare lønnsomheten for selskapet har avvik fra lønnsomheten generelt i bransjen.

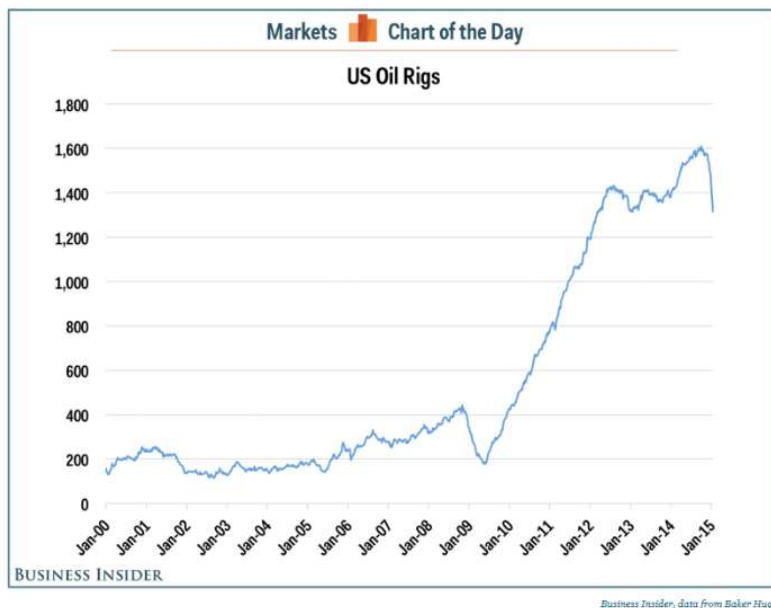
5.1 Makroøkonomiske forhold

Den lave kontraheringsaktiviteten til borerigger fra oljeselskapene som startet sommeren 2013 og som fortsatte hele 2014, er hovedsakelig drevet av oljeselskapene som må begrense sine utgiftsnivå. Når en ser den lave kontraheringsaktivitet kombinert med en kontinuerlig strøm av nybygg inn i markedet førte til overkapasitet i riggmarkedet gjennom 2014. Dette parallelt med ubalanse i tilbud og etterspørsel av olje i tredje kvartal i 2014 som resulterer i et kraftig fall i oljepris (www.fredolsen-energy.com, 2015).

5.1.1 Pris, produksjon og etterspørsel av olje

Oljeprisen avgjør investeringsaktiviteten til oljeselskapene innen boreoperasjoner. Oljeprisen er avgjørende for om oljeselskapene om felt er lønnsomme å bygge ut. Derfor avgjør oljeprisen om oljeselskapene investerer i leteboring og utbygging av nye felt som øker etterspørselen i riggmarkedet (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Viktige faktorer som påvirker oljeprisen er økonomisk vekst, prisen USD dollar, hvor stor lagerbeholdningen av råolje og politikken som OPEC utøver. I de senere tiden har betydningen av OPEC oljeprispolitikk blitt redusert. Hovedårsakene for det er oljeproduksjonen utenfor OPEC har øket betraktelig og utgjør halvparten av de totale energibehovet og er fremdeles økende. I samme periode er det gjort store funn av olje i Asia og Afrika som dekker mer enn etterspørselen. En annen faktor er økningen av landrigger i USA, som har gått fra ca 0,2 millioner til ca 1,6 millioner i perioden fra 2009 til 2014, se figur 5.1. Dette er en dramatisk økning som skyldes oljeprisen som har vært høy i denne perioden, noe som gjør at disse funnene har vært drivverdige (Swedbank, 2015).



Figur 5.1 Landrigger i USA. Kilde (Swedbank, 2015)

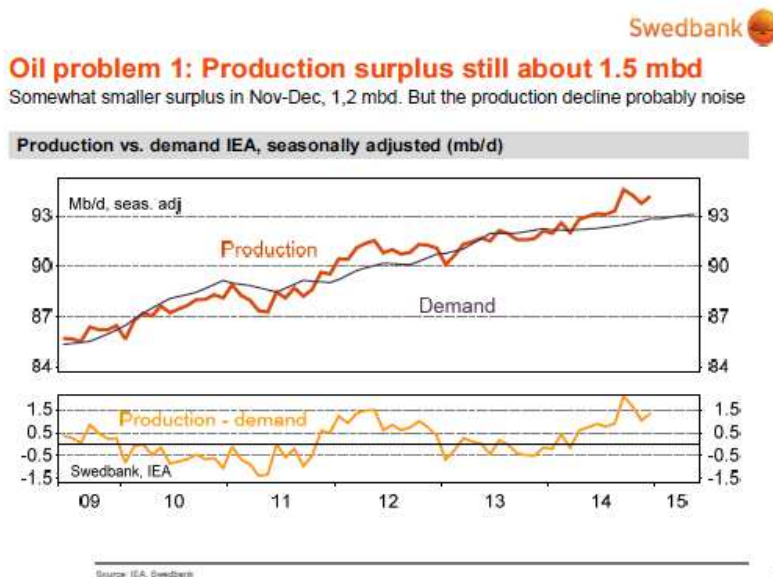
Det er forskjell på oljeprisen i forhold til kvaliteten på olje og gass som blir produsert. Det mest omsatte type oljekvalitetene er Dubai, Nigerian, West Texas og Brent Oil (innunder denne hører råolje fra Nordsjøen). Pris pr fat på de ulike oljekvalitetene følger hverandres konjunkturer. Figur 5.2 under viser utviklingen for Brent Oil.



Figur 5.2 Pris per fat utvikling over 5 års periode (Brent Spot), kilde (www.euroinvestor.no, 2015)

Av figur 5.2 kan vi se hvordan at årlige gjennomsnittlige priser på verdensbasis, på råolje steg kraftig fra 2010 til 2011, og var jevnt høyt frem til slutten av 2014. Men fra høsten 2014 sank den drastisk, og i januar 2015 var oljeprisen under 50 USD pr fat. Trenden den siste måneden er at oljeprisen har øket jevnt og ligger pr 12 mai 2015 på USD 66,65 pr fat (www.euroinvestor.no, 2015).

Det som tilslutt er avgjørende for oljeprisen er det totale tilbudet og etterspørselen av olje. I figur 5.3 sammenlignes den totale produksjonen av råolje og med den totale etterspørsel etter råolje på verdensbasis fra 2009 til 2015 (Swedbank, 2015)



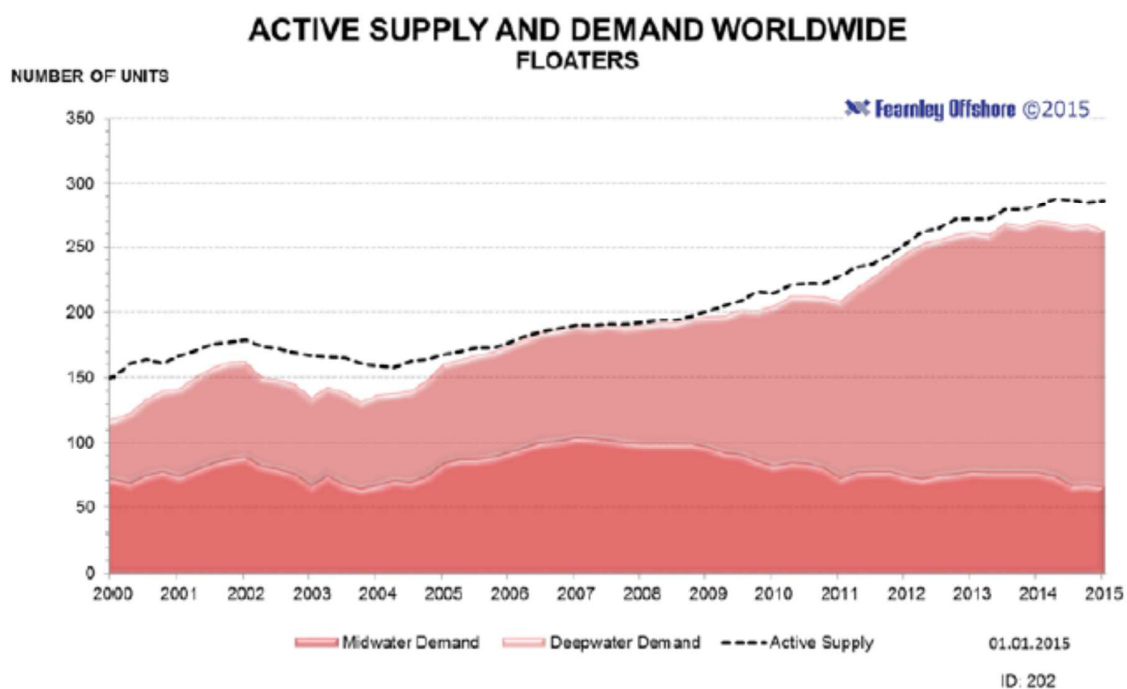
Figur 5.3 Tilbud og etterspørsel av olje. Kilde (Swedbank, 2015)

5.1.2 Tilbud og etterspørsel av rigger på verdensbasis

Det kraftige fallet i oljeprisen den siste perioden har vært den primære driveren for endringer i riggmarkedet, og har en stor forstyrrende på budsjettering og planlegging for olje- og gasselskapene på et globalt nivå. Fallet i oljeprisen kom på et tidspunkt da operatørene allerede opplever press på sine frie kontantstrømmer. Denne utviklingen skyldes flere år med høy aktivitet kombinert med en stadig økende kostnadsbase. For riggmarkedet betyr det at dagens fokus fra operatøren er å redusere aktivitetsnivået og kutte kostnader der det er mulig. Det er forventet få nye kontraheringshenvendelser på markedet i 2015 som resulterer i ytterligere

reduisert rigg etterspørsel på global basis. Figuren 5.4 viser det totale antallet aktive halvt nedsenkbare borerigger sett opp mot det totale behovet i markedet fra oljeselskapene. Som det fremkommer av figur 5.4 øker overkapasiteten i markedet fra sommeren 2013 og frem til i dag. Definisjonene av mellom-dypvann og dypvann i figur 5.4 er;

- Mellom-dypvann: 100 meter til 500 meter
- Dypvann: 500 meter eller dypere

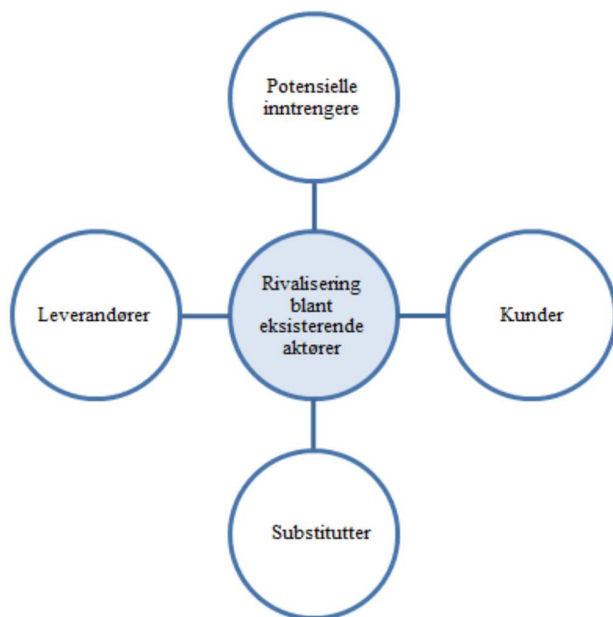


Figur 5.4 Aktive rigger og etterspørselen etter rigger. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

5.2 Ekstern analyse; Porters fem krefter

Den eksterne analysen er avgjørende for FOE ASA's suksess og overlevelse. Den er også en viktig bidragsyter for at selskapet tar det riktige strategiske valgene. Til dette vil Michael E. Porters sin bransjeanalysemodell bli benyttet for å analysere FOE ASA sin konkurransesituasjon.

Porters fem krefter modell er en metode som identifiserer lønnsomheten og konkurransesituasjonen selskapet er i (M. E. Porter, 2008). Formålet med modellen er å finne hvilken posisjon selskapet har i bransjen med hensyn på konkurranse, og hvordan selskapet kan beskytte seg best mulig og få kreftene til å være fordelaktige for selskapet. Porter hevder disse kreftene bestemmer konkurranseintensiteten, og dermed sannsynligheten og attraktiviteten for lønnsomhet i en bransje/industri (M. E. Porter, 2008). Videre at kreftene former enhver ethvert marked bransje/og industri. De fem kreftene er vist i figur 5.5 og består av kundenes forhandlings-makt, trusler fra nye inntrengere, leverandørens forhandlings-makt, trusler fra substitutter og rivalisering blant eksisterende aktører (M. E. Porter, 2008).



Figur 5.5 Porters fem krefter analyse, Kilde (M. E. Porter, 2008)

Figur 5.5 viser Porters sine kreftene i forhold til hverandre, og videre i oppgaven blir hvert enkelt av disse beskrevet i tilknytning til FOE ASA og den bransjen FOE ASA operer i. Dette vil danne et godt grunnlag for å forstå boreriggsektoren og finne posisjonen til FOE ASA i bransjen.

Analysen vil også identifisere truslene og mulighetene som er i markedet som FOE ASA opererer i. Skal man gjøre fullverdig vurdering av FOE ASA's vekstmuligheter, må man analysere alle faktorene fordi de har direkte innvirkning på potensiale de har til å drive med fortjeneste. For å systematisere analysene fra Porters fem krefter vil de bli kategorisert i forhold til påvirkningskraften de har med skalaen liten, moderat og stor (Hill & Jones, 2007).

5.2.1 Potensielle inntrengere

For riggselskapene er det essensielt å ha oversikt over potensielle nye aktører da disse kan kapre markedsandeler. Det som gjør nye aktører til en trussel er den nye kapasiteten de tar med seg og iveren etter å få størst mulig markedsandel (Hitt, Hoskisson, & Ireland, 2012). Risikoen for nye etableringer avhenger i stor grad av hvor store barrierene er for å etablere seg og om markedet har god lønnsomhet. Ved nyetableringer kan det gi prisfall i markedet og/eller at de etablerte selskapene får en kostnadsøkning for å beholde posisjonen de har. Utfallet ved dette vil redusere selskapets lønnsomhet. De potensielt nye aktørene er avhengig etableringshindringer som vil komme og reaksjonen til konkurrentene (Michael E. Porter, 2008).

Det er ikke ofte at nye selskaper kommer til i riggmarkedet (Kaiser, Snyder, & SpringerLink). Hovedgrunnen til det er de utfordrende etableringshindrene de nye aktørene møter. De største etableringshindringene er;

- Det kreves høy finansiell investering i anskaffelse av borerigg. Grunnet høyere krav til spesifikasjonene både internt, fra kunder og regelverk fra myndighetene har prisen for en borerigg økt betydelig de siste årene. Derfor er det vanskelig å få finansiering på plass for å bygge en rigg uten at riggen allerede er kontrahert til et oljeselskap pga. risikoen.
- Teknologisk kompetanse og innsikt til borebransjen
- Kunnskap om hvordan riggmarkedet fungerer og dens mekanismer
- Kunderelasjoner til oljeselskap
- Anskaffe arbeidskraft som er kvalifisert både om bord på riggen og på land for å drifte riggen(e).

Når vi ser på historien har riggnæringen alltid hatt sykliske perioder med nedgangstider og oppgangstider. Siden sommeren 2014 har riggbransjen sett en dalende kurve. Oljeprisen har sunket drastisk og etterspørselen etter rigger har avtar betraktelig med tilhørende lave dagrater og kortere kontrakter for riggselskapene. Det har gjort at lønnsomheten også har sunket vesentlig og usikkerheten i markedet har økt betraktelig. Siden oljeprisen er halvert de siste halvåret ønsker oljeselskapene å redusere E &P investeringene. Det gjør at etterspørselen etter boretjenester redusere, dagratene synker og minsket lønnsomhet bransjen. Antall rigger som ikke har oppdrag kan bli betydelig og kan resultere i økt opplag. Trenden er også at flere legges i opplag med tiden som kommer. I de gode tidene som har vært det siste årene har gjort at det har blitt investert mye på nybygg, og dette gjør nå at overskuddet av rigger blir enda større slik riggmarkedet er i dag. Dette kan gi en økning av fusjoner og oppkjøp blant de eksisterende aktørene. Det er derfor i nedgangstider som nå ekstra vanskelig for nye aktører å komme inn på markedet.

FOE ASA har allerede et konkurransefortrinn i forhold til andre nye potensielle inntrengere på grunn av etableringshindringene. Bransjen er i tillegg nede i en dårlig syklus som gjør den mindre attraktiv. På bakgrunn av dette blir trusselen fra nye aktører vurdert til lav.

5.2.2 Forhandlingsmakt til kunder

Kundenes forhandlingsmakt vil i dårligetider øke, og redusere lønnsomheten, dersom kundene kan velge mellom flere alternativer. Da kan kundene få redusert prisene, få bedret servicen og/eller økt kvalitet samt sette konkurrenter opp mot hverandre (Porter, 1987, s.54). Det som avgjør forhandlingsmakten til kunder kommer an på innflytelse kunden har for salget i de respektive selskaper. I tilfellene et selskap er baseres seg på en kunde, vil de gi kunden stor forhandlingsmakt (Michael E. Porter, 2008). Dersom kunden kan bytte leverandør uten å ha store kostnader eller andre konsekvenser vil kundens forhandlingsmakt økes ytterligere.

Den avgjørende faktoren for kundenes forhandlingsmakt ovenfor riggselskapene er etterspørselsforholdene. For riggselskapene vil kundenes forhandlingsmakt øke når oljeprisene faller eller det er dårlige makroøkonomiske tider i verden. I motsatt fall når de makroøkonomiske tidene er gode og oljeprisen er høy vil det normalt sett føre til økt etterspørsel etter borerigger,

noe som igjen gjør at selskapene kan høyne dagratene. Oppsummert kan en si at de makroøkonomiske faktorene avgjør forhandlingsmakten til kunden er lav eller høy.

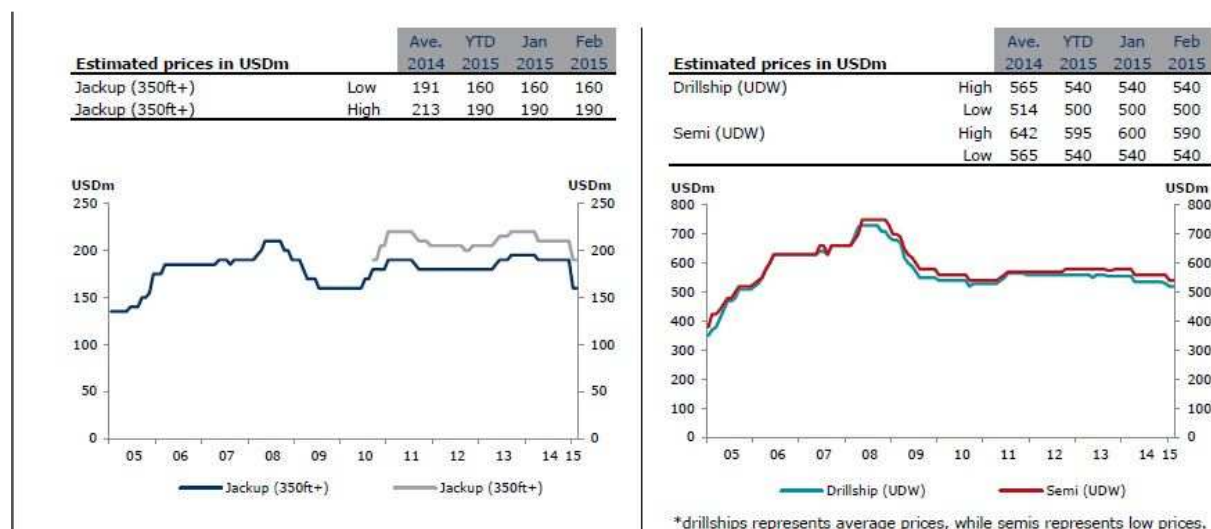
Oppsummert er forhandlingsmakten til kundene i dårlige tider stor og i gode tider er den lav. Siden man er inne i en periode med lav oljepris og dårlige framtidsutsikter blir trusselbilde fra kundene vurdert til høy.

5.2.3 Forhandlingsmakt til leverandører

Leverandørenes forhandlingsmakt kan representere en trussel dersom de har stor innflytelse på priser og betingelser i bransjen som gjør at det truer bransjens profitt (Hill og Jones, 2001). Trusselen er størst når leverandørene er konsentrerte og godt organisert, og mulighet for andre alternativer eller løsninger er begrenset. FOE ASA sine hovedområder innen leverandører er;

- Skipsverft for nybygg
- Skipsverft som gjør periodisk vedlikehold
- Nøkkelleverandører av boreutstyr og trykkrollutstyr
- Arbeidskraft

I figur 5.6 under ser en prisutvikling på over en tidsperiode fra 2005 frem til i dag. På venstre side er prisutviklingen for oppjekkbare borerigger mens på høyre side prisutviklingen for boreskip og nedsenkbare borerigger. Som en ser er også prisen og dermed makten til nybyggleverandørene i takt med etterspørselen etter nye rigger. Siden det er nedgangstider også for nybygg leverandørene vurderes forhandlingsmakten til å være middels/lav.



Figur 5.6 Prisutvikling på nybygg. Kilde (www.platou.com, 2014)

Flåten til FOE ASA er preget av at majoriteten av riggene er gamle. Det fører til at det økt behov for vedlikehold, fornying og modernisering. Det vises spesielt når klassesertifikatene skal fornyes hvert femte år. Etter Macondo-ulykken i Mexicogulven 2010 har kundenes krav til rigger økt og myndighetene har oppdatert regelverket med nye krav. Det har ført til at både tiden det tar og kostnaden med å klasse en rigg er blitt vesentlig høyere. Det er skipsverft som spesialisert seg for å gjøre klassejobber, og i gode tider kan de ta seg godt betalt.

Som nøkkelleverandører av annet utstyr, og vedlikehold av utstyret, finnes det noen få dominerende aktører som må anses å ha en betydelig markedsrett. Dette gjelder spesielt innenfor trykkontroll, hvor konkurransen står mellom tre aktører som er enerådende. FOE ASA er som andre riggselskaper avhengig av at disse leverandørene supplerer dette utstyret for sikker drift av boreriggene. Ifølge Porter har leverandøren stor forhandlingsrett dersom selskapet har få leverandører å velge mellom. Leverandøren har da stor innflytelse på pris, service, kvalitet og generelle betingelser (Michael E. Porter, 2008).

Arbeidskraften til riggselskapene også kostbart. Lønnskostnaden i forhold til de totale normale driftskostnader er på over 40%. For kun kort siden ble det fra riggselskapene sin side vurdert til høy risiko å få nok kvalifisert personell til bransjen i forhold til aktivitetsnivået. Men siden nedgangsperioden startet sommeren 2014, ser det ut til at denne trusselen har forsvunnet. Riggerarbeiderne er vanligvis medlemmer arbeidstakerforeninger, som tradisjonelt sett har hatt høy forhandlingsrett. Trusselen fra leverandøren vurderes derfor til å være middels.

5.2.4 Trusler fra substitutter

Når et produkt erstatter et annet produkt innenfor samme segment kalles det et substitutt. Leverandøren konkurrerer ikke bare med selskaper i sitt eget segment, men også med leverandører som tilbyr tilsvarende tjenester og produkter fra andre bransjer, ergo blir det substitutter (Michael E. Porter, 2008). Hvis det finnes substitutter fra en annen bransje som har et mer attraktivt produkt eller tjenester fra vil det påvirke lønnsomheten negativt for selskapet (Michael E. Porter, 2008). Dette blir forsterket om prisen i tilfeller hvor substitutter har høyere nytte og/eller lavere pris. Det er derfor mulighet for økt profitabiliteten når faren for substituer er lav (Michael E. Porter, 2008)

I dag eksisterer det ikke fullgode substitutter for olje og gass som hovedkilde til energi i verden. Det drives mye forskning for å skaffe substitutter, men til nå har ikke dette utviklet seg til å bli et fullgodt alternativ. Blant annet gjelder det energikildene vindkraft, solceller og naturgass. For å produsere olje og gass offshore, er oljeselskapene avhengige av borerigger. De eneste som utfører boring offshore utenom borerigger er faste produksjonsinnretninger. Men faste installasjoner sees ikke som en reell substitutt for borerigger siden fleksibiliteten er lav og kostnaden høy.

Trusselen fra substitutter vurderes til å være lav.

5.2.5 Rivalisering blant eksisterende aktører

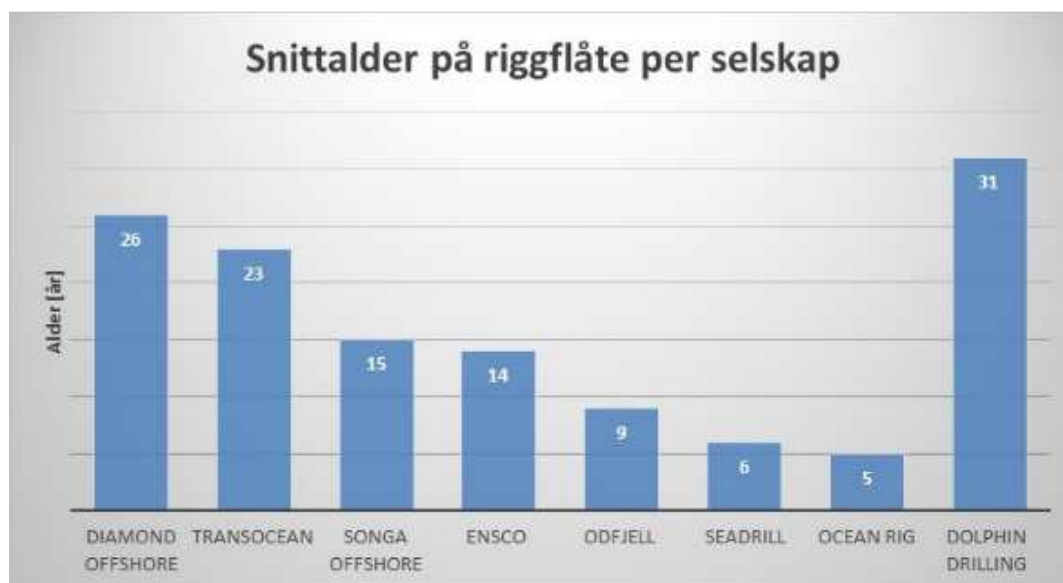
Med rivalisering blant eksisterende aktører menes konkurranse mellom etablerte selskaper om markedsandeler i et gitt marked. Dette kan være i form av produktvalg, forbedret kundeservice, pris og kontraktsforhold. Om en konkurrerer på pris internt blant aktørene vil det være en trussel mot probabiliteten det det vanligvis fører til lavere priser (Michael E. Porter, 2008). Det som påvirker trusselen med intern rivalisering antallet aktører i markedet og hvordan de er organisert. Det eksisterer i dag mange boreselskap internasjonalt, men det er få av disse som utpekes til å ha særskilt markedsrett. I gode tider har rivaliseringen internt blant aktører gått ned, mens i dårlige tider det motsatte. Det har i en god periode frem til sommeren 2014 vært en god periode, men etter sommeren 2014 har markedet snudde til det negative. Dette fører til at det blir stor konkurranse om kommende kontrakter som vil påvirke lønnsomheten negativ i form av lavere dagrate.

Det nevnes i læreboka (Michael E. Porter, 2008) at flere situasjoner som kan være trussel for lønnsomheten. Det mest relevante for FOE ASA i forhold til intern rivalisering er;

- Det er ikke et enkelt selskap som er dominerende i markedet, noe som fører til at konkurransen om markedsandeler er intensiv (frikonkurranse).
- Exit kostnadene i riggbransjen er høye.
- Riggbransjen har historisk sett, og er per i dag utsatt for konsolidering, dvs. selskap kjøper opp konkurranse selskap eller at det går sammen via fusjon. Fordelen kan være med dette at driften blir større og dermed høyere makt over underleverandører. Kanskje den største fusjonen som har skjedd innen riggbransjen var i 2007 da Transocean fusjonerte med Global Santafe. Et annet eksempel var da Seadrill kjøpte seg kraftig opp i Scorpion Offshore for å modernisere flåten innen oppjekkable rigger.

Når en ser inn på livssyklusen til boreriggbransjen er den inne i en moden fase. I den tidlige fasen var fokuset fra kundene å finne lette og tilgjengelige produksjonsfelt. Fokuset nå er å få mest mulig ut av eksisterende felt og lete etter produksjonsfelt som enten er på ultra dypt vann eller områder med vanskelig tilkomst. Som konsekvens av dette er det færre boreoperasjoner som fører til funn av drivverdige felt og behovet for ny teknologi for å bore dypere enn før øker. Dette fører til at kostnadene stiger både med tanke på moderne rigger og dyr logistikk på grunn av dårlig infrastruktur. For at oljeselskapene skal utføre boreoperasjoner under slike forhold er de avhengige av høy oljepris. I den fasen av syklusen vi er i nå med lav oljepris vil det bli færre boreoppdrag og større intern konkurranse blant riggselskapene. Eneste måte for selskapene å vokse i denne fasen av livssyklusen er hovedsakelig ved å erobre markedsandeler fra sine konkurrenter.

FOE ASA har en høyere snittalder på riggflåten i forhold til sine konkurrenter. Gjennomsnittlig alder på riggene til selskapet er 31 år. Figur 5.7 viser sammenligningen mellom FOE ASA og deres hovedkonkurrenter i bransjen med hensyn på gjennomsnittsalder på flåten. FOE ASA har startet fornyingen av flåten, og et boreskip ble levert i 2013 og et nytt halvt nedsenkbar rigg som forventes levert Q3 2015. For å være egnet til å møte kravene fra både markedet, kundene og myndighetens krav til moderne, sikre og effektive rigger er det viktig for FOE ASA å fortsette å fornye flåten ytterligere for å holde tritt med konkurrentene.



Figur 5.7 Snittalder på riggflåte per selskap

Basert på dagens situasjon med lav oljepris og flåtens alder til FOE ASA vurderes trusselen fra rivalisering blant eksisterende aktører som høy.

5.2.6 Oppsummering av Porters fem krefter

I tabell 5.1 er en oversikt over Porters fem krefter og hvordan de påvirker riggbransjen. Alle fem krefter har innvirkning på både hvor attraktivt selskapet er og dens lønnsomhet.

Ekstern analyse; Porters fem krefter			
Styrke på trussel	Lav	Moderat	Sterk
Potensielle inntrengere	X		
Forhandlingsmakt til kunder			X
Forhandlingsmakt til leverandører		X	
Trusler fra substitutter	X		
Intern Rivalisering			X

Tabell 5.1 Ekstern analyse, Porters fem krefter

Slik dagens situasjon er vil tilbudet av borerigger øke. Det gjør at konkurransekraftene fra kundene øker og dagratene blir redusert. Dette blir forsterket med den svake oljeprisen. Det gjør også at makten arbeidstakerorganisasjonene avtar, men historisk sett har ikke det gitt reduksjon i lønnskostnadene. Når dagratene blir redusert uten tilsvarende reduksjon i driftskostnadene vil det føre til reduserte marginer bransjen.

Ved å se på gjennomgang av faktorene som har innvirkning lønnsomheten og attraktiviteten i riggmarkedet ser vi at de fleste er dynamiske, hvor de varierer i forhold hvilken syklus næringen er i. Eneste unntak er faren for substitutter som er blitt vurdert til å være lav. Ikke overraskende er effekten av det at lønnsomheten og attraktiviteten er dynamisk og kan ikke settes på et bestemt nivå, men følge variasjonene i riggmarkedet. I den siste tiden har rivaliseringen mellom selskapene økt kraftig da det er overkapasitet av rigger i markedet, dette i sterk kontrast til de siste årene hvor det har vært kanskje kunstig høy utnyttelse av riggene. Dette er et resultat av at oljeselskapene har nedjustert investeringsbudsjettene som konsekvens lav oljepris.

5.3 Intern analyse: SVIMA

For å gjennomføre den interne analysen blir den ressursorienterte analyse SVIMA benyttet. Tanken med SVIMA er å avdekke eventuelle konkurransefordeler i forhold til konkurrerende selskap. SVIMA analysen er et verktøy for å analysere om deler av selskapets interne ressurser kan skape et vedvarende konkurransefortrinn. Betingelsen for at et selskap kan definere en ressurs som et konkurransefortrinn, må den være verdifull. Det vil si at ressursene drar fordel av muligheter og/eller minsker truslene i selskapets bransje. Det kreves også at ressursene må bidra positivt på lønnsomheten sammenlignet med konkurrentene. Definisjon av ressurser i denne sammenhengen er innsatsfaktorer som slår ut på selskapets relative evne til å sette i gang produktmarkedsstrategier. Følgende fem innsatsfaktorene defineres for å få frem strategisk relevante ressurser (Jakobsen & Lien, 2001).

- Finansiell kapital; Kapital eller evne til å få tilgang på kapital
- Fysisk Kapital; Borerigger, lokalisering, bygninger, naturressurser
- Organisatorisk kapital; Organisasjonskultur/verdier, rutiner, ledelsessystemer
- Kunnskapskapital; Teknologi, Patenter, ansettes kompetanse og erfaring
- Relasjonskapital; Renommé, merkenavn, relasjoner med myndigheter, kunder, leverandører

SVIMA er en forkorting av fem krav som er beskrevet under hvor en skal analysere hvert enkelt krav for se om ressursen bidrar til et konkurransefordel. Det er rammeverket som anvendes for å gjøre en intern ressurs basert analyse for å vurdere om en ressurs evner å et varig

konkurransefortrinn. For at en ressurs har ekstraordinær merverdi må følgende fem betingelser være oppfylt (Jakobsen & Lien, 2001).

- (S) Sjelden; Ressursen er hos få eller ingen av konkurrentene og derfor et konkurransefortrinn
- (V) Viktig; Ressursen er viktig for kundens kostnad eller betalingsvillighet eller kan ha effekt selskapets kostnader.
- (I) Ikke-imiterbar; Hvor vanskelig det er for konkurrenter eller inntrengere å erstatte eller få kopiert ressursen
- (M) Mobilisert; Tilgjengelighet på ressursen, og graden bedriften har brukt ressursen for å skape merverdi
- (A) Approprieterbar; Den økonomiske merverdien som ressursen skaper må kun være til fordel for selskapet og ikke for konkurrentene

I visse tilfeller kan ressurser gi strategiske bakdeler istedenfor konkurransefortrinn. Eksempel på når det gjelder er når konkurrenter besitter viktige ressurser selskapet ikke har selv har eller tilgang til.

5.3.1 Finansiell kapital

Finansiell kapital er en viktig ressurs for å oppnå fremtidig verdiskapning. For boreselskap er finansielle muskler viktig for å investere i kostbare nybygg, store ombygninger eksisterende rigger eller det kostbare landliggene i forbindelse med fornying av klassepapirene til en rigg.

FOE ASA har gjennom hele analyseperioden (fra år 2005 til år 2014) hatt en solid egenkapital og en positiv rentedekningsgrad. Med det har det både mulighet og evne til å ta opp større låneforpliktelser som igjen kan brukes for å investere i flere nybygg. I nedgangstider er det flere boreriggsselskaper som sliter med finansieringen. Spesielt gjelder dette de som ble etablert- eller investerte i nybygg på spekulasjon i høykonjunktursperioden. FOE ASA har med sin gode finansielle strukturen og ryggrad en solid posisjon til å håndtere en nedgangsperiode med tap.

En kan si at kapitaltilgangen til FOE ASA karakteriseres som meget god, og viktig for både nedgangstidene vi er i og framtidig utvikling. FOE ASA sin økonomiske posisjon vil bli drøftet i både og regnskapsanalysen og. FOE ASA har en solid ressurs i finansiell kapital, men ressursen

oppfyller ikke alle kravene som er satt som kriterier i SVIMA analyse siden den kan imiteres av konkurrentene.

5.3.2 Fysisk kapital

Den viktigste fysiske ressursen til FOE ASA er riggflåten som består av ni halvt nedsenkbare rigger og to boreskip, hvor ni av dem er i operasjonell drift, en under bygging og en ligger til kai uten oppdrag. Nærmere beskrivelse er gitt i innledning til kapitel 4. FOE ASA har investert mye i ombygning av riggene sine og gjør stadig modifikasjoner for å oppgradere dem. Boreriggene Bideford Dolphin og Borgland Dolphin er oppgradert fra tredje generasjonsrigger til å bli fjerdegenerasjonsrigger og i tillegg tilfredsstillende norske krav. Rikken Blackford Dolphin er bygd om til å bli en dypvannsrigger, noe som banet vei for andre til å gjøre det samme. Disse tre riggene er alle av designet Aker H-3, som er bevist å være både solid og robust nok til å gjøre oppgraderinger. Det fleste omfattende oppgraderingsprosjektene til FOE ASA har utført har blitt mer omfattende enn hva som var utgangspunktet.

Det er riggflåten til FOE ASA som generer ca 98% av selskapets driftsinntekter. I kapitel 9 hvor lønnsomhetsanalysen er utført er det avdekket at FOE ASA sin drift er en ressursfordel siden de genererer mer i driftsinntekter i forhold til hva som er investert sammenlignet med bransjen. Det vil si at den er approprieterbar.

Selv om FOE ASA har jevnlig oppgradert og vedlikeholdt riggene sine godt kan en ikke se bort fra det faktum at det har en eldre riggflåte enn konkurrentene. Svakheten til FOE ASA er dermed at flere av konkurrenter har en mye mer moderne riggflåte. Det gir konkurrentene en konkurransefordel i forhold til fysisk kapital. I det nedgangstider vi nå er i kan derfor andre selskap bli foretrukket fremfor FOE ASA. Men det er innenfor rekkevidde for FOE å fornye flåten ved å imitere konkurrentene siden det er i en gunstig situasjon i forhold til kapitaltilgang. Så på litt lenger sikt med en nytt boreskip og en ny halvt nedsenkbar under bygging investere ytterligere å tilegne seg en moderne flåte.

Verftet Harland & Wolff i Belfast er en ressursfordel for FOE ASA ved at det utfører landligg med tilhørende vedlikehold og reparasjoner. I tillegg til å utføre oppdrag på FOE ASA sine egne rigger utfører det også oppdrag for andre både innen riggbransjen men også for andre bransjer. Harland & Wolff oppfyller kriteriene å både det å være en viktig- og sjelden ressurs for et

riggselskap, men ressursen er imiterbar. Derfor kan ressursen sees på som en meget god ressursfordel som er forbigående.

FOE ASA har åtte kontorer plassert strategisk i forhold til lokaliseringer i verden. Boreriggene også fordelt rundt i verden slik selv om et område går dårlig kan de enkelt re-lokalisere riggene til nye områder hvis det får kontrakter. I tillegg er tre av boreriggene godkjente for operasjon av petroleumtilsynet i Nordsjøen. For tiden er Bolette Dolphin lokalisert i Colombia og Belford Dolphin i Mosambik der begge opererer for Anadarko. Når det gjelder geografisk lokalisering er ikke FOE ASA unike i riggbransjen, og de oppfyller ingen av kravene for vedvarende konkurransefortrinn.

5.3.3 Organisatoriske- og Kunnskaps ressurser

Menneskelige- (kunnskap) og organisatoriske ressurser består hovedsakelig av immaterielle ressurser som er vanskelig å kopiere mot konkurrerende selskap.

FOE ASA er en av aktører med lengst erfaring innen offshore drilling og har over årene opparbeidet seg høy kompetanse blant de ansatte både onshore og offshore. I det gode tidene som har vært i årene før nedgangstiden som startet sommeren 2014, var både de å miste gode folk samt å få fatt i nye erfarne medarbeidere en stor bekymring for FOE ASA og resten av bransjen. Men på grunn av nedgangstidene har dette bildet snudd totalt. I dag står FOE ASA i fare for å si opp ansatte på grunn av rigger som ikke får fornyet kontrakter. Dette er et stort problem, for da mister bransjen en av sine viktigste ressurser.

Det at FOE ASA er et norsk selskap er en strategisk ulempe med tanke et høyere lønnsnivå og sterkere fagforeninger enn flere av konkurrentene, dette er en klar kostnadsulempe. FOE har derimot en lang historie og viktige erfaringer gjennom 50 år i værharde Nordsjøen og Britiske farvann. Kunnskapen som ledelsen besitter etter viktige erfaringer og lang historie i over 50 år er en av det store styrkene til FOE ASA. Dette er spesielt viktig i dag med nedgangstider, da de har erfaring med å lede gjennom lavkonjunktur for så å reise seg igjen. Men dette er ikke unik ressursfordel for FOE ASA. Ressursen i onshore og offshore ansatte vil ikke gi et konkurransefortrinn som vedvarer.

5.3.4 Relasjonskapital

Navnet Fred Olsen Energy kan sees på som et merkenavn med sin lange historie beskrevet i kapitel 3. Relasjonene til kundene, investorene, bankene og leverandørene er bygd opp gjennom mange år. FOE ASA anses som et robust og konservativt selskap som har et meget godt rykte. Siden selskapet er meget solid på finanssiden, er deres relasjoner til investorer og banker ekstra god. Totalt sett kan relasjonskapitalen for FOE ASA karakteriseres som viktig, sjelden og vanskelig å imitere blant konkurrentene. Av den grunn vurderes dette som et konkurransefortrinn, men at på lang sikt kan det komme andre konkurrenter i samme posisjon.

5.3.5 Oppsummering SVIMA-analysen

For oppsummere SVIMA analysen som er gjennomført i dette kapitlet bruker vi tabell 5.2 for å vurdere det fem ressursene mot det fem betingelsene som er satt i innledningen (Jakobsen & Lien, 2001).

SVIMA testen						
Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Vurdering
Finansiell Kapital	Ja	Ja	Ja/Nei	Ja	Nei	Forbigående fortrinn
Fysisk Kapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Nei	Ulempe
Organisatorisk Kapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Forbigående fortrinn
Kunnskapskapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja/Nei	Forbigående fortrinn
Relasjonskapital	Ja	Ja	Ja/Nei	Ja	Ja	Forbigående fortrinn

Tabell 5.2: SVIMA testen. Kilde (Jakobsen & Lien, 2001)

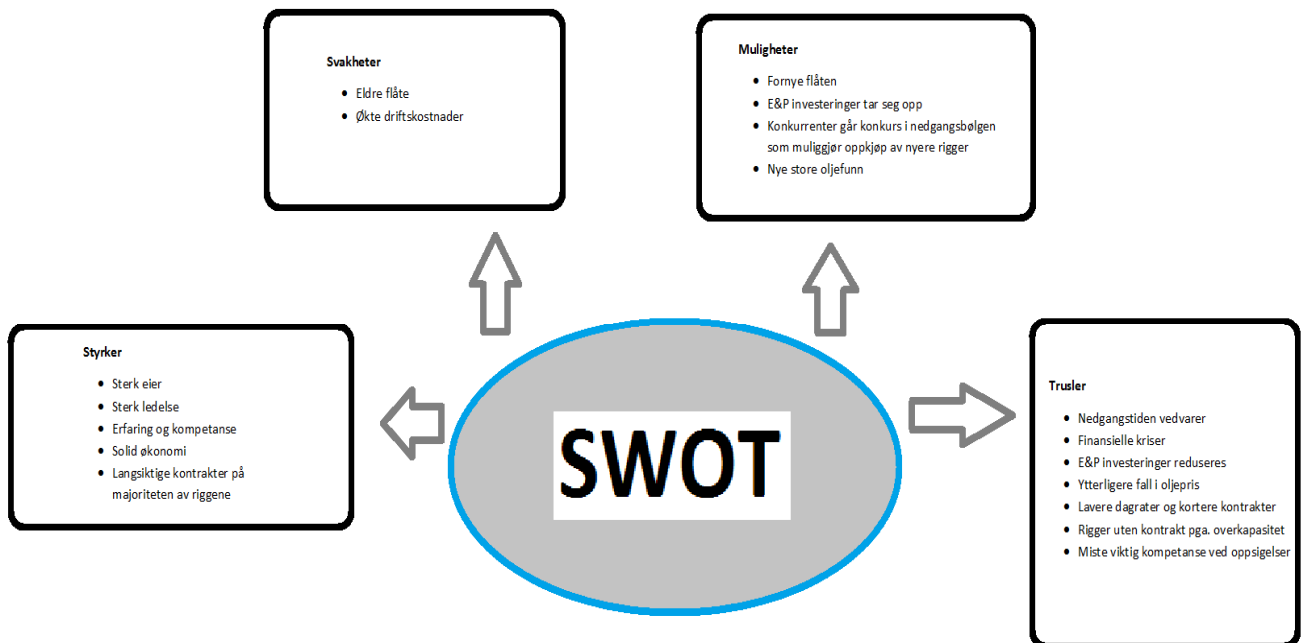
Når en ser på tabellen over ser det utifra SVIMA testen at FOE ASA har to forbigående fortrinn med ressursene relasjonskapitalen og Finansiell Kapital som er per i dag meget sterke. Dette begrunnes i stor grad selskapets lange historie og gode økonomi. Det ressursene som er vurdert til å være midlertidige fortrinn for selskapet er organisatorisk, kapital og kunnskapskapital, det vil si at FOE ASA er over gjennomsnittet i bransjen på de to. Ulempen selskapet har er den fysiske kapitalen. Det begrunnes med at flåten trengs å fornyes for å være et langsiktig selskap innen borebransjen.

For fremtiden til FOE ASA er det ikke identifisert konkurransefortrinn fra ressursene som oppfyller alle det fem kravene som er gitt i SVIMA analysen. Det vil si at alle de fem ressursene kan kopieres av konkurrerende selskap over tid og gir dermed ikke superprofit.

5.4 Konklusjon og oppsummering av strategisk analyse

I perioden den strategiske analysen er utført er bransjen og et selskapet sterkt preget av den overaskende raske nedgangssyklusen på grunn av makroforhold (oljeprisfall). For bare ett år siden var næringen inne i en tilsynelatende evig opptur der positiviteten og oppturen virket uendelig. Men i dag er muligens historiens raskeste inntrufne nedgangssyklus kommet. Riggmarkedet har historisk sett alltid vært utsatt for konjunkturer som en effekt av makroøkonomiske forhold. I denne strategiske analysen er det konkludert at riggbransjen har stor strategisk fordel i oppgangstider og motsatt i nedgangstider i forhold til makroforhold.

For å oppsummere makroøkonomiske forhold, ekstern analyse og intern analyse for FOE ASA er dette samlet i en oversiktlig SWOT analyse i figur 5.8. Dette gjøres med å gå systematisk gjennom FOE ASA's styrker, svakheter, muligheter og trusler for å kartlegge omgivelsene de operer i og ressursene de innehar (Roos, 2014). SWOT analysen viser da posisjonen til FOE ASA både med tanke på strategisk utfordringer og deres konkurranse situasjon i riggmarkedet.



Figur 5.8 SWOT-analyse Kilde (Roos, 2014)

6. Regnskapsanalyse

Med regnskapsanalyse er hovedmålet å få innsikt i selskapets økonomiske fortid slik at man har et bedre fundament til å gi en framtidsprognose (Kinserdal & Norge, 2005). Det er en kvantitativ del av den historisk analysen hvor målet er å gi et innblikk i FOE ASA situasjon økonomiske. Men regnskapsanalysen gir ikke alene et tilstrekkelig fundament for å gi en prognose om framtiden, men er både nødvendig og viktig steg i prosessen. Regnskapsanalysen gir også et godt grunnlag for kontroll og styring av selskapet, i tillegg til at interessentene gis et godt fundament for å ta økonomiske valg, både for eksterne aktører og internt i selskapet som har interesser i selskapet (Knivsflå, 2014).

For å gjøre regnskapsanalysen benyttes årsregnskapene fra perioden 2005 til 2014 hvor regnskapene blir omgruppert og normalisert til å være tilpasset en investors ståsted. Analysen sees i sammenheng med strategiske analysen fra kapittel 5 som vil gi et grunnlag fremtidige investeringsbeslutninger. Et resultat fra den strategiske analysen er at riggmarkedet er syklisk og blir som er styrt av makroforhold spesielt fra oljeprisen. Med å analysere en tiårsperiode dekker dette en hel syklus. En vil også se nærmere på utvalgte poster og sammenligne dem med tall fra bransjeutvalget. Videre blir det også tatt en omgruppering for å sammenligne med bransjen sine forholdstallanalyser.

6.1 Rammeverk og forutsetninger

Prosedyren som blir anvendt for å utføre regnskapsanalysen er illustrert i figur 6.1, som er en utvidet del av figuren 4.1 som viser rammeverket til en fundamental verdsettelse. Som basis for analysen er offentlige årsrapporter anvendt gjennom «trailing». Analysen blir bygd opp gjennom følgende tre hovedsteg (Knivsflå, 2014).

- Steg en er å omgruppere balansen og resultatregnskapet for å gjøre analysen orientert mot investorene
- Steg to er å analysere målefeilene i regnskapene

- Steg tre er å analysere forholdstall ved lønnsomhet- og risiko analyse hvor det historiske avkastningskravene blir undersøkt

Når de tre stegene er utført er det etablert et godt og viktig innblikk i FOE ASA's underliggende økonomiske situasjon. Med dette som fundament sammen med den strategiske analysen vil en kunne danne en framtidsprognose og et budsjett og for FOE ASA i kapittel 10.



Figur 6.1 Rammeverk for regnskapsanalyse. Kilde (Penman, 2013)

Det praktiske avklaringene en må ta før en kan starte på regnskapsanalysen er analyseperiode, analysenivå og komparative virksomheter (Knivsflå, 2014). At en tar det riktige praktiske avklaringene er avgjørende for å få en god regnskapsanalyse.

Som regel om et selskap operer i flere forretningsområder, er det nødvendig å analysere de ulike forretningsområde hver for seg. FOE ASA er delt inn i områdene riggdrift og Ingeniør og fabrikkstjenester. Men på grunn av ingeniør- og fabrikkstjenestene genererer kun omlag 2% av de totale driftsinntektene i analyseperioden blir selskapet samlet og analysert som et konsern.

Det avgjørende for hvilken analyseperiode en skal velge avhenger om selskapet har vært relativt stabilt, om det er oppstartfase, vekstfase eller endra karakter. Det er også viktig å se innpå om

bransjen er konjunkturutsatt. FOE ASA opererer innenfor riggmarkedet, som er spesielt utsatt for konjunkturer. Et resultat fra den strategiske analysen i kapitel 5 er at riggmarkedet er syklisk og blir som er styrt av makroforhold spesielt fra oljeprisen. Analyseperioden som er satt i denne regnskapsanalysen er fra 2005 til 2014. I denne perioden har FOE ASA vært relativt stabilt. Med å analysere en tiårsperiode dekker den en hel konjunktursyklus og det vil gi en god forståelse av de ulike syklusene og hvordan de har blitt håndtert av selskapet.

For å analysere FOE ASA i forhold til resten av bransjen hadde det beste vært å gjøre den opp mot alle i bransjen. Men i forbindelse med denne oppgaven blir det for mye. Som komparative virksomheter for å sammenligne forholdstall er følgende fire selskapene Northern Offshore, NADL, Songa offshore og Seadrill utvalgt til å være bransjeutvalget. De førstnevnte selskapene er mindre enn-, de to i midten er på samme størrelse- og de de sistnevnte er et større selskap enn FOE ASA

6.2 Presentasjon av tall

De rapporterte årsregnskapene fra FOE ASA blir oppsummert og klargjort for regnskapsanalysen i dette avsnittet. Det er viktig at når en setter opp tallene utifra årsrapportene forholdene drift- og finanspostene og unormale- og normale poster kommer frem. Å skille av de postene er viktig på grunn av den videre bearbeiding av regnskapet for å gjøre det til en investororientert regnskapsanalyse (Knivsflå, 2014). Dette er gjort ved å sette opp følgende i tabeller (tall oppgitt i NOK 1000).

- Tabell 6.1; Resultatregnskapet
- Tabell 6.2; Balansen
- Tabell 6.3; Endring i egenkapital

Alle årsrapportene er hentet fra FOE ASA sin hjemmeside hvor det er publisert (www.fredolsen-energy.com, 2015). Selskapet rapportere etter IFRS (International financial reporting standards). Dette ble innført for FOE ASA i 2005. Regnskapene under gir fundamentet for videre bearbeiding av regnskapsmateriale for videre bruk.

Verdivurdering av Fred Olsen Energy ASA

RESULTATREGNSKAP	IFRS									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
(Alle tall i NOK 1000)										
ÅR										
Driftsinntekter og kostnader										
Totale driftsinntekter	2 882 880	4 048 184	4 276 981	5 786 773	6 600 042	6 018 586	6 470 856	6 876 823	7 021 537	7 461 866
Materialkostnader	-53 564	-12 476	-30 246	-46 789	-36 204	-14 629	-76 787	-185 686	-102 108	-74 514
Lønn og andre personalkost	-749 848	-877 916	-967 834	-1 121 591	-1 160 834	-1 214 049	-1 401 566	-1 659 536	-1 906 898	-2 008 359
Andre driftskostnader	-1 158 812	-1 448 754	-1 324 038	-1 281 739	-1 421 773	-1 389 321	-1 451 807	-1 503 421	-1 654 200	-2 125 870
Oppgjør Navis	-33 683									
Nedskrivninger	0	-19 881	0	-35 029	0	0	-15 284	0	0	0
Avskrivninger	-618 265	-479 745	-500 432	-692 658	-973 403	-1 221 498	-1 260 764	-1 350 657	-1 423 767	-2 345 063
Sum driftskostnader	-2 614 172	-2 838 772	-2 822 550	-3 177 806	-3 592 214	-3 839 497	-4 206 208	-4 699 300	-5 086 973	-6 553 806
Driftsresultat før finansposter	268 708	1 209 412	1 454 431	2 608 967	3 007 828	2 179 089	2 264 648	2 177 523	1 934 564	908 060
Finansinntekter	118 311	88 579	142 380	92 301	355 004	225 543	390 068	160 250	379 560	800 940
Finanskostnader	-398 878	-300 861	-178 826	-583 745	-534 881	-396 044	-547 530	-436 402	-473 252	-772 682
Netto finansposter	-280 567	-212 282	-36 446	-491 444	-179 877	-170 501	-157 462	-276 152	-93 692	28 258
Resultat før skatt	-11 859	997 130	1 417 985	2 117 523	2 827 951	2 008 588	2 107 186	1 901 371	1 840 872	936 317
Skattekostnad	-3 820	-23 324	-26 067	-20 888	-73 799	-73 617	-19 450	-81 264	-105 849	-190 494
Resultat før andre poster	-15 679	973 806	1 391 918	2 096 635	2 754 152	1 934 971	2 087 736	1 820 107	1 735 023	745 824
Andre Poster										
Periodens resultat	-15 679	973 806	1 391 918	2 096 635	2 754 152	1 934 971	2 087 736	1 820 107	1 735 023	745 824

Tabell 6.1 Resultatregnskapet for FOE ASA Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Som resultatregnskapet i figur 6.1 viser har selskapets driftsinntekter økt i hele perioden fra 2005 til 2014 i takt med oppgangen har vært i riggbransjen de årene. På samme tid har det også vært kraftig økning i driftskostnader hvor lønnskostnadsposten har vært driveren. Det ble også tatt frem som en trussel i den strategiske analysen i kapitel 5 når det gjaldt kostnadsnivået på arbeidskraft fulgte det gode tidene i riggmarkedet.

En post som øket merkbart i 2014 er «andre driftskostnader». Hovedårsaken til dette er at det nye drillskipet Bolette Dolphin kom i drift og at det generelt sett har vært en liten økning i driftskostnadene.

En annen post som har øket merkbart fra 2008 og frem til 2014 er avskrivningene og nedskrivningene selskapet har gjort. I 2014 ble det en nedskrivning på USD 42,7 millioner relatert til Borgny Dolphin. Riggeren er for tiden i opplag på grunn av overkapasitet av offshore boreenheter verden over. Selskapet arbeider med nye kontraktmuligheter i parallell med eventuelt salg av riggeren. I tillegg er det gjort store investeringer på riggerne og at riggerne er har en høy snittalder. Det store kostnadene som er påført selskap i form av dyre klassejobbene som må gjøres på riggerne hvert femte år blir også satt i regnskapet som kapital investeringer, og er med på å øke posten. Da må riggerne inn til kai og få fornyet classesertifikatet.

Verdivurdering av Fred Olsen Energy ASA

På grunn av postene kommentert på over ble det en nedgang på ca 1 milliard på nettoresultat i 2014 sammenlignet med 2013.

BALANSE	IFRS									
(Alle tall i NOK 1000)										
ÅR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Eiendeler										
Eiendom, anlegg og utstyr	5 391 018	6 181 719	7 147 881	10 415 371	9 981 300	10 113 608	10 449 194	12 684 546	15 064 680	18 285 505
Immaterielle eiendeler	98 577	98 577	98 577	98 577	98 577	98 577	98 577	98 577	98 577	83 576
Andre investeringer	8 084	6 294	5 954	6 721	5 228	4 995	3 235	1 310	159	1 292
Finansielle instrumenter	38 692	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Eiendeler ved utsatt skatt	3 211	15 087	13 988	35 285	48 431	34 831	58 209	56 365	164 075	196 852
Sum anleggsmidler	5 539 582	6 301 677	7 266 400	10 555 954	10 133 536	10 252 011	10 609 215	12 840 798	15 327 491	18 567 225
Forbruk- og reservedeler	177 174	220 475	222 125	373 478	345 238	400 664	466 407	430 965	626 335	725 758
Finansielle instrumenter	0	8 142	1 309	0	0	0	0	0	0	0
Forskuddsbetalte kost og skatteref	805 946	791 785	193 774	504 294	387 002	425 562	405 364	188 878	192 765	195 895
Kundefordringer og andre fordringer	717 110	912 490	800 026	1 577 904	989 595	945 235	1 199 774	964 502	1 154 121	1 088 067
Kontanter og kontantekvivalenter	0	0	713 605	3 673 834	2 014 127	1 498 274	2 183 628	1 386 764	1 351 102	1 281 964
Sum omløpsmidler	1 700 230	1 932 892	1 930 839	6 129 510	3 735 962	3 269 735	4 255 173	2 971 109	3 324 323	3 291 684
Sum eiendeler	7 239 812	8 234 569	9 197 239	16 685 464	13 869 498	13 521 746	14 864 388	15 811 907	18 651 814	21 858 909
Egenkapital										
Aksjekapital	1 224 119	1 316 845	1 333 877	1 333 884	1 333 884	1 333 884	1 333 884	1 333 884	1 333 884	1 218 094
Overkursfond	284 687	507 230	548 107	548 125	548 125	548 125	548 125	548 125	548 125	526 517
Kapital reserver	187 171	9 147	3 144	622	0	0	0	0	0	0
Omregningsdifferanser	160 992	-132 926	-769 175	326 119	-624 525	-636 484	-350 337	-936 782	-196 573	43 326
Egne aksjer	-1 687	-107	-80	-8 602	-8 602	-8 602	-8 602	-8 602	-8 602	-7 657
Opptjent egenkapital	1 095 306	2 237 118	2 972 290	3 328 515	4 422 076	5 697 128	6 458 153	6 950 977	7 064 925	6 462 157
Sum egenkapital	2 950 588	3 937 307	4 088 163	5 528 663	5 670 958	6 934 051	7 981 223	7 887 602	8 741 759	8 242 438
Minoritetsinteresser				4 040	8 650	5 255	6 874	8 567	0	0
Sum egenkapital	2 950 588	3 937 307	4 088 163	5 532 703	5 679 608	6 939 306	7 988 097	7 896 169	8 741 759	8 242 438
Forpliktelse										
Rentebærende lån og kreditter	2 687 401	3 091 422	2 868 859	8 123 448	5 450 815	4 250 578	4 429 469	4 196 873	4 028 369	8 570 187
Ytelser til ansatte	268 293	248 584	199 731	196 422	197 077	237 425	248 288	263 221	737 807	843 818
Utsett skatt	1 683	1 145	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle instrumenter	19 579	0	0	200 875	90 642	129 321	124 408	36 567	20 600	32 140
Sum langsiktige forpliktelse	2 976 956	3 341 151	3 068 590	8 520 745	5 738 534	4 617 324	4 802 165	4 496 661	4 786 776	9 446 145
Rentebærende lån og kreditter	607 909	284 658	1 288 108	1 839 581	1 270 874	1 288 408	1 318 394	730 312	798 181	601 548
Levarandørgjeld og a.betalingsforpliktelse	198 579	325 681	400 390	272 761	215 505	107 198	220 557	206 274	265 032	367 691
Avsetninger	172 439	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle instrumenter	2 589	6 361	0	66 216	12 424	12 630	9 842	47 746	1 092	47 327
Betalbar skatt		24 729	23 603	19 464	27 079	28 183	13 043	17 648	46 103	95 909
Annen påløpt kost og utsatt inntekt	330 753	314 682	328 385	433 994	925 474	528 697	512 290	2 417 097	4 012 871	3 057 852
Sum kortsiktig forpliktelse	1 312 269	956 111	2 040 486	2 632 016	2 451 356	1 965 116	2 074 126	3 419 077	5 123 279	4 170 326
Sum egenkapital og forpliktelse	7 239 813	8 234 569	9 197 239	16 685 464	13 869 498	13 521 746	14 864 388	15 811 907	18 651 814	21 858 909

Tabell 6.2 Balanse for FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Posten «Eiendom, anlegg og utstyr» har gjennom hele perioden øket. Grunnen til det er oppgraderingene av riggene i perioden. Det tre siste årene er de nybyggene Bolette Dolphin (ferdigstilt 2014) og Bollsta Dolphin (forventet ferdigstilt 4 kvartal 2015) som er kommet inn i denne posten.

Posten «rentebærende lån» har hatt store svingninger. I 2008 fordoblet den seg i forhold til hva den var i 2007. Dette var for å finansiere oppgraderingene i 2007 av Blackford Dolphin til

dypvannsrigg og Bredford Dolphin for å tilfredsstille kravene for norsk sektor. Posten har ellers vært jevn, men i 2014 økte den igjen. Grunnen nå er å dekke alle klassejobbene på riggene dette året og i 2015 samt for å oppfylle betalingsforpliktelser til nybyggene.

Også posten «Annen påløpt kost og utsatt inntekt» hadde en betydelig økning fra 2011 til 2012. Det skyldes at FOE ASA har en forpliktelse som ikke er betalt til verftet relatert til bygging av Bolette Dolphin for 2012. Dette har fortsatt med Bollsta/Bolette i 2013 og 2014 også. Det er en prosentvis av ferdigstillelse som ikke er betalt, men som forfaller ved levering.

En annen post som økte betydelig i 2013 og 2014 var «Ytelser til ansatte». Dette er pensjonsplanen til de ansatte.

I tabell 6.3 ser en på utviklingen av egenkapitalen. Som tabellen viser har den økt jevnt hele perioden, og er i 2014 på over 8 milliarder NOK. Dette reflekterer at selskapet har hatt en god ti årsperiode og brukt puttet mye av overskuddet tilbake til selskapet.

Endring i egenkapital	IFRS									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
(Alle tall i NOK 1000)										
År										
Balanse per 01.01	2 241 805	2 950 588	3 937 307	4 088 163	5 532 703	5 679 608	6 939 306	7 716 458	7 605 515	9 055 288
Sum innregnet inntekt og kostnad	379 706	679 900	755 669	3 191 929	1 803 508	1 922 339	2 374 074	1 214 340	2 461 527	590 129
Utstedes av aksjer	273 542	300 659	-659 861	-1 667 256	-1 656 603	-662 641	-1 325 283	-1 325 283	-1 325 283	-1 402 979
Salg av egne aksjer	61 531	1 747	11	-80 158	0	0	0	0	0	0
Konvertering av konvertible obligasjoner, tilbakeføring av egenkapitalelement og endring av obligasjonslån, netto etter skatt	-5 996	4 413	55 037	25	0	0	0	0	0	0
Balanse per 31.12	2 950 588	3 937 307	4 088 163	5 532 703	5 679 608	6 939 306	7 988 097	7 605 515	8 741 759	8 242 438

Tabell 6.3 Endring egenkapital for FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

6.3 Trailing

Siden den siste tilgjengelige årsrapporten fra FOE ASA for 2014 ble gitt ut 30 april 2015, vil informasjonen i den være fersk nok til å gjøre en fremtidig verdsetting. Det er tilfellene hvor kvartalsrapportene er ferskere enn årsrapporten en med fordel bruker de kvartalsrapportene for å gjøre regnskapsanalysen mer oppdatert og fremtidsrettet (Aswath Damodaran, 2011b). Det gjøres ved å gjennomføre en «trailing» av årsregnskapet, også betegnet som løpende finansregnskap (Knivsflå, 2014). Det ble offentliggjort førstekvartalsrapport 5 mai 2015 av FOE ASA. På grunn av innleveringsfristen 15 mai 2015 av masteroppgaven er ikke den tatt med i utredningen. Det har derfor ikke vært nødvendig å anvende «trailing».

6.4 Omgruppering og normalisering

Grunnlaget for å kunne estimere et fremtidsregnskap kommer fra den strategiske analysen og historiske regnskapsanalyser. Siden de historiske regnskapene har sitt fokus mot kreditorene, må det omgrupperes til å være tilpasset en analyse for investorene. Det kreves da at en normaliserer regnskapet for å få skille ut den delen av driftsresultatet som kommer fra normal drift da den er forutsigbar og fremtidsrettet. Sjeldne eller unormale poster må også trekkes fra da disse er uforutsigbare og ikke en del av primærdriften. Ved å gjøre øvelsen å omgruppere og normalisere anvender vi kun offentlige regnskapstall uten å endre dem, der tallene blir klargjort for analyse av lønnsomhet og vekst i kapittel 7.

For å utføre omgrupperingen må en gjennomføre følgende fire steg (Knivsflå, 2014).

- Steg 1 er å omgruppere de som er satt av til utbytte fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital
- Steg 2 er å kartlegge brudd på kongruensprinsippet for å få frem nettoresultatet til egenkapitalen
- Steg 3 er å skille mellom normale poster og unormale poster, deretter fordele skattekostnaden på hver av postene
- Steg 4 er å skille mellom driftsposter og finansposter, deretter fordele skattekostnaden på hver av postene

Når stegene med å omgruppere blir fulgt blir det skilt mellom finansielle aktiviteter og driftsrelaterte aktiviteter, noe som gjør at inndelingen er bedre tilpasset enn den rapporterte oppstillingsplanen med tanke på å gjøre egenkapitalanalysen. Når regnskapet er omgruppert til et felles format blir det også enklere å sammenligne FOE ASA med bransjeutvalget. I tillegg blir informasjonen fra notene brukt hvor det har nyttig informasjon (Penman, 2013).

6.4.1 Utbytte fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital

FOE ASA rapporterer etter internasjonale regnskapsreglene IFRS som ikke gir mulighet i regnskapspraksisen å avsette midler for utbytte før dette er vedtatt på generalforsamlingen. Dette er i motsetning til de norske regnskapsreglene (NGAAP) som har i sin regnskapspraksis skal avsette utbytte skal regnskapsførers som kortsiktig gjeld. FOE ASA rapporterte etter NGAAP

frem til 2004, men har i hele analyseperioden fra 2005 til 2014 rapportert etter IFRS, av den grunn er det ikke behov å gjøre omgruppering i første steg.

6.4.2 Kartlegge brudd på kongruensprinsippet

Steg 2 er å kartlegge brudd på kongruensprinsippet, dvs. føring av kostnader og inntekter direkte mot egenkapitalen, og dermed beregne nettoresultatet til egenkapital. Ifølge IFRS skal alle kostnader og inntekter resultatføres jamfør RL § 4-3, kongruensprinsippet og IAS 8 (Johnsen, Kvaal, & Norge, 1999). Det er åpnet for tre viktige unntak ihht. god regnskapsskikk som tillater brudd på kongruensprinsippet (dvs. kostnader først direkte mot egenkapitalen). De tre unntakene med kongruensbrudd kalles «dirty surplus» og er (Johnsen et al., 1999).

- Endring av regnskapsprinsipp
- Korrigering av feil i tidligere regnskap
- Omregning av utenlandske datterselskap fra utenlandsk valuta til norske kroner

I FOE ASA årsregnskap er posten omregning av utenlandsk valuta til norske kroner fra utenlandske datterselskap en gjenganger. Det er naturlig siden selskapet i hele analyseperioden hatt utenlandske datterselskap. Men dette forholdet er knyttet direkte til driften og kommer derfor innen kategorien driftsrelatert «dirty Surplus». FOE ASA har ikke korrigert for feil eller hatt endring regnskapsprinsipp i løpet av analyseperioden

Tabell 6.4 viser beregning av den helhetlige nettoresultatet til egenkapital, noe som kommer frem ved å summere «dirty surplus» og årsresultat (Penman, 2013). Netto betalt utbytte består av opsjonskostnader, kjøp og salg av egne aksjer og utbetalt utbytte.

Fullstendig årsresultat	IFRS									
(Alle tall i NOK 1000)										
År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inngående Egenkapital	2 241 805	2 950 588	3 937 307	4 088 163	5 532 703	5 679 608	6 939 306	7 716 458	7 605 515	9 055 288
Årsresultat	-15 679	973 806	1 391 918	2 096 635	2 754 152	1 934 971	2 087 736	1 820 107	1 735 023	476 720
"Dirty Suplus"	395 385	-293 906	-636 249	1 095 294	-950 644	-12 632	286 338	-586 752	736 931	-51 234
Fullstendig årsresultat	379 706	679 900	755 669	3 191 929	1 803 508	1 922 339	2 374 074	1 233 355	2 471 954	425 485
Betalt Utbytte	329 077	306 819	-604 813	-1 747 389	-1 656 603	-662 641	-1 325 283	-1 344 298	-1 335 710	-1 716 379
Utgående egenkapital	2 950 588	3 937 307	4 088 163	5 532 703	5 679 608	6 939 306	7 988 097	7 605 515	8 741 759	7 764 394

Tabell 6.4 Nettoresultat, kongruensbrudd/dirty surplus. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

6.4.3 Normale poster og unormale poster

Steg tre er å skille mellom unormale og normale poster for å fordele skattekostnadene på disse. Hovedgrunnen til skille ut unormale finans- og driftsposter fra regnskapet er forurensingen disse skaper i analysen av forholdstallene i beregningen av framtidsregnskapet. For å anvende regnskapstallene til å sjekke underliggende økonomiske trender for å beregne framtidsprognoser, må det skilles mellom regnskapspostene som er uvanlige, engangs eller periodiske (Aswath Damodaran, 2011b). I tilfeller der det rapporterte årsregnskapet er oppblåst vil det gi et oppblåst framtidsregnskap. Normaliseringen av de historiske regnskap vil utjevne dette slik at framtidsregnskap blir mer korrekt.

Det er strenge regnskapsregler for at en post blir klassifisert som uvanlige/unormale poster i driftsresultatet, den må være både uregelmessig, uvanlig og vesentlig. Hovedmålet er å avdekke disse postene hvor en enten jevner dem utover mange år eller skiller dem ut. Dette for å avdekke det konkrete underliggende resultatet som ikke er avhengig av tilfeldige inntekter. Det fire ekstraordinære poster som inngår i denne kategorien (Aswath Damodaran, 2011b). Engangs kostnader eller inntekter som kun skjer en gang og bør av den grunn derfor justeres ut av regnskapet

- Inntekter og utgifter som ikke er årlige, men har en trend der de kommer i regelmessige intervaller, bør normaliseres utover den aktuelle analyseperioden
- De er ønskelig å skille ut de postene som har ulik størrelse på inntekter og utgifter fra år til år uten at en avdekker noen bakenforliggende trender. For å avdekke disse postene ser vi på prosentvist av salg, og det bør bli normalisert ved et gjennomsnitt over tid.
- Faste poster som kommer hvert med ulike fortegn, bør sees bort fra da utjevner seg selv over tid

Unormale driftsposter

Unormale driftsposter kommer som konsekvens av unormale hendelser knyttet til FOE ASA's daglige drift. I analyse perioden fra 2005 til 2014 har FOE ASA unormale driftsposter i form både hatt tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler og hatt nedskrivninger av driftsrelaterte. Disse

er å se på som engangshendelser som en må justere ut av regnskapet. Det samme gjelder tvangsinnløsning av aksjene i Navis AS som var en engangshendelse i 2005.

For å beregne unormalt netto driftsresultat må en finne den unormale skatten på de normale driftsresultat. For å beregne den årlige skattesatsen for det unormale driftsresultatet deles totale årlige skattekostnaden på de årlige resultatet før skatt. Se tabell 6.5 for årlig driftsskattesats. «Dirty Surplus» blir ansett som en finansinntekt og har 14 prosent i skattesats (nærmere forklaring utdypes i unormale driftsposter på neste side)

Årlig driftsskattesats										
Resultat før skatt	-11 859	997 130	1 417 985	2 117 523	2 827 951	2 008 588	2 107 186	1 901 371	1 840 872	667 214
Skattekostnad	-3 820	-23 324	-26 067	-20 888	-73 799	-73 617	-19 450	-81 264	-105 849	-190 494
Skatteprosent effektivt	-32,21 %	2,34 %	1,84 %	0,99 %	2,61 %	3,67 %	0,92 %	4,27 %	5,75 %	28,55 %

Tabell 6.5 Årlige driftsskattesats. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Det gir et gjennomsnittlig driftsskattesats på 1,8 prosent for perioden 2005 til 2014. Det er kommer også frem i FOE ASA's årsrapporter at det er en lav effektiv skattesats (mellom 1 prosent og 3 prosent) på grunn av bevist underskudd og forskjellene som er nevnt tidligere med å ha store deler av virksomheten i utlandet. Det er forutsatt at hele beløpet til «dirty surplus» kommer fra den normale driften. Siden «dirty surplus» er rapportert etter skatt trenger en ikke å fordele skatt på beløpet (Penman, 2013). Årsaken til den høye skattesatsen i 2014 er at riggene som er operert utenfor Norge måtte gikk over til britisk skatteregime på grunn av en lovendring i Skottland hvor riggene opereres fra.

Postene blir justert ut i tabell 6.6 for det unormale netto driftsresultatet til FOE ASA.

Unormalt netto driftsresultat	IFRS									
(Alle tall i NOK 1000)										
ÅR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tap ved salg av driftsmidler	0	0	-625	-737	-386	-607	-300	-2 911	-1 000	1 557
Andre unormale kostnader	-33 683	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nedskrivninger	0	-19 881	0	-35 029	0	0	-15 284	0	0	-269 104
Unormalt driftsresultat	-33 683	-19 881	-625	-35 766	-386	-607	-15 584	-2 911	-1 000	-267 547
Skatt på unormalt driftsresultat	10 850	-465	-11	-353	-10	-22	-144	-124	-57	-76 386
Driftsrelatert "dirty surplus"	395 385	-293 906	-636 249	1 095 294	-950 644	-12 632	286 338	-586 752	736 931	-51 234
Unormal skatt	55 354	-41 147	-89 075	153 341	-133 090	-1 768	40 087	-82 145	103 170	-7 173
Unormal netto driftsresultat	427 906	-355 399	-725 960	1 212 516	-1 084 130	-15 030	310 697	-671 933	839 044	-402 341

Tabell 6.6 Unormalt netto driftsresultat Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Unormale finansposter

Det siste leddet er å skille ut de unormale finanspostene fra de normale og normalisere dem fra de historiske regnskapstallene. Det finanspostene som karakteriseres som unormale er postene som er utenfor FOE ASA sin primærvirksomhet og er knyttet til finansiell gevinst eller finansiell tap og valutagevinst eller valutatap. Med unormale finansposter menes poster knyttet til annen finansinntekt/kostnad, finansiell gevinst/tap og valutagevinst/tap. I tabell 6.7 er netto finansresultat presentert.

For å beregne skatten må skattesatsen på finanskostnader og finanskostnader bestemmes. I Norge er skattesatsen på 27 prosent på finanspostene (Denne ble justert fra 28 prosent til 27 prosent i 2014), men fordi skattereglene ved realisering av gevinster er bestemt av hvor stor andelen som er skattefri blir den effektive skatten mellom 0 prosent og 27 prosent (Knivsflå, 2014). Skattesatsen er derfor estimert til å være 14 prosent for unormalt finansinntekter og 28 prosent frem til 2013 og 27 prosent i 2014 på finanskostnader. Bakgrunnen til at skattesatsen er for finansinntekten er lavere er at store deler av virksomheten er utført fra utlandet hvor det er en annen skattepolitikk enn i Norge.

Unormalt netto Finansresultat	IFRS									
(Alle tall i NOK 1000)										
År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gevinst finansielle instrumenter	8 168	46 700	21 280	3 892	209 708	16 198	33 797	37 720	92 127	7 903
Annen finansinntekt	336	570	353	12	0	0	0	0		
Valutagevinst	100 558	12 914	86 427	50 044	121 267	198 010	338 484	107 860	315 927	776 438
Unormalt finansinntekt	109 062	60 184	108 060	53 948	330 975	214 208	372 281	145 580	408 054	784 341
Skatt på finansinntekt	15 269	8 426	15 128	7 553	46 337	29 989	52 119	20 381	57 128	109 808
Unormalt finansinntekt etter skatt	93 793	51 758	92 932	46 395	284 639	184 219	320 162	125 199	350 927	674 533
Tap finansielle instrumenter	-118 090	0	-547	-306 163	-71 108	-157 161	-93 454	-74 407	-52 999	-82 668
Annen finanskostnader	-23 530	-76 194	-11 259	-25 315	-24 230	-21 901	-22 560	-77 709	-110 378	-199 121
Valutatap	-55 981	-56 820	-54 316	-73 161	-272 418	-135 228	-328 435	-148 861	-212 469	-228 664
Unormalt I finanskostnad	-197 601	-133 014	-66 122	-404 639	-367 756	-314 290	-444 449	-300 977	-375 845	-510 454
Skatt unormal finanskostnad	-55 328	-37 244	-18 514	-113 299	-102 972	-88 001	-124 446	-84 274	-105 237	-137 823
Unormalt finanskostnad etter skatt	-142 273	-95 770	-47 608	-291 340	-264 784	-226 289	-320 003	-216 703	-270 609	-372 631
Netto unormalt finansresultat etter skatt	-48 479	-133 014	-66 122	-404 639	-367 756	-314 290	-444 449	-300 977	-375 845	-510 454

Tabell 6.7 Unormalt netto finansresultat. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Det er forutsatt under unormale driftsposter at alt som går under «dirty surplus» er tilknyttet driften. På grunn av faren for målefeil (se delkapittel 6.5) og det faktum at justeringer vanligvis jevner seg ut over tid blir det ikke justert for periodiske-, uvanlige- eller engangs poster.

6.4.4 Omgruppere balanseposter

Steg 4 av omgrupperingen er å skille mellom finansielle poster og driftsrelaterte poster, samt å fordele skattekostnadene mellom finansinntekter, finanskostnader og driftskostnader. Et av de viktigste punktene når det blir omgruppert til en investororientert analyse er at det er et tydelig

skille mellom finansiering og finansiell investering samt mellom drift og driftsinvesteringer. I tabell 6.9 er omgruppert og normalisert driftsresultat presentert for FOE ASA.

Når balansen blir omgruppert er den i hovedsak fokusert på netto driftskapital, sysselsatt kapital eller totalkapital. Det er et klart hovedfokus i totalkapitalbalansen på drift og ikke finansiering. Sysselsatt kapital defineres som kapitalen som er satt inn og sysselsettes av de som gir finansielle lån og eierne av selskapet, mens netto driftskapital defineres som kapitalen som blir investert til å drifte og ikke finansielle eiendeler (Penman, 2013). I denne utredningen blir FOE ASA sin balanse omgruppert til netto driftskapital, som er presentert i tabell 6.10. Med balanse til netto driftskapital blir den delt mellom;

- Netto driftseiendeler (NDE) som defineres som driftseiendeler med fratrukk i driftsrelatert gjeld
- Netto driftskapital (NDK) som defineres som egenkapital, netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser

Det skilles mellom og finansielle aktiviteter og driftsaktiviteter. Finansielle aktiviteter er aktiviteter for å få midler til drift og går under betegnelsen finansiell gjeld. De eiendeler som selskapet har ekstra utover behovet som må til for drifte selskapet er betegnet som finansielle eiendeler. Det gjør at finansielle eiendelene er et betalingsmiddel som er lett tilgjengelig hvis en har behov til å redusere den finansielle gjelden (Penman, 2013). I tabell 6.8 er en beskrivelse av det omgrupperte postene til netto driftskapital balansen.

Post i balansen	Beskrivelse
Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)	Eiendeler ved utsatt skatt, immaterielle eiendeler, eiendom og anlegg og utstyr
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	Ytelser til ansatte, utsatt skatt, og finansielle instrumenter
Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM)	Forskuddsbetalte kostnader, beholdninger, kundefordringer og andre fordringer samt skatterefusjon
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)	Leverandørgjeld og andre betalingsforpliktelser, betalbar skatt, utsatt inntekt, avsetninger og finansielle instrumenter og annen påløpt kostnad
Egenkapital (EK + MI)	Egenkapitalposter og minoritetsinteresser
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)	Langsiktige rentebærende lån og kreditter
Finansielle anleggsmidler (FAM)	Finansielle instrumenter og andre eventuelle investeringer
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)	Kortsiktige rentebærende lån og kreditter
Finansielle omløpsmidler (FOM)	Kontantekvivalenter og kontanter

Tabell 6.8 Omgrupperte poster til netto driftskapital balanse

6.5 Justering av målefeil

Steg to i regnskapsanalysen er å justere for målefeil som kommer ut fra omgrupperingen som ble utført av regnskapet. Hensikten med justeringen er at regnskapet etter omgrupperingen skal i utgangspunktet gi et bedre bilde av bedriftens underliggende økonomiske situasjon. Når en analyserer et regnskap for målefeil vurderes kvaliteten på de offentliggjorte regnskapstallene. Målestøy betyr at kvaliteten er dårlig på regnskapet og oppdages det skal en vurdere om en enten skal justere det bort eller normalisere det. Det er tre hovedgrunner til målefeil som har innvirkning på regnskapet sin kvalitet er (Aswath Damodaran, 2011b). Målefeil knyttet til regnskapsreglenes oppbygging

1. Målefeil knyttet til feilperiodisering
2. Målefeil knyttet til kreativ regnskapsføring/regnskapsmanipulasjon.

Det er også et annet element som kan skape målefeil, nemlig «bobler» i aksjemarkedet. Det er en kunstig «boble» mellom fundamental verdi og børskurs (Knivsflå, 2014).

FOE ASA anvender korrekt historisk kost for deres rapportering av regnskapet med unntak av finansielle instrumenter og derivative finansielle instrumenter som rapporteres etter faktisk verdi. Å anvende korrekt historisk kost er et prinsipp fra IFRS regnskapsreglene. Det gjør at FOE ASA får målestøy i sitt regnskap, noe som tilsvarer målefeil 1 som kommer av regnskapsreglenes oppbygging. Målefeil 1 kommer når idealet for regnskapet ikke er utelukkende virkelig verdi (Knivsflå, 2014).

Feilperiodisering forekommer når periodiske utgifter og inntekter blir feilaktig resultatført over tid. Det kan eksempelvis være feil avskrivning av investeringer, manglende avsetning til fjerning og manglende balanseføring av investeringer (Knivsflå, 2014). Siden FOE ASA bruker lineær avskrivning og ikke korrekt historisk kost over levetiden kan de medføre noe målestøy som er tilknyttet målefeil 2 med feilperiodisering. Avskrivning basert på kost er avskrivningen lik kontantstrømmen med fratrukk av resultat der resultatet er internrenten er multiplisert med den inngående kapitalen (Knivsflå, 2014). FOE ASA sitt resultat kan både reduseres eller bli blåst opp avhengig av avskrivningsperioden. Feilen i prognosen forekommer ofte av at selskapet ikke er i stand til estimere framtidige konsekvenser av transaksjoner som gjøres godt nok. Eksempel

på det kan være hvor mye av utestående kundefordringer som ikke blir betalt inn (Palepu & Healy, 2013) og/eller andre estimat som er konservative (Knivsflå, 2014)

Målefeil tilknyttet kreativ regnskapsføring skjer nå selskapets ledelse med hensikt manipulerer regnskapstallene. Dette er en kriminaløkonomisk handling som får store konsekvenser om det blir avdekket. Eksempler på store skandaler som kommer fra manipulering av regnskapstallene er fra selskapene Finance Credit, Enron og WorldCom. Fellesnevneren for alle skandalene var at selskapets ledelse offentliggjorde manipulerte regnskapstall for å presse opp aksjekursen. Det anses som liten sannsynlighet for at FOE ASA sin ledelse har bevist vært kreative med regnskapstallene. Dette er også underbygd med selskapet som gjør revisjon av FOE ASA bekrefter at regnskapsreglene etter IFRS sitt regelverk er fulgt.

I lys av beskrivelsen av målefeiltypene og de potensielle målestøyen i FOE ASA sitt regnskap er det også en stor fare for å tilføre ytterligere støy med å gjøre en justering. Målestøyjusteringer er vanligvis basert på estimat da god informasjon med tilstrekkelig kvalitet ikke er tilgjengelig. Det er derfor viktig å ta en kost/nytte vurdering av de potensielle målefeilene som kan oppstå da de vanligvis blir utjevnet med tiden (Palepu & Healy, 2013). Med det faktum at det å justere for målefeil er svært arbeidskrevende, ofte har liten innvirkning på selve regnskapet og at det kan innføre nye feil blir det ikke utført justeringer i denne verdivurderingen av FOE ASA.

6.6 Presentasjon av omgruppert og justert finansregnskap

Omgruppert resultatregnskap		IFRS									
(Alle tall i NOK 1000)											
ÅR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Driftsinntekter	2882880	4048184	4276981	5786773	6600042	6018586	6470856	6876823	7021537	7 461 866	
Materialkostnader	-53 564	-12 476	-30 246	-46 789	-36 204	-14 629	-76 787	-185 686	-102 108	-74 514	
Lønn og andre personalkostnader	-749 848	-877 916	-967 834	-1 121 591	-1 160 834	-1 214 049	-1 401 566	-1 659 536	-1 906 898	-2 008 359	
Andre driftskostnader	-1 158 812	-1 448 754	-1 324 038	-1 281 739	-1 421 773	-1 389 321	-1 451 807	-1 503 421	-1 654 200	-2 125 870	
Avskrivninger	-618 265	-479 745	-500 432	-692 658	-973 403	-1 221 498	-1 260 764	-1 350 657	-1 423 767	-2 345 063	
Driftskostnader	-2 580 489	-2 818 891	-2 822 550	-3 142 777	-3 592 214	-3 839 497	-4 190 924	-4 699 300	-5 086 973	-6 553 806	
Driftsresultat	302 391	1 229 293	1 454 431	2 643 996	3 007 828	2 179 089	2 279 932	2 177 523	1 934 564	908 060	
Driftsrelatert skattekostnad	-5 078	-20 644	-24 425	-44 401	-50 511	-36 594	-38 287	-36 568	-32 487	-15 249	
Netto driftsresultat	297 313	1 208 649	1 430 006	2 599 595	2 957 317	2 142 495	2 241 645	2 140 955	1 902 077	892 810	
Netto finansinntekter	156 421	86 507	139 763	91 391	345 740	217 277	386 468	153 401	357 736	637 989	
Nettoresultat til sysselsatt kapital	453 734	1 295 156	1 569 769	2 690 985	3 303 057	2 359 772	2 628 112	2 294 356	2 259 812	1 530 799	
Netto Finanskostnader	-527 364	-293 824	-175 539	-577 987	-520 923	-381 529	-542 476	-417 750	-446 040	-615 480	
Nettoresultat til EK	-73 630	1 001 333	1 394 230	2 112 999	2 782 134	1 978 243	2 085 636	1 876 606	1 813 772	915 319	
Unormalt netto driftsresultat	361 702	-313 787	-636 874	1 059 528	-951 030	-13 239	270 754	-589 663	735 931	-49 678	
Unormalt netto finansresultat	-63 748	-52 438	30 195	-252 498	-26 482	-72 059	-51 961	-111 886	23 190	197 199	
Fullstendig nettoresultat	224 324	635 108	787 552	2 920 029	1 804 622	1 892 945	2 304 429	1 175 057	2 572 893	1 062 840	
Betalt utbytte	329 077	306 819	-604 813	-1 747 389	-1 656 603	-662 641	-1 325 283	-1 344 298	-1 335 710	-1 716 379	
Endring i egenkapital	553 401	941 927	182 739	1 172 640	148 019	1 230 304	979 146	-169 241	1 237 183	-653 540	

Tabell 6.9 Omgruppert og normalisert driftsresultat for FOE ASA

Omgruppert resultatregnskap		IFRS									
(Alle tall i NOK 1000)											
ÅR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Driftsinntekter	2882880	4048184	4276981	5786773	6600042	6018586	6470856	6876823	7021537	7 461 866	
Materialkostnader	-53 564	-12 476	-30 246	-46 789	-36 204	-14 629	-76 787	-185 686	-102 108	-74 514	
Lønn og andre personalkostnader	-749 848	-877 916	-967 834	-1 121 591	-1 160 834	-1 214 049	-1 401 566	-1 659 536	-1 906 898	-2 008 359	
Andre driftskostnader	-1 158 812	-1 448 754	-1 324 038	-1 281 739	-1 421 773	-1 389 321	-1 451 807	-1 503 421	-1 654 200	-2 125 870	
Avskrivninger	-618 265	-479 745	-500 432	-692 658	-973 403	-1 221 498	-1 260 764	-1 350 657	-1 423 767	-2 345 063	
Driftskostnader	-2 580 489	-2 818 891	-2 822 550	-3 142 777	-3 592 214	-3 839 497	-4 190 924	-4 699 300	-5 086 973	-6 553 806	
Driftsresultat	302 391	1 229 293	1 454 431	2 643 996	3 007 828	2 179 089	2 279 932	2 177 523	1 934 564	908 060	
Driftsrelatert skattekostnad	-5 078	-20 644	-24 425	-44 401	-50 511	-36 594	-38 287	-36 568	-32 487	-15 249	
Netto driftsresultat	297 313	1 208 649	1 430 006	2 599 595	2 957 317	2 142 495	2 241 645	2 140 955	1 902 077	892 810	
Netto finansinntekter	156 421	86 507	139 763	91 391	345 740	217 277	386 468	153 401	357 736	637 989	
Nettoresultat til sysselsatt kapital	453 734	1 295 156	1 569 769	2 690 985	3 303 057	2 359 772	2 628 112	2 294 356	2 259 812	1 530 799	
Netto Finanskostnader	-527 364	-293 824	-175 539	-577 987	-520 923	-381 529	-542 476	-417 750	-446 040	-615 480	
Nettoresultat til EK	-73 630	1 001 333	1 394 230	2 112 999	2 782 134	1 978 243	2 085 636	1 876 606	1 813 772	915 319	
Unormalt netto driftsresultat	427 906	-355 399	-725 960	1 212 516	-1 084 130	-15 030	310 697	-671 933	839 044	-56 534	
Unormalt netto finansresultat	-48 479	-133 014	-66 122	-404 639	-367 756	-314 290	-444 449	-300 977	-375 845	-510 454	
Fullstendig nettoresultat	305 797	512 920	602 148	2 920 876	1 330 248	1 648 924	1 951 885	903 696	2 276 970	348 331	
Betalt utbytte	329 077	306 819	-604 813	-1 747 389	-1 656 603	-662 641	-1 325 283	-1 344 298	-1 335 710	-1 716 379	
Endring i egenkapital	634 874	819 739	-2 665	1 173 487	-326 355	986 283	626 602	-440 602	941 260	-1 368 048	

Tabell 6.10 Omgruppert balanse for FOE ASA

7. Analyse av lønnsomhet og vekst

I denne delen av verdivurderingen skal FOE ASA's historiske avkastningskrav til netto driftskapital bli estimert samt beskrive teorien om elementene som blir brukt. Det vil bli en analyse om FOE ASA sin økonomiske prestasjon gjennom analyseperioden. For å gjøre det må en analysere og dekomponere rentabiliteten FOE ASA har oppnådd i perioden for å kunne sammenligne de med tilsvarende bransjetall. Når en bruker dette sammen med den strategiske analysen vil en få et vurderingsgrunnlag om FOE ASA evner å generere lønnsomhet i framtiden utover forventningene til investorene.

Kravet til avkastning er summen en investor forventer/krever å bli kompensert for i form av midlene som er bundet mot investeringen og den tilhørende risikoen det har (Penman, 2013). Normalt sett sees en investering som lønnsom hvis avkastningen overstiger avkastningskravet til en tilsvarende investering med lik risiko. Om ikke investorene for tilstrekkelig avkastning vil de velge andre selskap og ta ut investeringen fra selskapet. Gir selskapet høyere avkastning enn hva som investorene krever vil det generere superprofitt, også kalt EVA (Aswath Damodaran, 2011a). Det er mange faktorer som påvirker avkastningen til en investor, eksempelvis konjunktur- og inflasjonsutsikter, økonomisk politikk og selskapsspesifikke forhold (Dahl & Boye, 1997). I virkeligheten er WACC (vektet kapitalavkastningskrav) tilsvarende kravet til netto driftskapital. Avkastningskravet er vektet av netto finansielt gjeldskrav, egenkapitalkravet og minoritetsinteressekravet (Knivsflå, 2014).

Modellen er gitt ved:

$$ndk = ekk * \left(\frac{EK}{NDK}\right) + mik \left(\frac{MI}{NDK}\right) + nfgk * \left(\frac{NFG}{NDK}\right)$$

Hvor,

ndk = Netto driftskrav

ek = Egenkapitalkrav

EK = Egenkapital

NDK = Netto driftskapital

mik = Minoritetsinteressekrav

MI = Minoritetsinteresser

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav

NFG = Netto finansiell gjeld

Siden FOE ASA har marginale minoritetsinteresser vil dette bli innkalkulert i egenkapitalkravet. Avkastningskravet blir beregnet i nominelle størrelser etter skatt slik at det er tilpasset de nominelle rentabilitetsmålene satt i lønnsomhetsanalysen.

7.1 Egenkapitalens avkastningskrav

For å estimere avkastningskravet på FOE ASA sin egenkapital vil kapitalverdimodellen CAPM (capital asset pricing model) med de tilhørende komponentene beta til egenkapitalen, markedspremien og risikofri rente etter skatt bli brukt. Avkastningskravet som blir beregnet er avkastningen eierne (aksjonærene) får på egenkapitalen. Beregningene av avkastningskravet blir senere brukt som sammenligningsgrunnlaget for egenkapitalrentabiliteten og underliggende internrente (Knivsflå, 2014). FOE ASA anses som lønnsomt når egenkapitalrentabiliteten er overgår egenkapitalkravet. Kapitalverdimodellen CAPM utledes med følgende formel (Penman, 2013).

$$CAPM = R_f * (1 - S) + \{R_m - R_f * (1 - S)\} * \beta_{EK}$$

Hvor,

R_f = Risikofrirente

R_m = Forventet avkastning for markedsporteføljen

β_{EK} = Egenkapitalbeta

Variablene risikofrirente (R_f) og forventet avkastning for markedsporteføljen (R_m) er lik uansett selskap, mens egenkapitalbetaen (β_{EK}) er en variabelen som skiller selskapene (Koller, 2015).

Forutsetningen for kapitalverdimodellen er at kapitalmarkedet er perfekt, slik at investorene bare får betalt for å bære generell (systematisk) risiko, noe som vil være den eneste relevante risikoen (Dahl & Boye, 1997). Markedet vil ikke gi investorene premie for å bære en usystematisk risiko. Denne risikoen kan investorene bli kvitt ved diversifisering gjennom en portefølje (Dahl & Boye, 1997).

Ved bruk av CAPM har den følgende forutsetninger for investorene (Bodie, Marcus, & Kane, 2014).

- De regnes som pristakere og handler som om verdipapiret ikke blir påvirket av deres egen handel.
- De har samme tidshorisont
- De betaler ikke transaksjonskostnader eller skatt
- De er risikoaverse.
- De analyserer med lik informasjon og på samme måte
- Det handles at finansielle eiendeler er like og at alt lån og utlån og skjer til en satt risikofri rente.

Det er meget usannsynlig at disse forutsetningen blir ivaretatt når en bruker CAPM, men de er den enkleste modellen å anvende og mest brukte. I tillegg er alternative modeller mer komplekse uten å gi vesentlig bedre resultat med hensyn på å estimere forventet avkastning til selskap (A. Damodaran, 2012).

7.1.1 Risikofri

rente

Metoden for fastsette den risikofrie renten er å bruke gjennomsnittet i analyseperioden av 3 måneders NIBOR (Norwegian Inter Bank Offered Rate) med risikopremien på 10 prosent og tillegg på 27 prosent i 2014 for skatt og 28 prosent for de andre årene for skatt for å få den nominelle renten etter skatt. NIBOR, dvs. den norske pengemarkedsrente, er renten som bankene bruker for å låne penger seg imellom (www.norges-bank.no, 2015)

Risikofri Rente (R_F)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
<i>Nibor – Rente, 3 mn</i>	0,022	0,031	0,050	0,062	0,025	0,025	0,029	0,022	0,018	0,017	0,030
<i>– Risikopremie 10% av Nibor</i>	0,002	0,003	0,005	0,006	0,002	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002	0,003
<i>= Risikofri rente før skatt</i>	0,020	0,028	0,045	0,056	0,022	0,023	0,026	0,020	0,016	0,015	0,027
<i>–27%/28% Skatt</i>	0,006	0,008	0,012	0,016	0,006	0,006	0,007	0,006	0,004	0,004	0,008
<i>= Risikofri rente etter skatt</i>	0,014	0,020	0,032	0,040	0,016	0,016	0,019	0,015	0,011	0,011	0,019

Tabell 7.1 Historisk risikofri rente. Kilde (www.norges-bank.no, 2015)

Som tabell 7.1 viser vil det vektete snittet i analyse perioden fra 2004 til 2014 1,95 prosent. Som tabell 7.1 viser, ble det det en endring da finanskrisen inntraff i 2008. Renten har siden den gang holdt seg på et lavt nivå. Noe av årsaken til det er at Norges bank gjennom lav rente hjelper med å stimulere den norske økonomien. For at forutsetningene skal være konsistente for egenkapital kravet er det brukt nominell rente etter skatt.

7.1.2 Markedets risikopremie

Forventet avkastning til en investering kan beskrives ved å summere opp den risikofrie renten og en tilleggsavkastning som gis i kompensasjon for risiko. Det er kompensasjonen for risikoen som har fått navnet markedets risikopremie (A. Damodaran, 2012). Markedets risikopremie blir da differansen mellom den forventende avkastningen på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Den anses derfor å være den kompensasjon som kreves av investorene for å investere i markedet (Dahl & Boye, 1997). Det finnes ikke noe universelt vedtatt estimat for markedets risiko premie. Noen av grunnene for der er;

- Umulige å fastslå avkastning den framtidige på risikofrie obligasjoner og risikable verdipapirer
- Avkastningen er avhengig av hva stadier analyseperioden er i
- Avkastningen påvirkes strukturelle og konjunkturelle endringer

Markedets risikopremie som blir brukt vil derfor være et estimat. Den historiske risikopremien ligger mellom 4,5 prosent og 5,5 prosent (Koller, 2015). For å estimere avkastningskravet til FOE ASA settes markedets risikopremie til 5 prosent. Dette blir et nominelt tillegg etter skatt på lik linje med den risikofrie renten.

7.1.3 Beta til egenkapitalen

Beta koeffisienten til egenkapitalen er definert som den forventede korrelasjonen mellom investeringens avkastning og risikopremien som er definert i forhold til forventet avkastning. Beta koeffisienten til egenkapitalen er viktig fordi den estimerer risikoen for en investering som ikke kan diversifiseres bort. Den estimerer ikke kun risikoen for en enkelt investering, men også hvor mye risiko investeringen legger til en allerede diversifisert markedsportefølje i hvilken som helst bransje eller selskap (Thoresen, 2011). I kapitalverdimodellen er risikoen innført med beta den eneste risikoen som investorene forventer høyere avkastning fra enn fra den risikofrie renten.

Per definisjon har markedet selv en beta verdi på 1,0 og de enkelte selskaps betaverdi er rangert etter hvor mye de avviker fra markedet. Beta-koeffisienten er derfor et mål på sensitiviteten til en aksjens prising sett i forhold til endringer i markedsprisen. Verdien på Beta varierer mye mellom

de ulike, men ligger normalt innenfor intervallet fra 0,5 til 2,0. Betaverdien tar høyde for aksjens finansielle risiko og forretningsrisiko. Dess høyere verdi dess høyere risiko og visa versa med lav verdi (Dahl & Boye, 1997).

For estimere beta verdien til FOE ASA blir det utført en regresjonsanalyse. En regresjonsanalyse basert på historiske data av avkastningen til en investering mot avkastningen på markedsindekser. Regresjonen er å se på FOE ASA sine historiske avkastningsdata sett i forhold forklaringsvariabelen OSEBX (Oslo Børs Benchmark Index). Å bruke OSEBX er det naturlige valget siden FOE ASA er registrert på Oslo Børs. For å estimere betaverdien for FOE ASA er det brukt 5 år med månedlige intervall på avkastningen. Dette er den mest utbredde metoden for å fastsette betaverdien til egenkapitalen (A. Damodaran, 2012)

Regresjonsanalysen gir et betaverdiestimat siste 5 år på 1.15. Når en tar samme analysen over de to siste årene, gir det en beta verdi på 1.25 på egenkapitalen. På grunn av at riggbransjen er i en tøff periode blir betaverdien 1,25 brukt i denne verdivurderingen av FOE ASA. Se figur 7.1 for den månedlige utviklingen av FOE ASA sin aksjeverdi sammenlignet med OSEBX.

• Fred Olsen Energy (OSL) 67.50 • OSEBX 639.36



Figur 7.1 Månedlig avkastning, FOE og OSEBX. Kilde (www.oslobors.no, 2015)

Siden beta-koeffisienter av aksjer ser ut til å bevege seg mot en over tid, er det derfor normalt å justere beta verdien. En av grunnene til det kan være relatert til en livssyklusen selskapene, hvor det etter hvert ligner mer og mer på resten av økonomien. En annen grunn er det enkle statistiske faktum at gjennomsnittlige betaverdien av alle verdipapirene (aksjer) er verdien en (Bodie et al., 2014). Med dette gjøres en enkel justering ved hjelp av Meryll - Lynch justering hvor beta blir vektet med en tredjedel mot betaverdi til en.

$$\beta' = \left(\frac{2}{3}\right) * 1,25 + \left(\frac{1}{3}\right) * 1,000 = 1,16$$

Etter Justeringen gir FOE ASA en historisk egenkapitalbeta på 1.16. Det er den systematiske risikofaktoren å gjøre en investering i FOE ASA's egenkapital.

For å estimere riggmarkedets egenkapitalkrav beregner vi justerte betaverdiene fra den tidligere satte bransjeutvalget (se avsnitt 6.1) for analysen. Se tabell 7.2 for bransjeutvalgets justerte betaverdier til egenkapitalen.

Selskap	Beta	Justert Beta
NADL	1,3	1,20
Songa offshore	1,88	1,59
Seadrill	1,8	1,53
Northern Offshore	1,05	1,03
Bransjeutvalgets gjennomsnitt	1,5075	1,34

Tabell 7.2 Justert beta til bransjen. Kilde (www.finance.yahoo.com, 2015)

7.1.4 Egenkapitalkrav

Faktorene en beregner avkastningskravet til egenkapitalen ved bruk av CAPM (kapitalverdimodellen) er nå estimert eller beregnet gjennom de foregående delkapitlene. De årlige avkastningskravene til FOE ASA er gitt i tabell 7.3

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Risikifrirente etter skatt	0,014	0,020	0,032	0,040	0,016	0,016	0,019	0,015	0,011	0,011	0,019
Markedets risikopremie etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
β EK	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160
Egenkapitalkravet	6,83 %	7,25 %	8,11 %	8,71 %	6,94 %	6,98 %	7,14 %	6,85 %	6,62 %	6,59 %	0,072

Tabell 7.3 Årlig avkastningskrav til egenkapitalen for FOE ASA

FOE ASA sitt egenkapitalkrav har vært relativt jevn over hele analyseperioden, med et vektet snitt på 0,72. Siden Beta til egenkapitalen og markedets risikopremie er satt lik over hele analyseperioden, er det kun den risikofrie renten som har endret seg årlig. Å ha lik beta til egenkapitalen er en forenkling, da denne vil endre seg år fra år i takt med utviklingen av FOE ASA sin aksjeverdi versus OSEBX, se delkapittel 7.1.3

7.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld blir beregnet utfra komponentene krav for finansielle eiendeler og krav for finansiell gjeld som vektes av brøkdelen som finansielle eiendeler og finansiell gjeld utgjør. Det finansielle eiendelskravet blir bestemt av selskapet mens det finansielle gjeldskravet blir bestemt av utlånerne (Knivsflå, 2014). Dette er på lik linje som avkastningskravet til netto driftskapital er satt opp. Formelen til netto finansielle gjeldskrav er.

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - f_{ek} * \frac{FE}{NFG}$$

Hvor,

$nfgk$ = Netto finansielle gjeldskrav

fgk = Finansielt gjeldskrav

FG = Finansiell gjeld

NFG = Netto finansiell gjeld

f_{ek} = Finansielt eiendelskrav

FE = Finansielle eiendeler

Faktorene til å beregne avkastningskravet til netto finansiell gjeld ved bruk av formelen til netto finansielt gjeldskrav er nå estimert eller beregnet gjennom de foregående delkapitlene. Netto finansielt gjeldskrav analyseperioden med tilhørende vektet snittet 7,5 prosent er gitt i tabell 7.4.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,050	0,055	0,070	0,070	0,050	0,050	0,050	0,045	0,050	0,055	0,055
FG/NFG	1,302	1,378	1,210	1,586	1,429	1,372	1,614	1,392	1,389	1,163	1,384
Finansielt eiendelskrav	0,002	0,002	0,003	0,004	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,002
FE/NFG	0,283	0,376	0,208	0,585	0,428	0,371	0,613	0,392	0,389	0,163	0,381
Netto finansielt gjeldskrav	0,065	0,075	0,084	0,109	0,071	0,068	0,080	0,062	0,069	0,064	0,075

Tabell 7.4 Årlig Netto finansielt gjeldskrav for FOE ASA

7.3 Avkastningskrav til netto driftskapital

I innledningen til dette hovedkapittelet ble formelen for avkastningskrav til netto driftskapital gitt. Siden minoritetsinteressene ble vurdert til å være marginale ble de sett på som en del av egenkapitalen. Formelen for avkastningskravet til netto driftskapital blir da.

$$ndk = ekk * \left(\frac{EK}{NDK} \right) + nfgk * \left(\frac{NFG}{NDK} \right)$$

Ved det foregående delkapitlene har netto finansielt gjeldskrav (tabell 7.5) og egenkapitalkravet (tabell 7.4) blitt beregnet. En har da nok data til å beregne netto driftskrav ved å vekte kravet til finansielle eiendeler og kravet finansielle gjeld i forhold til netto finansiell gjeld. Det årlige Netto driftskravet for analyseperioden med tilhørende vektet snittet på 0,070 er gitt i tabell 7.5.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalkrav	0,068	0,072	0,081	0,087	0,069	0,070	0,071	0,068	0,066	0,066	0,072
EK/NDK	0,538	0,617	0,543	0,468	0,546	0,632	0,691	0,690	0,716	0,511	0,595
Netto finansielt gjeldskrav	0,060	0,068	0,078	0,087	0,065	0,063	0,069	0,057	0,064	0,062	0,067
NFG/NDK	0,462	0,383	0,457	0,532	0,453	0,368	0,308	0,309	0,284	0,489	0,405
Netto driftskrav	0,065	0,071	0,080	0,087	0,067	0,067	0,071	0,065	0,065	0,064	0,070

Tabell 7.5 Årlig netto driftskrav for FOE ASA

8. Lønnsomhetsanalyse

I en lønnsomhetsanalyse blir rentabiliteten til selskapet analysert ved at periodens verdiskapning i form av resultatet blir sammenlignet med tallene fra balansen. Rentabiliteten til en kapital sier hvor mye prosentvis rente kapitalen gir i avkastning ved hjelp av et forholdstall. Ved bruk av resultatene fra analysen er da mulig å sammenligne både lønnsomheten over tid internt i selskapet og mellom selskapene (Tellefsen & Langli, 2005). For denne verdivurderingen av FOE ASA vil det bli begrenset til følgende lønnsomhetsanalyse bli begrenset til følgende;

- Analyse av drift med hensyn netto driftsrentabilitet
- Analyse av vekst med hensyn på netto driftskrav
- Konkursrisiko og likviditetsrisiko

Det er flere typer rentabiliteter som er satt etter hvilken type kapital en benytter. Det kan eksempelvis være egenkapital, omløp i netto driftseiendeler, netto driftsrentabilitet i netto driftsmargin, men for denne verdivurderingen er det vurdert at det er tilstrekkelig med de to analysene som er gitt i punktene over

Med tiden vil avkastningen til alle kapitalene justere seg mot gjennomsnittet grunnet konkurransen i markedet. Dette fenomenet kalles på engelsk for «mean reversion» (Knivsflå, 2014). Formålet med å beregne rentabilitetsmål er å sammenligne selskapet mot bransjeutvalget (den komparative bransjen) og de avkastningskravene som ble beregnet i kapittel 7. Både avkastningskrav og rentabilitetsmål blir av den grunn utregnet etterskuddsvis og på samme måte.

8.1 Analyse av drift

Når målet er å undersøke lønnsomheten til driften av et selskap er det vanlig å se inn på netto driftsrentabilitet. Netto driftsrentabilitet (ndr) gir faktoren til avkastningen man har på den investerte driftsrelaterte kapitalen, og er dermed et forholdstall som indikerer hva lønnsomheten er. Formelen for å estimere netto driftsrentabilitet (ndr) er gitt under.

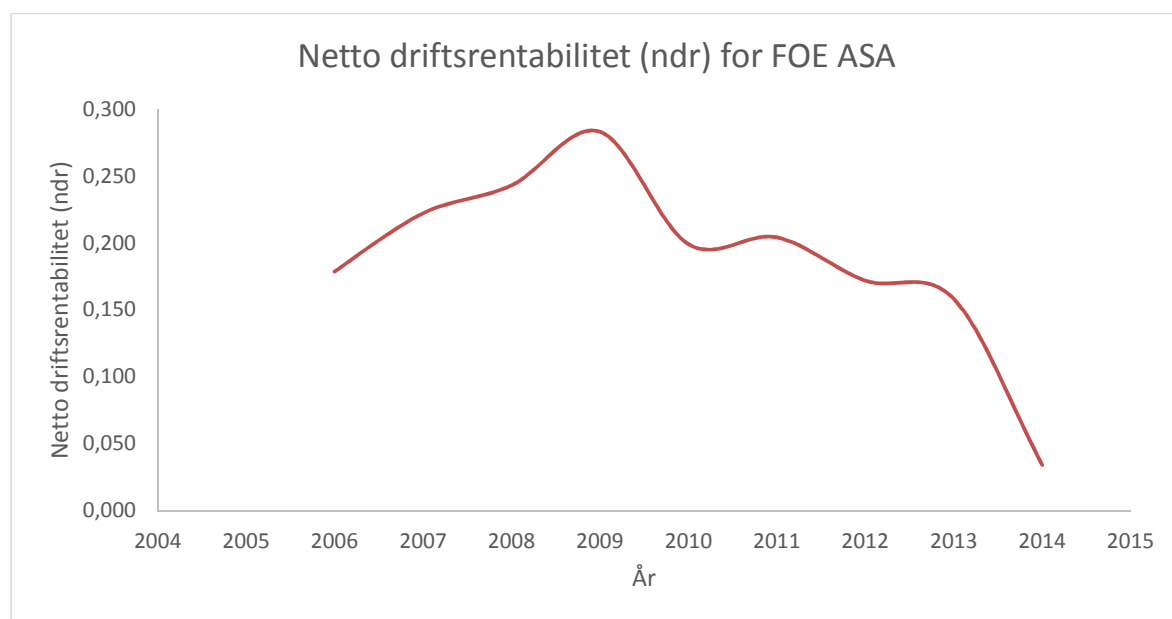
$$\text{ndr} = \frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Netto driftskapital}_{t-1} + \frac{\Delta \text{Netto driftskapital} - \text{Netto driftsresultat}_t}{2}}$$

Ved å bruke formelen for netto driftsrentabilitet gir det resultat som er gitt i tabell 8.1 hvor det vektet snittet blir 0,188.

ÅR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
ndr FOE		0,179	0,222	0,243	0,283	0,199	0,204	0,172	0,158	0,034	0,188

Tabell 8.1 Netto driftsrentabilitet (ndr) for FOE ASA

I figur 8.1 blir utviklingen av Netto driftsrentabilitet (ndr) for FOE ASA å visualisert. Som en ser hadde det en jevn stigning frem til 2009, men siden har den falt og i 2014 var den nede i 0,084.



Figur 8.1 Netto driftsrentabilitet (ndr) for FOE ASA

Det er vurdert til at netto driftsrentabilitet i forhold til netto driftskrav er den viktigste faktoren for å se inn på lønnsomheten til FOE ASA, da denne er hovedsakelig styrt av periodens resultat. Fra kapittel 6.2 i regnskapsanalysen kom det frem at det en nedgang på ca 1 milliard NOK (50 prosent reduksjon) på nettoresultat i 2014 sammenlignet med 2013, og det vises igjen på figur 8.1 hvor kurven faller betydelig dette tidsrommet. Det er også forklart nærmere årsakene til denne reduksjon i kapittel 6.2

En kan også se inn på netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler ved å dekomponere netto driftsrentabilitet, men det blir ikke gjort i denne verdievalueringen.

8.2 Analyse av vekst

Forholdet mellom fremtidig vekst potensiale og den historisk veksten står sentralt i en fundamental verdsettelse. Boreriggbransjen er syklisk og avhenger av E&P investeringene fra oljeselskapene som avgjør etterspørselen, hvor investeringene igjen er avhengig av oljeprisen (se strategisk analyse i kapitel 5.1). Kontraktsinngåelse for borerigger går alt fra enkeltbrønner til lange kontrakter på mange år. Det medfører til at boreoppdragene i etterkant av kontraktsinngåelse, noe som gir etterslep på nåværende oljeprisen og tidspunktet kontrakten ble inngått.

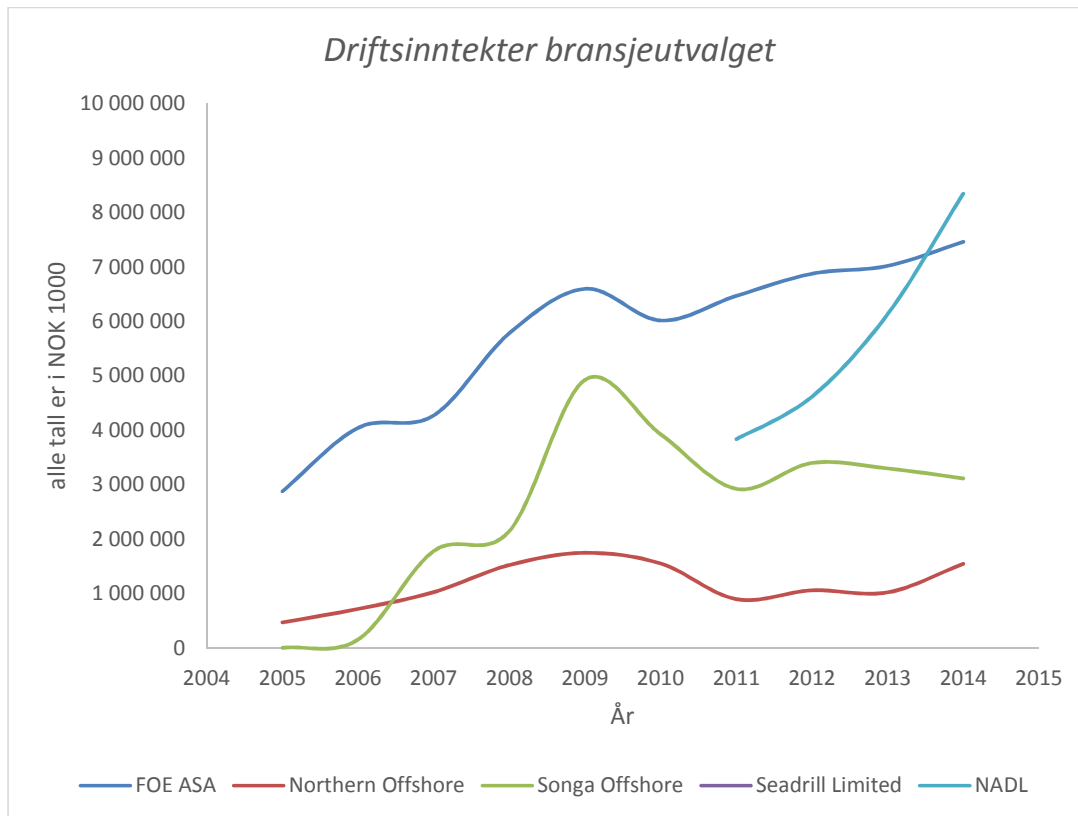
Formålet med en analyse av vekst er å se på om selskapet har evne til å vokse, hvor analyserer de underliggende faktorene til vekst. Spesielt hvor veksten er generert av selskapet selv og er vedvarende.

Ved å se veksten over analyseperioden som er satt for denne verdivurderingen kan man se selskapets vekst i forhold til bransjen. Det vil da vise seg om FOE ASA tar markedsandeler, gir fra seg andeler eller er kun beholder sin andel. Det er også viktig å se inn på hvor selskapet er i sin livssyklus i forhold til om selskapet er i tilbakegangsfasen, er modne fasen eller er i vekstfasen. Det er også viktig å trekke inn ”mean reversion” i vurderingen, dvs. at lønnsomheten normalt sett har en tendens å gå mot kravet med tiden (Knivsflå, 2014). Den langsiktige veksten kan ikke gå over den forventende realveksten i økonomien, som estimeres til å være 5 prosent med 2,5 prosent inflasjon.

Tallene fra bransjeutvalget er hentet fra selskapene sine respektive årsrapporter som er tilgjengelig på deres hjemmesider på internett.

8.2.1 Analyse av vekst i driftsinntekter

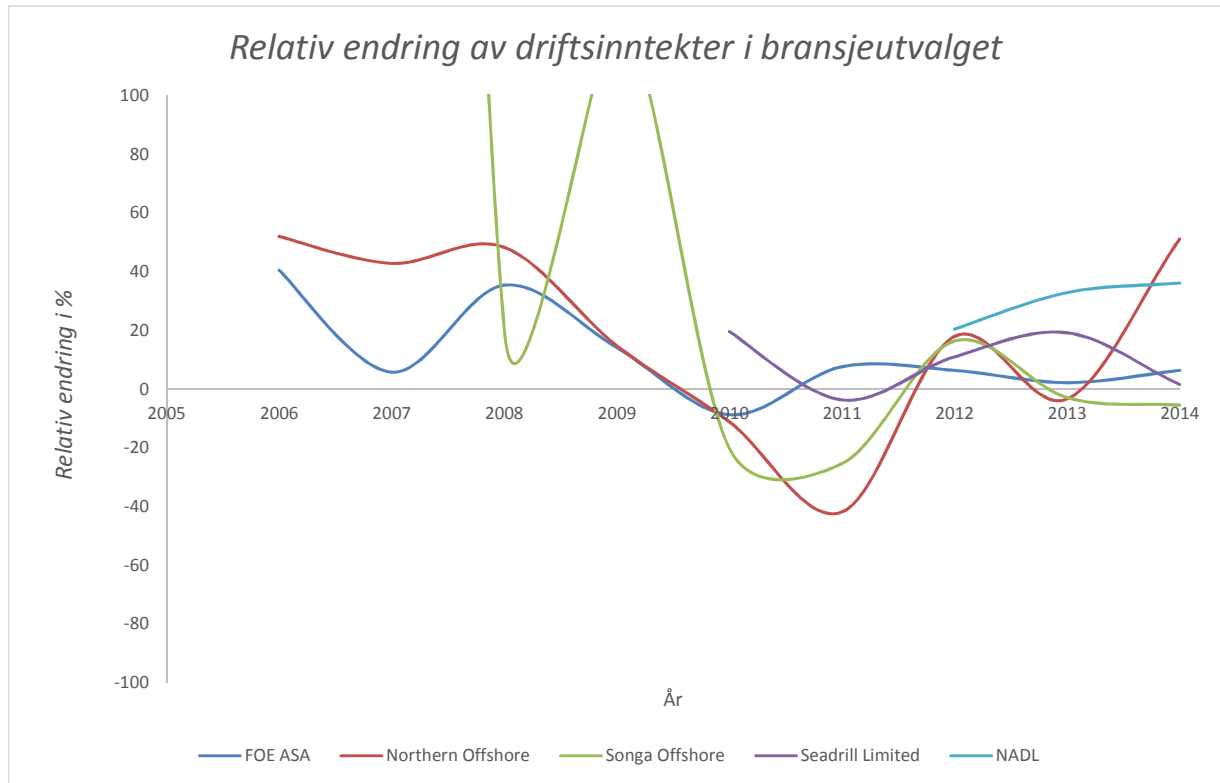
FOE ASA opererer i en syklisk bransje (beskrevet i kapitel 5 strategiske analysen), noe som gjør det hensiktsmessig å se på driftsinntektene til FOE ASA over analyseperioden hvor en også sammenligner seg med selskapene i bransjeutvalget. Dette vises i figur 8.2 hvor alle tall er i NOK 1000 og USD kursen er satt til 6.28 NOK (snittet i 2014 (www.norges-bank.no, 2015)). Vennligst merk at Seadrill Limited ikke er med på grafen, da Seadrill Limiteds driftsinntekter for perioden startet i 2009 på 20,4 milliarder NOK og var oppi 31,5 milliarder NOK i 2014.



Figur 8.2 Driftsinntekter bransjeutvalget

Som figur 8.2 viser er det samtlige svingninger for alle selskapene som underbygger konklusjonen fra den strategiske analysen om at riggbransjen er syklisk. Veksten som vises er på grunn av den positive veksten som har vært de siste årene med rekordhøy oljepris som har gitt gode dagrater på riggene. Nå når oljeprisen har gått ned drastisk er det forventet at dette vil vises igjen negativt de kommende årene. FOE ASA's driftsinntekter har jevnt steget i analyseperioden, mens selskapene i bransjeutvalget har vært mer ujevne.

Ved å analysere driftsinntektene i løpet av analyseperioden med relative tall i figur 8.3, ser man at trenden endrer seg for FOE ASA og de andre selskapene i bransjeutvalget hvor alle har en fallende vekst. FOE ASA har hatt et forholdsvis lav prosentvis endring av driftsinntektene, hvor trenden har vært positiv siden finanskrisen fra 2008 til 2010.



Figur 8.3 Relativ endring av driftsinntekter i bransjeutvalget

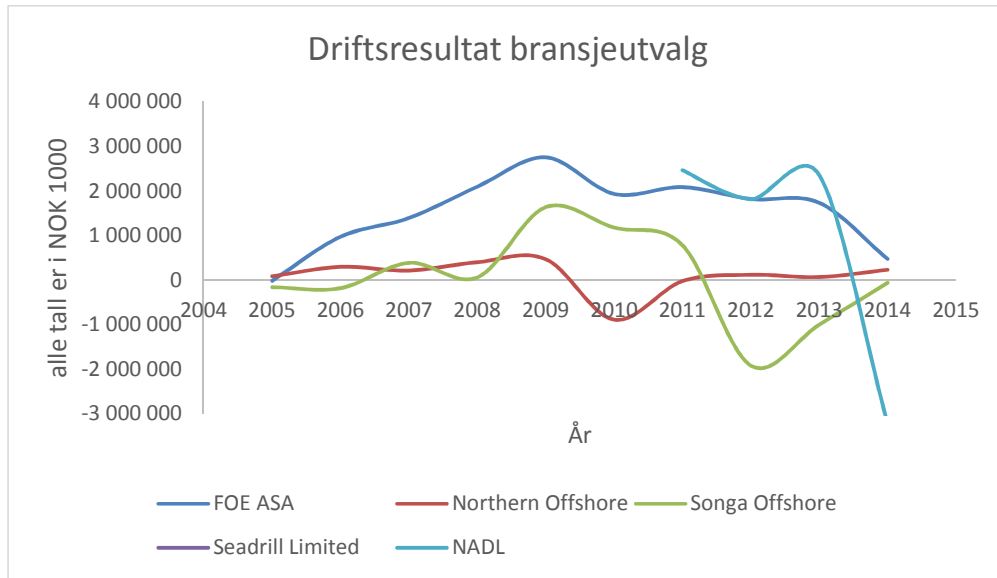
Når en ser på veksten av driftsinntekten de siste årene i sammenheng med strategiske analysen og regnskapsanalysen ser en at veksten skyldes de siste års positive vekst i bransjen som er knyttet til den høye oljeprisen hvor E&P investeringene fra oljeselskapene har vært høy. For fremtidig vekst er det antatt at FOE ASA følger de tradisjonelle konjunktorene i økonomien

8.2.2 Vekst i driftsresultat

Veksten i driftsresultatet i løpet av analyseperioden for FOE ASA har variert hvor en ser følgende resultat;

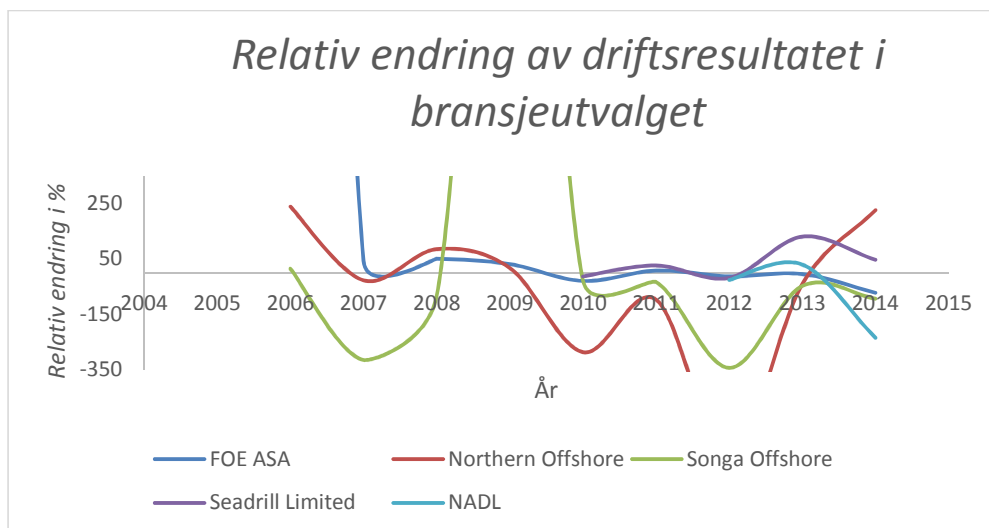
- Vekst fra 2005 til 2009
- Fall fra 2009 til 2010
- Relativt stabilt fra 2010 til 2013
- Fall fra 2013 til 2014

Selskapene i bransjeutvalget har hatt stor variasjon, hvor det har vært turbulent for de mindre aktørene mens den største aktøren Seadrill Limited har hatt en eventyrlig vekst fra 8,5 milliarder NOK i 2009 til 25,6 milliarder NOK i 2014. Se figur 8.4 hvor dette er grafisk fremstilt.



Figur 8.4 Driftsresultat bransjeutvalg

Ved å analysere driftsresultatet i løpet av analyseperioden med relative tall, ser man at bildet endrer seg for aktørene i bransjen men fortsatt med en viss grad av turbulens. For FOE ASA er trenden ganske lik som trenden i driftsresultatet. Dette er grafisk fremstilt i figur 8.5.



Figur 8.5 Relativ endring av driftsresultatet i bransjeutvalget

8.3 Konkursrisiko og likviditetsrisiko

Et viktig aspekt å ta hensyn til ved å gjøre en verdivurdering er å se på likviditets- og konkursrisikoen til selskapet. Risikoen deles da i enten ved at selskapet går konkurs og en taper investerte penger eller at likviditeten er så dårlig at en ikke får solgt aksjen til full verdi. Likviditets- og konkursrisikoen avhenger selskapsspesifikke forhold, konjunkturer og majoritetseierne.

FOE ASA er på hovedindeksen til Oslo Børs og er en av det 25 mest handlende (likvide) aksjene. Selskapet har en solid posisjon i markedet og sees ikke på som en risikabel aksje, hvor de har en konkursrisiko sannsynlighet på marginale 0,24 prosent, noe som er svært lavt. Generelt sett betaler markedet (investorer) mer for aksjer i et selskap med lav risiko for konkurs og har solid likviditet. FOE ASA er innunder denne gruppen, og det er i denne verdivurderingen ikke tatt hensyn til likviditets- og konkursrisikoen til selskapet.

8.4 Konklusjon lønnsomhetsanalyse

Utifra resultatene fra driftsanalysen fremgikk det klart at FOE ASA gjør det bra i forhold både avkastningskravene og sammenlignet med selskapene i bransjeutvalget. Det ble også indikert fra analysen at FOE ASA er i den modne fasen av livssyklusen.

Analysen av driftsresultatet og driftsinntektene gav svar på at selskapet har hatt jevn vekst, noe som kan begrunnes med de gode tidene det har vært i riggbransjen det siste årene. Den sterke effektiviteten i bruk av kapital gjør at FOE ASA skaper mer per investert krone når det gjelder driftsinntekter enn hva selskapene i bransjeutvalget gjør, noe som tilsier at selskapet kan ha en ressursfordel med driften av riggene. Derfor er dette den viktigste kilden til egenkapitalrentabiliteten for FOE ASA. Men når en ser strategiske analysen når det gjelder drift, er det lite sannsynlig at fordelene blir vedvarende over lenger tidsperiode.

9. Framtidskrav

I dette kapitlet skal det estimeres et fremtidskrav som skal brukes som avkastningskrav i fremtidsregnskapet til FOE ASA når den fundamentale verdsettelsen skal settes. Avkastningen er det en investor potensielt kan få ved å investere i verdipapirer (aksjer) til et selskap. For estimere fremtidskravet er det tatt en forutsetning om at Miller-Modigliani hypotesen gjelder, som definerer at verdien til et selskap ikke er avhengig av hverken hvilken utbytte politikk som brukes eller hvordan selskapet er finansiert. Det er derfor valgt å bruke vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC) i verdivurderingen for å estimere fremtidskravet. WACC er den renten som et selskap er forventet å betale i gjennomsnitt til alle sine investorer til å finansiere sine eiendeler. WACC representerer også en minste avkastning til investorene slik at de ikke vil gjøre tilsvarende investeringer andre steder (Koller, 2015). WACC estimerer avkastningskrav for alle ulike kilder til kapital som for eksempel gjeld og egenkapital, men også om selskapet har andre kilder som gir tilgang på kapital. Når dette blir utført vektet man gjennomsnittet til kreditorenes og aksjonærenes avkastningskrav. For å beregne WACC brukes følgende formel.

$$WACC = \frac{EK}{EK + G} * ekk + \frac{G}{EK + G} * nfgk * 1 - s$$

Hvor,

EK = Egenkapital

G = Gjeld

ek = Avkastningskrav på egenkapital

$nfgk$ = Avkastningskrav på gjeld

$(1 - s)$ = Skatterate

Formelen til WACC vektet markedsverdien av egenkapitalen i forhold til markedsverdi av gjeld (Koller, 2015). Ved beregne WACC benyttes tre steg;

- Steg en er å beregne FOE ASA sin kapitalstruktur, som er forholdet mellom gjeld og egenkapital
- Steg to er å beregne avkastningskravet på egenkapitalen
- Steg tre er å beregne avkastningskravet på gjeld.

Det tre stegene er blir utredet i de neste kapitlene.

9.1 Kapitalstruktur

Steg en er å beregne FOE ASA sin kapitalstruktur. Det blir gjort ved å dele FOE ASA sin markedsverdi av egenkapitalen og markedsverdi av gjeld på den totale markedsverdien av FOE ASA.

Beregningen av markedsverdien av egenkapitalen gjøres ved å multiplisere antall aksjer med markedsprisen per aksje. Fra FOE ASA sin egen hjemmeside har aksjen til selskapet en gjennomsnittspris per aksje de siste 30 dagene på NOK 66,43 og det er totalt 66,7 millioner aksjer i selskapet. Det gir markedsverdien per 03.05.2015 på 4.430.881.000 NOK.

For gjelden blir det også slik som med egenkapitalen vurdert til markedsverdi. Det er sjelden avvik mellom bokført verdi av gjeld og markedsverdien av gjelden. Derfor brukes bokført verdi av gjeld som markedsverdien i denne verdivurderingen, og den er for FOE ASA per årsrapporten 2014 NOK 9.171.734.845.

Forholdet mellom markedsverdi av egenkapital og verdi av finansiell gjeld for FOE ASA er beregnet i tabell 9.1.

	Mai 2014	Andel
Markedsverdi av egenkapital	4 430 881 000	32,57 %
Verdi av finansiell gjeld	9 171 734 845	67,43 %
Total markedsverdi av selskapet	13 602 615 845	100,00 %

Tabell 9.1 Kapitalstruktur

9.2 Avkastningskrav på egenkapitalen

I likhet med fremgangsmåten til å estimere det historiske avkastningskravet til egenkapitalen blir det for fremtiden anvendt CAPM modellen. CAPM er en periodisk modell som må estimeres for hvert år av den satte analyseperioden, det er på grunn av at avkastningskravet til egenkapitalen vil endre seg dersom egenkapital andelen endrer seg. For ytterligere informasjon vedrørende avkastningskrav til egenkapitalen henvises det til kapitel 7 hvor det historiske avkastningskravet er beskrevet.

$$CAPM = R_f * (1 - S) + \{R_m - R_f * (1 - S)\} * \beta_{EK}$$

Hvor,

R_f = Risikofrirente

R_m = Forventet avkastning for markedsporteføljen

β_{EK} = Egenkapitalbeta

Følgende betraktninger er gjort for å finne de ulike faktorene i formelen til å estimere CAPM;

- Risikofrirente: Som grunnlag for å gjøre et estimat av den risikofrie renten for fremtiden er det anvendt 10 års statsobligasjonsrenten hentet fra Norges Bank som pr mai 2015 er 2,52 prosent. Det blir ikke trukket fra en risikopremie på 10 prosent slik det ble for å estimere den historiske risikofrie renten.
- Markedets risikopremie: Det forutsettes at denne er 5 prosent etter skatt slik den historisk sett har vært.
- Den justerte egenkapitalbeta til FOE ASA ble i kapitel 7 beregnet til verdien 1,16. Det forventes for FOE ASA at det er stabile forhold mellom gjeld og egenkapital i fremtiden, og av den grunn brukes den samme egenkapitalbetaen verdien for fremtiden.

Med det overnevnte betraktningene gir det 7,64 prosent i egenkapital krav for fremtiden. Se under for utregningen av CAPM.

$$CAPM = 2,52\% * (1 - 0,27) + (5\% * 1,16) = 7,64\%$$

9.3 Avkastningskrav på finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld er hva långivere krever av selskapet får at de får låne penger. Avkastningskravet for finansiell gjeld for fremtiden består av faktorene kredittrisikopremie (risikopremie for konkurrisiko) og en risikofri nominell rente.

Kredittrisikopremien til FOE ASA antas å være 0,4 for å beregne avkastningskravet til finansiell gjeld. For å bestemme kredittrisikopremien er det vanlig å bruke en metode for risikoanalyse som selskapet Standard & Poors har utviklet som ser inn på parameterne listet opp i tabell 9.2. Sannsynligvis har FOE ASA en rating på A eller bedre. Men siden FOE ASA operer i et syklisk bransje nedjusteres den syntetiske risiko til BBB med tilhørende kredittrisikofaktoren 0,4 for den fremtidige avkastningen til finansiell gjeld.

Rating	Likg 1	Rente DG	EK andel	ndr	Årlig konkurs sannsynlighet	Kredittrisiko faktor
AAA	8,9	11,6	0,895	0,308	0,0001	0,1
AA	4,6	4,825	0,755	0,216	0,0012	0,15
A	2,35	2,755	0,55	0,131	0,0024	0,25
BBB	1,45	1,69	0,38	0,082	0,0037	0,4
BB	1,05	1,06	0,27	0,054	0,0136	0,6
B	0,75	0,485	0,175	0,026	0,0608	1
CCC	0,55	-0,345	0,105	0,002	0,3085	3
CC	0,45	-1,17	0,03	-0,3	0,5418	9
C	0,35	-1,995	-0,1	0,058	0,7752	27
D					0,9999	10000

Tabell 9.2 Standard & Poors ratingklasser. Kilde (Knivsfå, 2014)

Kredittrisikopremien blir da beregnet ved å multiplisere den risikofrie renten etter skatt med kredittrisikofaktoren. Med det overnevnte resonnement gir det 2,54 prosent i avkastningskrav på finansiell gjeld etter skatt ved bruk av kredittrisikopremiemetoden. Se under for utregningen under.

$$nfgk = (2,52\% * (1 - 0,27)) + \{0,4 * (2,52\% * (1 - 0,27))\} = 2,54\%$$

Dette er mye lavere verdi av avkastningskrav på finansiell gjeld etter skatt enn verdien som ble beregnet i kapittel 7.2 hvor gjennomsnittsverdien var 7,5 prosent over analyseperioden fra 2005 til 2014. For å beregne WACC (fremtidige vektete avkastningskravet) i kapittel 9.4 vurderes det

som mest realistisk at verdien for avkastningskravet på finansiell gjeld settes til 7,5 prosent også for fremtiden.

9.4 Fremtidig avkastningskrav

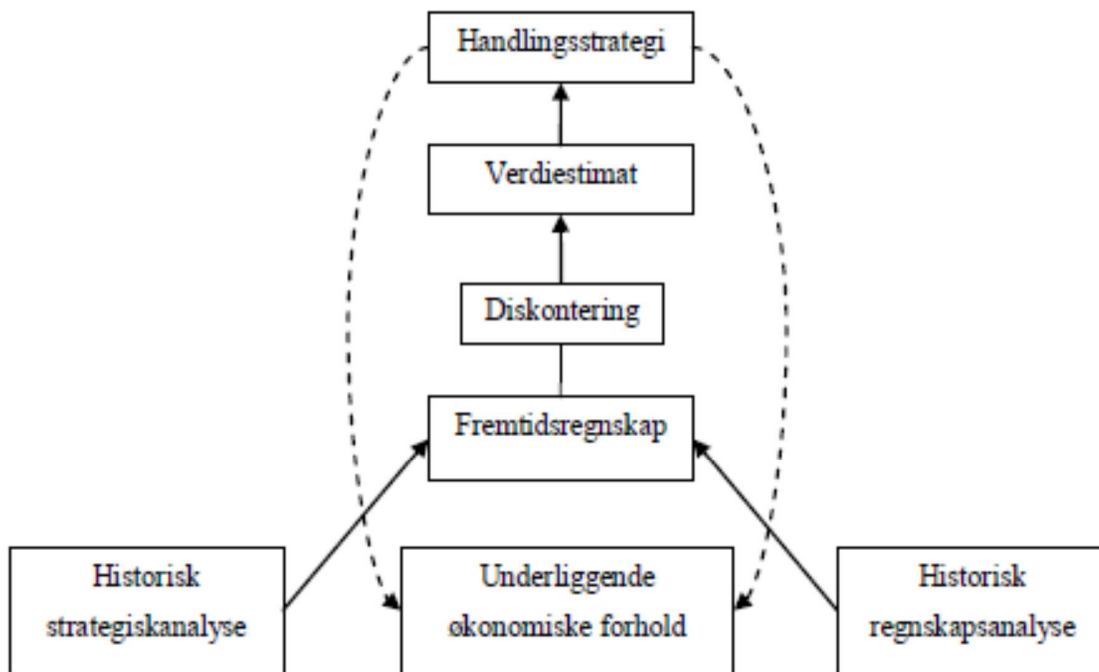
WACC (fremtidige vektete avkastningskravet) blir estimert med formelen under. Det forutsettes da at forholdet mellom gjeld og egenkapital er konstante og WACC beregningen gjelder for hele framskrivingsperioden. Det gir en WACC på 7,5 prosent.

$$WACC = 0,326 * 7,61\% + 0,674 * 7,5\% = 7,5\%$$

I tilfeller hvor det store svingninger i kursen/ sterk nedgang i markedsverdi er det vanlig å innføre en ytterligere faktor for markedspremie med tilnavnet alpha vanligvis mellom 0 til 2. Dette er hva FOE ASA opplever, se kapitel 3.4 for aksjeutvikling, dermed settes alpha verdien til 1. WACC som brukes i kapitel 10 i fremtidsregnskapet settes derfor til 8,5 prosent.

10. Fremtidsregnskap

For lage en prognose på fremtidsregnskapet til FOE ASA vil det bli anvendt resultater fra de historiske strategi- og regnskapsanalysene, henholdsvis kapittel 5 og kapittel 6. Det vil bli utarbeidet en prognose av netto driftseiendeler og netto driftsresultat. Rammeverket for fremtidsregnskapet fremgår av figuren 10.1, som er et utsnitt av figur 4.1 «Rammeverk for fundamental verdsettelse».



Figur 10.1 Rammeverk for fremtidsregnskap. Kilde (Penman, 2013)

I den strategiske analysen blir viktige områder for FOE ASA diskutert med hensyn på dens historie og en kvalitativ vurdering av det neste årenes utvikling. Fra regnskapsanalysen ble det utredet kvantitativ informasjon om lønnsomhet og historisk risiko. Med dette som fundament for å forstå bransjen og selskapets interne forhold i sammenheng gir det et godt grunnlag for å etablere et budsjett for fremtiden.

Fremtidsregnskapet blir delt inn i følgende to perioder, da det anses som lite hensiktsmessig å ha det til evig tid (Koller, 2015).

- Første perioden er en gitt tidshorison T med spesifikk informasjon om fremtidige kontantstrømmer, det vil si et fremtidsbudsjett som gir kontinuitet mellom evig tid og historien.
- Andre periode vil være en framskrivning i etterkant av tidshorisonen gitt over, og har tilnavnet terminal verdi

10.1 Valg av budsjetthorison

For etablere et fremtidsregnskap må en avgjøre både detaljene og lengden på budsjetthorisonen. Avgjørende faktorer er tidshorisonen selskapet går under tilstanden med karakteristikken som «steady state» og hvor god regnskapsføringen er (Koller, 2015). FOE ASA sin regnskapsføring er etter den historiske kostmetoden, noe som gi grunnlag for en noe lenger budsjettperiode enn om det hadde vært anvendt verdibasert regnskapsføring (Penman, 2013). «Steady State» tilstanden kan beskrives ved at et selskap har en vekstrate som er konstant og investerer en fast andel fra driftsresultatet tilbake til selskapet årlig (Koller, 2015). Når tilstanden «steady state» er oppnådd vil det si at selskapets vekst andel er enten mindre eller lik hva veksten til økonomien er, dette begrunnes med at det ikke er realistisk at et selskap kan vokse sterkere enn hva økonomien gjør over flere år (Koller, 2015).

For å avgjøre hvor lang den planlagte perioden skal være må det sees inn på kontraktene som allerede er inngått av selskapet. Som nevnt tidligere blir riggkontraktene som vanlig inngått for en viss tid i fremtiden som gir et etterslep i forhold til hvordan dagens makroøkonomiske situasjon er. Og så beskrevet i kapitel 5.1 om makroøkonomiske forhold, er både oljeprisen og næringen på vei inn i en lavkonjunktursperiode. Det er derfor viktig at perioden er så lang at den dekker kontraktene som er inngått, og spesielt dem som ble inngått i høykonjunktursperioden (dette må sees i sammenheng med den strategiske analysen). Det forventes de neste årene at det vil bli overskuddskapasitet på riggmarkedet, noe som gir lavere riggrater og dårligere lønnsomhet. Dette vil medføre at under gjennomsnittet dårlige år fremover for riggbransjen. Det er også ventet at det kommer en del nybygg inn på markedet de neste årene, men tendensen er

også at det skrotes en god del eldre rigger som betyr at andelen rigger i markedet stabiliserer seg. Men med den ekstra kapasiteten i markedet og oljeselskapenes lille vilje til å gjøre investeringer vil det i den nærmeste tiden føre til hard kamp mellom aktørene og en potensiell priskrig. Utifra denne situasjonen er det tatt forutsetning av riggbransjens lønnsomhet vil være redusert før det normalisere seg igjen i 2016/2017 (www.danskemarketsecurities.com, April 2015).

Med beskrivelse over som begrunnelse blir det i denne verdivurderingen laget et detaljert budsjett for FOE ASA med en horisont på 5 år frem i tid med terminal verdi (TV) i 2020. Fra 2020 vil det bli utarbeidet en framskrivning estimert med karakteristikken «steady state».

I denne utarbeidelsen av både framskrivning og budsjett blir de ulike scenarioer for fremtiden grundig vurdert mot hverandre. Og av den grunn kun bli fremlagt ett scenario som anses som den mest sannsynlige utviklingen for FOE ASA med utgangspunkt i de historiske analysene.

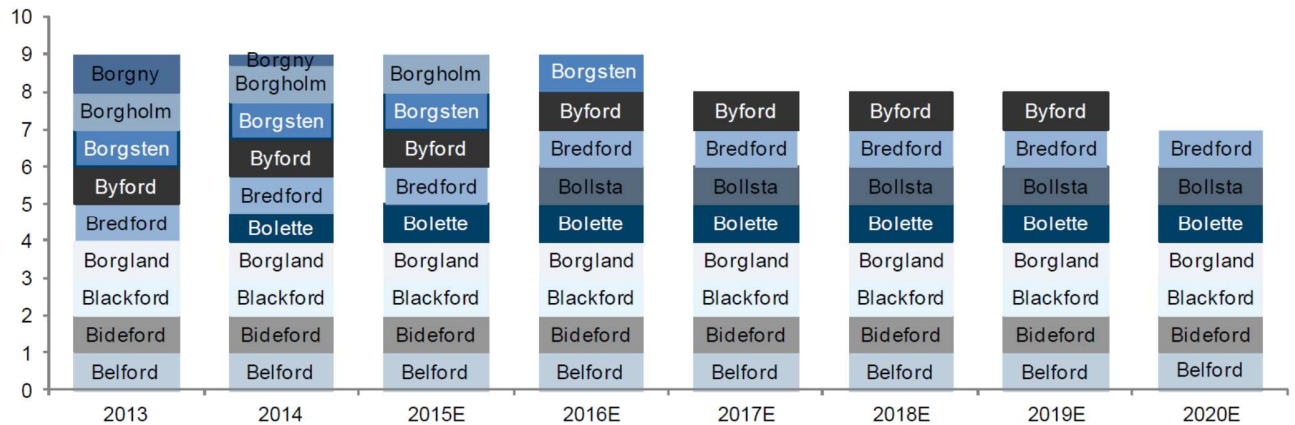
10.2 Estimert på fremtidige driftsinntekter

For estimere fremtidige driftsinntekter blir de delt inn i to følgende kategorier.

- Kontraktsfestede driftsinntekter, det vil si inntekter for kontrakter som allerede er inngått for riggene i flåten til FOE ASA
- Prognose på driftsinntekter, det vil si estimerte inntekter for kontrakter som flåten er forventet å få i fremtiden

Det tas en antakelse om at FOE ASA beholder flåten det har i dag eller tilsvarende frem til 2019 hvor Byford går ut. Se figur 10.2 av den antatte riggflåten for FOE ASA frem til «steady state» perioden. I denne perioden vil det bli beregnet inntekter per enhet. Siden flåten til flåten til FOE ASA er aldrende (se kapittel 5 strategisk analyse) er sannsynligheten for utskiftninger av rigger stor er derfor valgt å utføre framskrivningen som er basert på totale driftsinntekter når terminalverdien blir beregnet.

Verdivurdering av Fred Olsen Energy ASA



Figur 10.2 Antatt rigglåten til FOE ASA frem til 2020. Kilde (www.danskemarketsecurities.com, April 2015)

Som nevnt i kapitel 3 om FOE ASA står ingeniør- og fabrikkdivisjonen fra Harland & Wolff verftet kun for ca 2 prosent av de totale driftsinntektene til FOE ASA og blir ikke med i estimatet for fremtidige driftsinntekter.

10.3 Kontraktsfestede driftsinntekter

Informasjon om inngåtte kontrakter på rigglåten til FOE ASA er basert på offentlig informasjon som er rapportert til Oslo Børs. Som kjent er FOE ASA en internasjonal aktør innen riggbransjen og i figur 10.3 viser hvor i verden riggene opererer i dag.



Figur 10.3 Områder hvor FOE ASA rigger operer i verden. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

I tabell 10.1 er kontraktene til FOE ASA sin riggflåte med tilhørende dagrate oppsummert. Som tabellen viser har alle de riggene som jobber i Norsk farvann dagrater med både en del i NOK og en del i USD. Alle de andre kontraktene er tegnet i USD.

Fleet status

Rig	Type / design	W depth ft	Location	Client	Contract status	Day rate (in USD)	Next CR survey
Ultra-deepwater and deepwater units							
Bollsta Dolphin	SS / Moss	10 000	UK	Chevron	4Q 2015- 4Q 2020	560 000	3Q 2020
Bolette Dolphin	DS/ Gusto P10'	12 000	West Africa	Anadarko	2Q 2014 - 2Q 2018	488 000	1Q 2019
Belford Dolphin	Drillship	10 000	Mozambique	Anadarko	January '12 - January '16	489 000	2Q 2015
Blackford Dolphin	SS / Aker H-3	7 000	UK	Nexen Chevron Option	October '14 - May '15 June '15 - January '17 January '17 - October '17	428 000 428 000	4Q 2018
Midwater floaters Norway							
Bideford Dolphin	SS / Aker H-3	1 500	Norway	Statoil	February '14 - February '17	NOK 1015' + USD 301'	2Q 2019
Borgland Dolphin	SS / Aker H-3	1 500	Norway	Consortium*	April '14 - December '17	NOK 1046' + USD 349'	Ongoing
Bredford Dolphin	SS / Aker H-3	1 500	Norway	Consortium**	October '13 - September '15	NOK 1025' + USD 274'	2Q 2017
Midwater floaters UK							
Byford Dolphin	SS / Aker H-3	1 500	UK	BP Option	April '13 - August '16 August '16 - July '19	345 500	Ongoing
Borgsten Dolphin	Tender support / AH-3		UK	Total Option	February '13 - May '16 June '16 - June '17	202 000/ 240 500 incl. capital contribution	1Q 2018
Borgholm Dolphin	Accommodation / AH-3		UK	BG Option	October '14 - May '15 June '15	240 000	4Q 2017
Borgny Dolphin	SS / Aker H-3	2 300			Idle		

Participants in the consortiums:

* Wintershall, Tullow Oil, E.ON Ruhrgas, Suncor Energy ** RWE DEA, Lundin, Noreco, Repsol

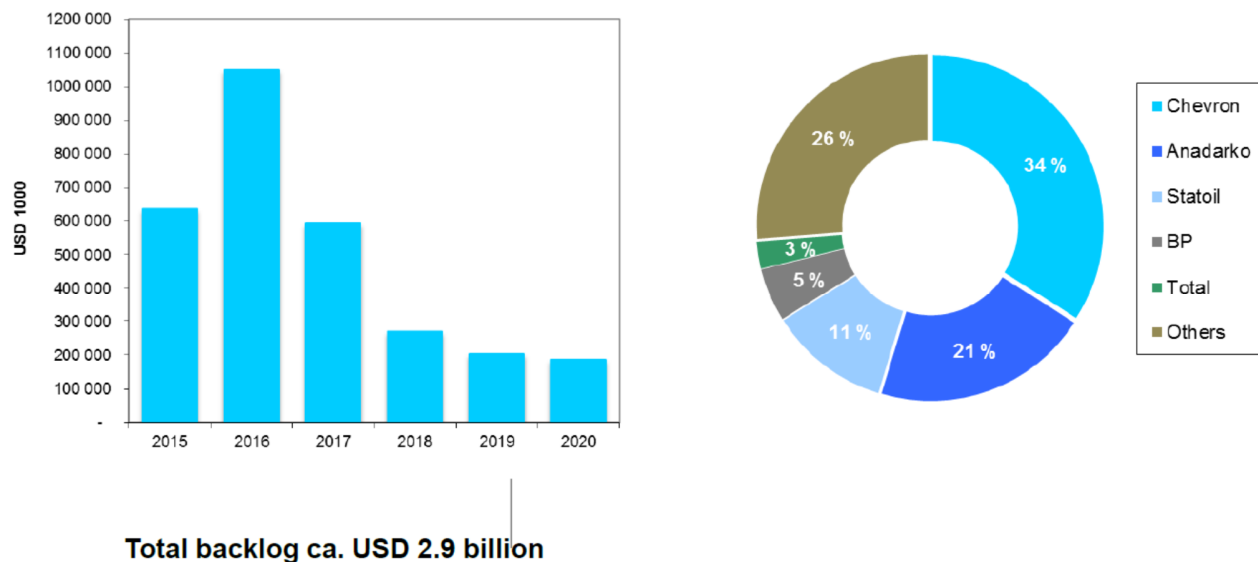
Tabell 10.1 Kontraktstatus på riggflåten til FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

På figur 10.4 ser en den totale kontraktsverdien pr år til alle riggene frem til år 2020 i USD. Den totale verdien for alle kontraktene er på USD 2,9 milliarder.

Når det gjelder kontraktsreserven til FOE ASA er den viktigste Chevron kontrakten for nybygget Bollsta Dolphin for Rosebank utvikling som den står for 34 prosent av den totale kontraktsverdien til selskapet, se figur 10.4.

Av de andre kontrakter, har Anadarko allerede avsluttet de resterende seks måneders kontrakt for Belford Dolphin i Mosambik. Avviklingen vil ha en negativ kontanteffekt av USD 22 millioner sammenlignet med mitt anslag av forutsatt at boreskipet ikke vil finne en ny kontrakt og operasjonelle kostnadene reduseres fra USD 180.000 til USD125.000 per dag.

Termineringsavgiften pålydende USD 52 millioner er tilsvarende en dagrate på USD 288.000, mens den opprinnelige dagraten var på USD 488.000 for de resterende seks månedene av kontrakten.



Figur 10.4 Kontraktstestede inntekter. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

10.4 Prognose for fremtidige driftsinntekter

For å estimere fremtidige inntekter fra riggene til FOE ASA utover allerede inngåtte kontrakter er analysen av makroforhold og bransjeforhold vesentlig, jamfør kapitel 5 strategisk analyse. For å gjøre estimat på fremtidige inntekter fra riggflåten er det naturlig å se på historiske økonomiske forhold som dagrater og oljepris. Riggene til FOE ASA har fått høye dagrater på kontraktene sine de siste årene grunnet de gode tidene som har vært med høy etterspørsel etter borerigger. De siste årene har vært gode for riggbransjen grunnet svært høy utnyttelsesgrad generelt i markedet med tilhørende høye dagrater. Men markedet har snudd på grunn av en langt lavere oljepris og etterspørselen etter borerigger fra oljeselskapene er dramatisk redusert. Derfor ser det kommende året mørk ut for næringen. Men det er ventet å ta seg opp igjen fra tredje kvartal 2016 (www.danskemarketsecurities.com, April 2015). Det er tatt høyde for når den siste 5 årlige fornyingen av klassepapirene er utført og når den neste planlagte klassingen skal gjøres. Det blir da justert med 100 dager som er estimert å være en normal klasseperiode

Av FOE ASA sin riggflåte er Borgny Dolphin i opplag, og det ble gjort avskrivning på riggen i 2014. Det er ikke forventet at FOE ASA vil ha operasjon på denne i fremtiden. I tillegg er det

forventet at Borgholm Dolphin og Bredford Dolphin går i opplag i 2015, men disse riggene vil bli aktivt markedsført til markedet. Belford Dolphin er i en spesiell situasjon, siden kontrakten er terminert med en kanselleringsgebyr som innebærer at FOE ASA markedsfører og holder riggen varm i termineringsperioden frem til andre kvartal 2016. Resten av flåten har kontrakt til 2016 eller lengre. I 2015 vil Byford Dolphin og Bolette bli klasset. Neste rigg som skal klasses etter dette er Bredford i 2017.

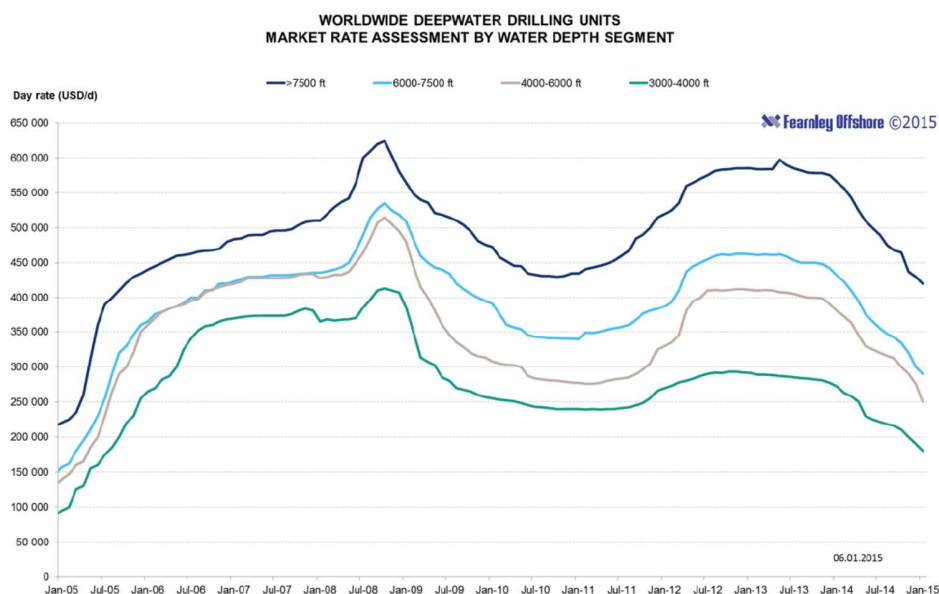
Det vil i oppgaven bli antatt at ratene vi ser i dag vil bli drastisk redusert grunnet markedet fremover preges av overkapasitet, liten etterspørsel fra oljeselskapene og priskrig. Det ventes at dagratene stabiliseres først i 2017.

For å se inn på fremtidige dagrater og inntekter på fremtidige kontrakter vil det bli gitt en kort oppsummering den antatte utviklingen av dagrate nivået innafor følgende segment og geografisk område.

- Dyp- og ultradypvann; fra 1.400 meter eller dypere
- Norsk sektor (mellomdypvann; fra 100 meter til 1400 meter)
- Britisk sektor (mellomdypvann; fra 100 meter til 1400 meter)

10.4.1 Dyp- og ultradypvannssegmentet

Som historiske dagrategrafen i figur 10.5 viser har dyp- og ultradypvannssegmentet en nedadgående trend med dagratene grunnet redusert etterspørsel den siste tiden og økt tilgjengelighet på markedet. Det antas at dagratene vil stabiliseres fra 2016 (www.danskemarketsecurities.com, April 2015).



Figur 10.5 Historisk dagratenivå på dypvanns borerigger. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

FOE ASA har fire borerigger innenfor dyp- og ultradypvannssegmentet, henholdsvis Blackford Dolphin, Bolette Dolphin, Bollsta Dolphin og Belford Dolphin. Enhetene kontrakter med dagrater på mellom USD 428 000 og USD 560 000 (www.fredolsen-energy.com, 2015).

Blackford Dolphin

Blackford Dolphin har kontrakt frem til første kvartal 2017 med en dagrate på USD 428.000. Det antas at kontrakten blir forlenget og at riggen operer i samme område ut analyseperioden med en dagrate på USD 350.000 som terminalverdi. Det vil totalt settes av 100 dager femårige klassefornyningen som er planlagt andre kvartal 2019.



Figur 10.6 Blackford Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Belford Dolphin

På grunn av termineringen av kontrakten til Belford Dolphin, er den tilgjengelig på markedet fra Q3 2016. Det vil totalt settes av 100 dager femårige klassefornyingen som skal gjøres i andre kvartal 2015. Det antas at riggen vil ligge i opplag frem til sommeren 2016, og sikre seg kontrakt ut analyseperioden etter det med en dagrate på USD 300.000 som terminalverdi.



Figur 10.7 Belford Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Bolette Dolphin

Bolette Dolphin er et nybygg levert fra Hyundai Heavy Industries i februar 2014. Drillskipet startet sin fire-års kontrakt med Anadarko Petroleum Corporation i andre kvartal 2014. Bolette Dolphin har kontrakt frem til andre kvartal 2018 med en dagrate på USD 488.000. Det antas at boreskipet får ny sikret ny kontrakt som vil gjelde hele analyseperioden med en tilhørende dagrate på USD 450.000 som terminalverdi. Det vil totalt settes av 100 dager femårige klassefornyingen og mobilisering for ny kontrakt fra andre kvartal i 2018.



Figur 10.8 Bolette Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Bollsta Dolphin

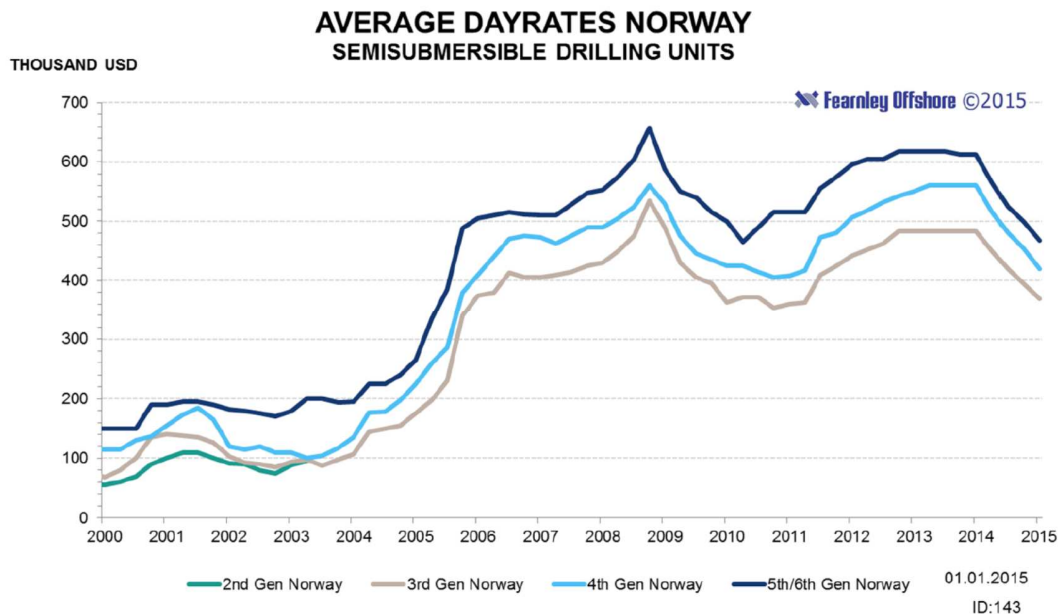
Bollsta Dolphin er bygd for ekstreme værforhold og er under bygging ved Hyundai Heavy Industries i Korea med forventet levert tredje kvartal 2015. Bollsta Dolphin er den riggen med lengst kontrakt blant FOE ASA sine rigger og har kontrakt gjennom hele analyseperioden med en dagrate på USD 560 000 USD. Oppstart for riggen er satt til Q4 2015.



Figur 10.9 Bollsta Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

10.4.2 Norsk kontinentalsokkel

FOE ASA har tre borerigger som har kontrakt og er godkjent for operasjoner på norsk sektor, henholdsvis Bideford Dolphin, Bredford Dolphin og Borgland Dolphin. Enhetene kontrakter med tilhørende dagrater på mellom USD 440.000 og USD 530.000. Tradisjonelt sett har dagratene på norsk sektor vært høyere enn dagratene på britisk sektor, noe det også antas for fremtiden. I figur 10.11 viser de historiske dagrate for mellomdypvann på norsk sektor.



Figur 10.10 Historisk dagratenivå på norsk sektor. Kilde (www.danskemarketsecurities.com, April 2015)

Bideford Dolphin

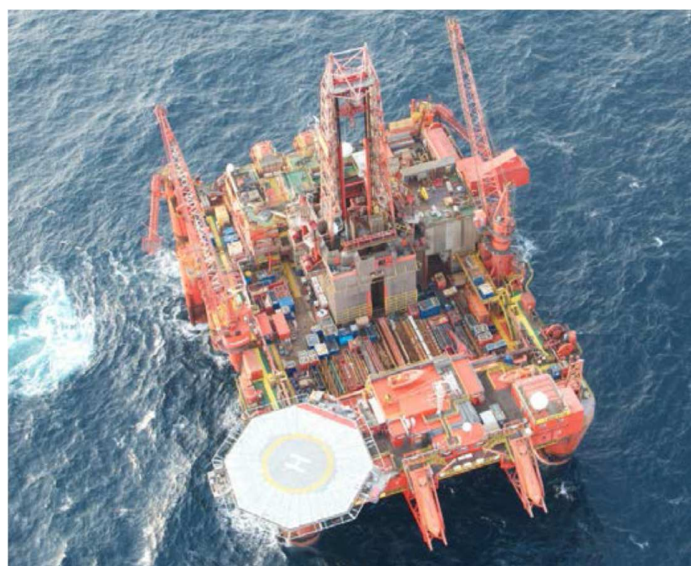
Bideford Dolphin påbegynte arbeidet med en ny tre-års borekontrakt for Statoil ASA i januar 2014. Bideford Dolphin fullførte fem-års klassing i tredje kvartal 2014. Bideford Dolphin opererer hele den inngåtte kontraktperioden i norskfarvann (Nordsjøen) med en dagrate på NOK 1.048.000 pluss USD 301.000. Bideford Dolphin har kontrakt til 1 kvartal 2017 med en dagrate på USD 475.000. Det antas at Statoil fornyer kontrakten analyseperioden med en dagrate på USD 350.000 som terminalverdi. Det vil totalt settes av 100 dager femårige klassefornyingen som skal gjøres i andre kvartal 2019.



Figur 10.11 Bideford Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Borgland Dolphin

Borgland Dolphin startet april 2014 en brønnbasert borekontrakt med 18 faste brønner som skal bores, noe som har en estimert varighet på 3,5 år med et konsortium bestående av fire oljeselskaper koordinert av Rig Management Norge. Borgland Dolphin startet sin fem-års klassing i fjerde kvartal 2014 som ble sluttført i februar 2015. Borgland Dolphin opererer hele den inngåtte kontraktperioden i norskfarvann (Nordsjøen) med en dagrate på NOK 1.046.000 + USD 349.000. Borgland sin kontrakt utgår andre kvartal 2017. Det antas at eksisterende kunde fornyer kontrakten analyseperioden med en dagrate på USD 350.000 som terminalverdi. Det vil totalt settes av 100 dager femårige klassefornyingen som skal gjøres i første kvartal 2020.



Figur 10.12 Borgland Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Bredford Dolphin

Bredford Dolphin borer en 12 brønnbasert kontrakt med et konsortium koordinert av AGR som består av fire oljeselskaper for operasjon på norsk kontinentalsokkel. Kontrakten forventes å utløpe i september 2015. Enheten fullførte fem-års klassing i august 2012, og noe som tilsier at den skal klasses på nytt i 2017. Bredford Dolphin er planlagt å gå i opplag ved verftet Harland & Wolff i Belfast, i påvente av å få eventuelle nye kontrakter. Bredford Dolphin opererer hele den inngåtte kontraktperioden i norskfarvann (Nordsjøen) med en dagrate på USD 440.000. Det forventes at den ligger i opplag frem til sommeren 2016, hvor den for ny kontrakt ut

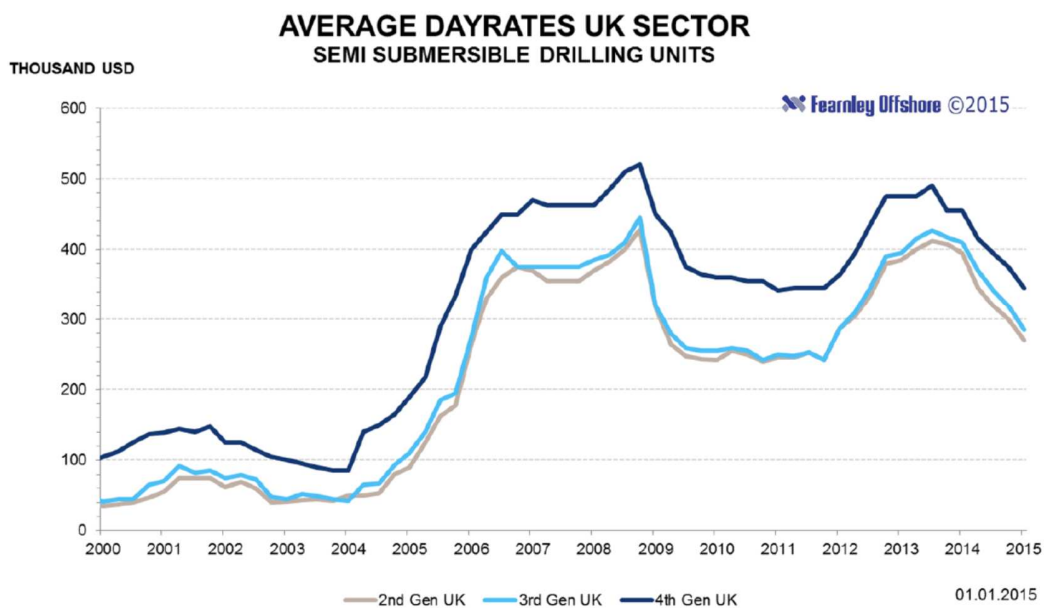
analyseperioden med en dagrate på USD 320.000 som terminalverdi. Det vil totalt settes av 100 dager femårige klassefornyingen som skal gjøres andre kvartal 2017.



Figur 10.13 Bredford Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

10.4.3 Britisk sokkel

FOE ASA har fire enheter som opererer på britisk kontinentalsokkel på mellomdypt vann. Det er riggene Byford Dolphin, Borgholm Dolphin og Borgsten Dolphin. Tradisjonelt sett har dagratene på britisk sektor vært lavere enn dagratene på norsk sektor, noe det også antas for fremtiden. I figur 10.14 viser de historiske dagrate for mellomdypvann på britisk sektor



Figur 10.14 Historisk dagratenivå på britisk sektor. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

I tillegg til de riggene beskrevet under, opererer også dypvannsriggene Bollsta Dolphin (under bygging) og Blackford Dolphin i britisk farvann (se kapitel 10.3.2 Dyp- og ultradypvannssegmentet).

Byford Dolphin

Byford Dolphin har kontrakt ut andre kvartal 2016 med en tilhørende dagrate på USD 345.500. Den er for tiden inne til klassing og det estimeres at den tar 100 dager. Videre antas det at riggen er på kontrakt hele analyseperioden med en dagrate på USD 300.000 som terminalverdi på fremtidig kontrakt.



Figur 10.15 Byford Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Borgny Dolphin

Borgny Dolphin var under kontrakt med Petrobras frem til første kvartal 2014. Etter endt kontrakt ble riggen flyttet til Harland & Wolff i Belfast hvor den ligger i opplag.

Borgholm Dolphin

Borgholm Dolphin har kontrakt ut andre kvartal 2015 på 245 000 USD. Det antas at riggen får fornyet kontrakten med en dagrate på USD 190 000 som terminalverdi ut analyseperioden. Det blir satt av 45 dager til mobilisering av ny kontrakt.



Figur 10.16 Borgholm Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Borgsten Dolphin

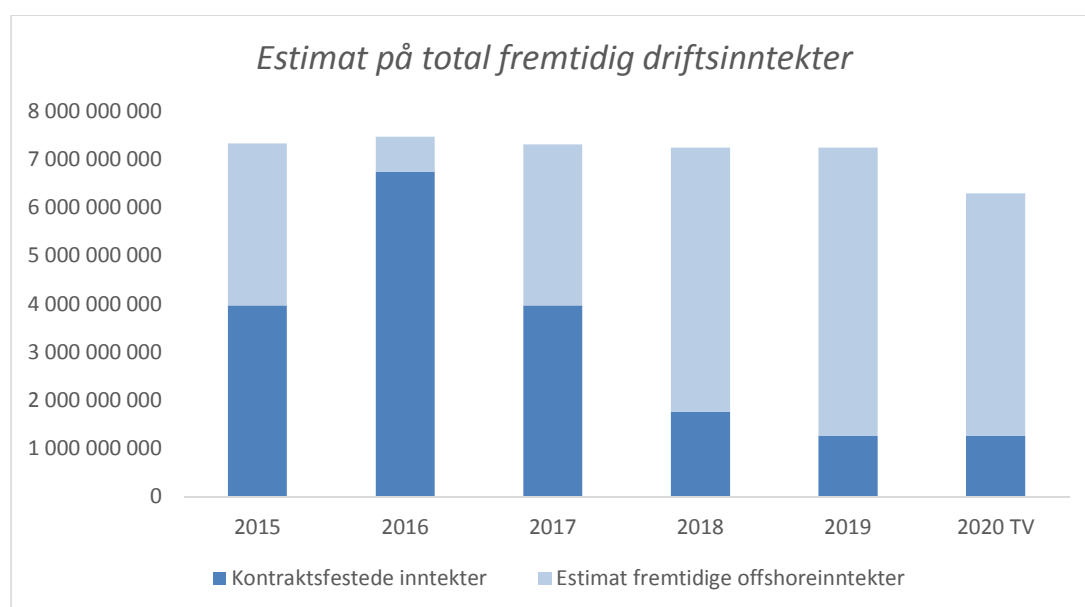
Borgsten Dolphin har kontrakt ut andre kvartal 2017 med en dagrate på USD 202.000. Det antas at riggen får fornyet kontrakten med en dagrate på USD 190 000 som terminalverdi ut analyseperioden. Det blir satt av 45 dager til mobilisering av ny kontrakt.



Figur 10.17 Borgsten Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

10.5 Totale driftsinntekter

De totale driftsinntektene til FOE ASA er en kombinasjon på inngåtte kontrakter og inntekter på fremtidige riggkontrakter. På grunn av allerede inngåtte kontrakter er det ventet en inntektstopp i 2016 for FOE ASA (www.danskemarketsecurities.com, April 2015). Etter det er det ventet stabile driftsinntekter frem til 2019. På grunn av at Byford Dolphin er ventet å gå ut av riggflåten til FOE ASA i 2019, er det et fall i driftsinntektene i 2020. Fra 2020 og til evig tid er det antatt normaliserte driftsinntekter. Figuren 10.18 viser kombinasjon av inntekter på fremtidige riggkontrakter og inntekter på inngåtte kontrakter og en framskrivning (terminal verdi) fra 2020 for riggene til FOE ASA.



Figur 10.18 Estimat på total fremtidig driftsinntekter for FOE ASA

10.6 Prognoser på kostnader

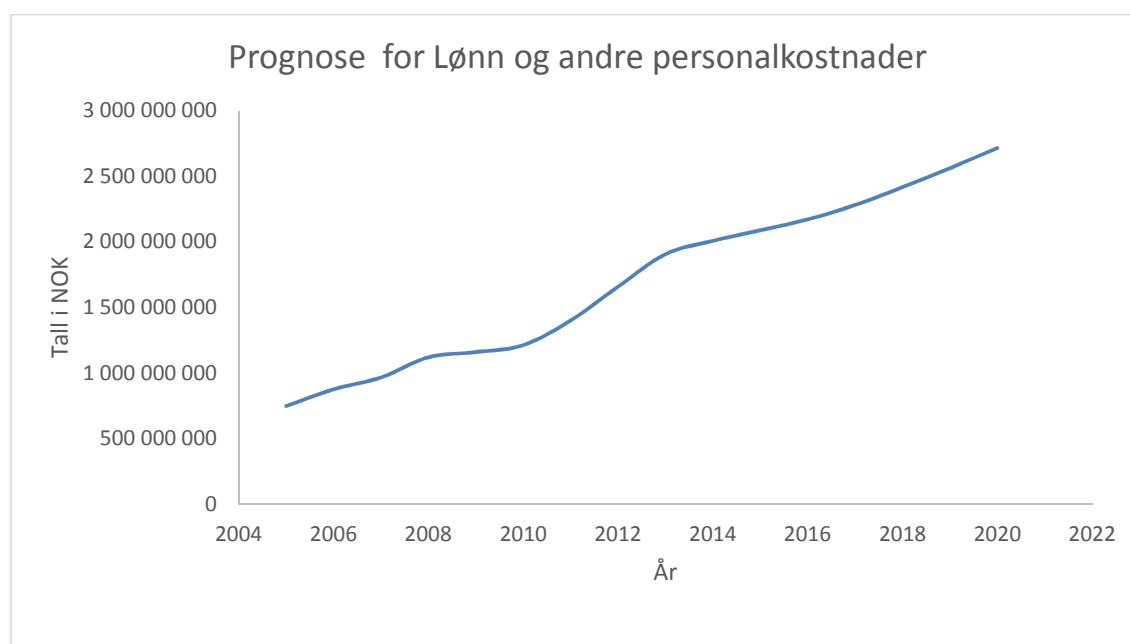
Driftskostnadene til FOE ASA blir estimert ved å anvende sammenhengen mellom driftsinntektene i forhold til de historiske kostnadene prosentvis og i absolutte tall. For å gjøre det må det utarbeides framtidsregnskap med prognoser/estimerte fremtidige kostnadene til selskapet. Det vil bli laget fremtids prognoser på følgende kostnader.

- Avskrivninger
- Andre driftskostnader
- Skatt

10.6.2 Prognose på fremtidige lønnskostnader

For å lage fremtidig prognose for lønn og personalkostnadene blir alle kostnadene selskapet har i denne forbindelse, alt fra lønn, feriepenger til pensjon. Fra analyseperioden 2005 til 2014 har kostnaden med lønn og personalkostnadene steget jevnt fra ca 750 millioner NOK til ca 2 milliarder NOK i 2014, noe som må anses som en betydelig økning. Denne økningen står også bra i forhold til økende trenden i driftsinntektene i samme periode, jamfør regnskapsanalysen i kapittel 6.

Det blir forutsettes at FOE ASA driver fremover med en tilnærmet lik stab som i 2014 og det antas en reell årlig lønnsvekst på 5 prosent frem til 2017 og 6 prosent til evig tid. Prognose på lønnskostnader i fremtiden er illustrert i figur 10.19



Figur

10.19 Prognose på lønn og personalkostnader

10.6.3 Prognoser for avskrivninger og nedskrivninger

I denne prognosen har vi slått sammen postene «avskrivninger» og «nedskrivninger» fra tabell 6.1 med resultatregnskapet til FOE ASA. Historisk sett har FOE ASA hatt et økende nivå i avskrivningene med en topp i 2014 hvor det ble foretatt en nedskrivning av riggen Borgny

Dolphin, jamfør kapitel 6 med regnskapsanalyse. I prognosen for fremtiden antas det at avskrivningene/nedskrivningene vil falle årlig 3 prosent i hele prognoseperioden. Historisk utvikling- og fremtidsprognoser for avskrivninger og nedskrivninger er grafisk fremstilt i figur 10.20



10.20 Prognose for avskrivninger/nedskrivningene

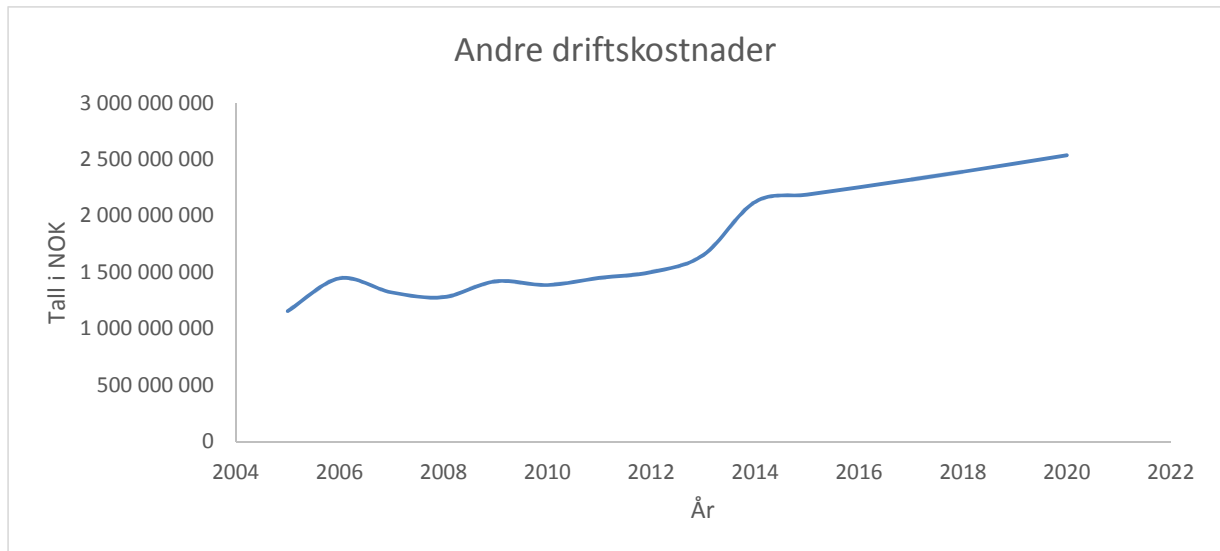
Figur

10.6.4 Prognose for andre driftskostnader

I posten «Andre driftskostnader» kommer operasjonelle kostnader som er relatert til driften utenom lønn og personalkostnader. Det er da i hovedsak kostnader relatert til vedlikehold og reparasjoner.

Som figur 10.21 viser har det historiske tallene hatt en jevn stigning i hele analyseperioden hvor det kom en topp i 2014. At det ble en større økning i 2014 skyldes at drillskipet Bolette Dolphin ble satt i drift. Siden Borgny Dolphin går ut av riggflåten samme året som Bollsta Dolphin skal settes i drift, antas det at det blir jevnet ut. Den jevne stigningen skyldes jevn økning i kostnader for drift og vedlikehold av riggflåten til FOE ASA. Det forventes at denne har en stabil stigning i

hele prognoseperioden på 3 prosent. Utviklingen fra 2005 og ut prognoseperioden vises i figur 10.21.



Figur 10.21 Prognose for andre driftskostnader

10.6.5 Prognose for skatt

Fra kapittel 6 kom det frem at FOE ASA en effektiv skattesats på ca 2 prosent i gjennomsnitt gjennom analyseperioden fra 2005 til 2014, se figur 10.22. Årsaken til den høye skattesatsen i 2014 er at riggene som er operert utenfor Norge måtte gikk over til britisk skatteregime på grunn av en lovendring i Skottland hvor riggene opereres fra. Det forventes at i den fremtidige for prognoseperioden vil øke skattesatsen økes for FOE ASA, og det antas derfor en årlig effektiv skattekostnad på 6 prosent.



Figur 10.22 Historisk effektiv skattesats

10.7 Omløp netto driftseiendeler

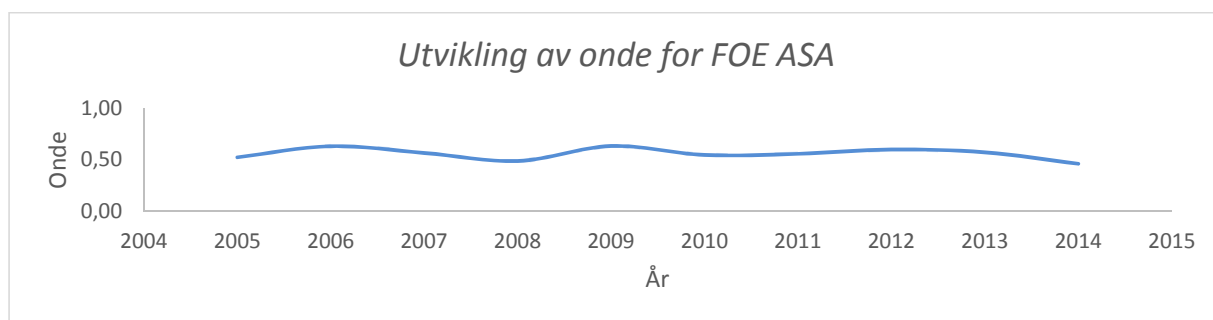
Det siste steget for å kalkulere den frie kontantstrømmen ved total kapitalmetoden er å kalkulere omløp til netto driftseiendeler(onde). Onde er et mål på selskapets evne til å skape driftsinntekter per krone investert. Den beregnes med formelen gitt under.

$$Onde = \frac{Driftsinntekter_t}{Netto\ Driftseiendeler_t}$$

Som tabell 10.2 og tilhørende figur 10.23 viser, er omløpet til netto driftseiendeler(onde) over hele analyseperioden svært jevn. Det antas derfor at dette vil vedvare i fremtiden.

ÅR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	2 882 880	4 048 184	4 276 981	5 786 773	6 600 042	6 018 586	6 470 856	6 876 823	7 021 537	7 461 866
Netto driftseiendeler	5 482 012	6 386 461	7 524 262	11 815 177	10 381 942	10 975 023	11 549 097	11 435 280	12 217 048	16 130 917
Onde	0,53	0,63	0,57	0,49	0,64	0,55	0,56	0,60	0,57	0,46

Tabell 10.2 Utvikling av onde for FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)



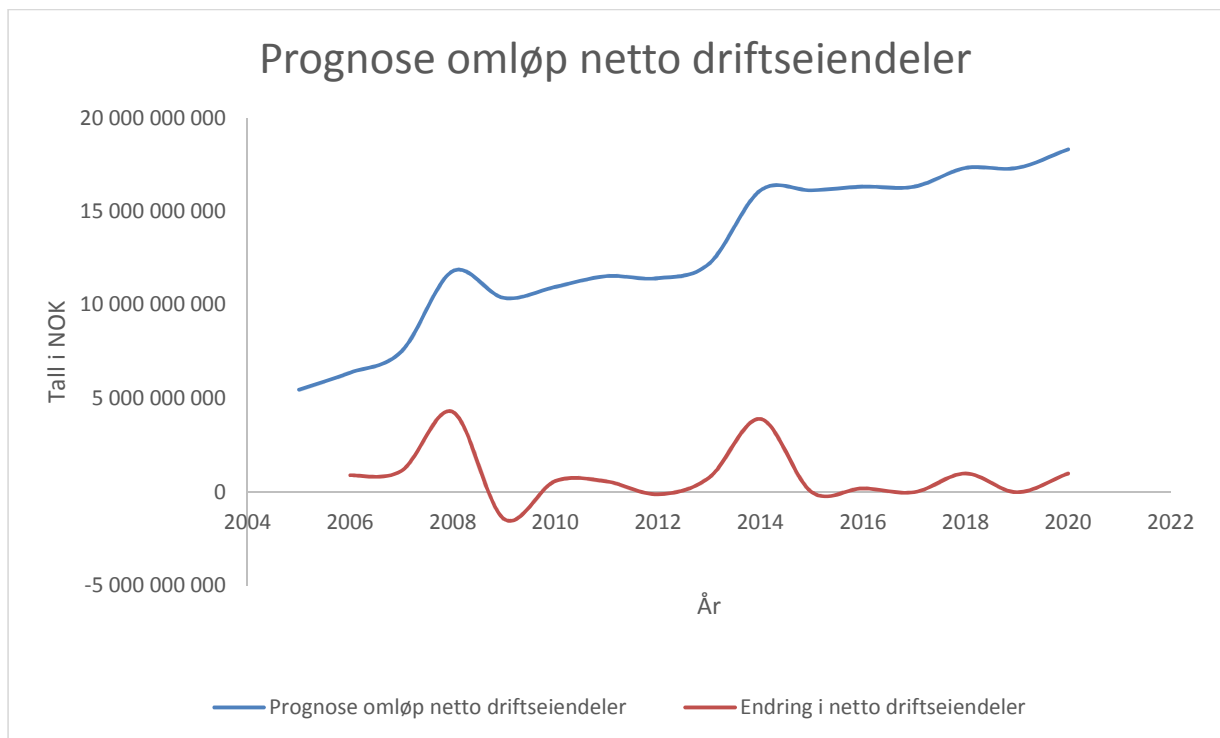
Figur 10.23 Utvikling Onde. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

I analyseperioden fra 2005 til 2014 økte driftsinntektene i hovedsak på grunn av økte dagrater på riggene til FOE ASA. I tabell 10.3 kan man se at FOE ASA i samme perioden øker investeringene i anleggsmidler.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Investeringer i anleggsmidler	519 114	1 738 810	2 272 131	2 058 250	2 276 745	1 186 389	1 464 563	4 274 089	2 683 549	2 779 793
Avgang anleggsmidler	-1 165	-10 111	-46 903	-58 411	-201 672	-310 805	-121 799	-95 657	-115 517	-119 660
Netto investeringer	517 949	1 728 699	2 225 228	1 999 839	2 075 073	875 584	1 342 764	4 178 432	2 568 032	2 660 133
Investeringer i % av salg	18,0%	42,7%	52,0%	34,6%	31,4%	14,5%	20,8%	60,8%	36,6%	35,6%

Figur 10.13 Historiske investeringer. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Investeringsnivået til FOE ASA har ingen klar trend. Det vises med variasjonen fra 14,5 prosent i 2010 til 60,8 prosent i 2012. FOE ASA har gjennom hele analyseperioden fra 2005 til 2014 gjort en rekke investeringer. Det antas derfor at dette vil fortsette i prognoseperioden. Dette vises i figur 10.24 hvor prognosen for netto driftseiendeler og endring i netto driftseiendeler blir fremstilt.



Figur 10.24 Prognose omløp netto driftseiendeler

10.8 Beregning av fri kontantstrøm fra drift

Basert på de estimerte prognosene for fremtiden er det satt opp et driftsrelatert kontantstrøm etter skatt i tabell 10.3. Beregningen av fri kontantstrøm fra FOE ASA sin drift er netto driftsresultat med fratrukk av økning i netto eiendeler.

ÅR	2015	2016	2017	2018	2019	2020 TV
Kontraktsfestede inntekter	3 970 197 000	6 743 033 000	3 970 197 000	1 764 532 000	1 260 380 000	1 260 380 000
Andre driftsinntekter	3365214600	724718500	3346308900	5482653000	5986805000	5041520000
Driftsinntekter	7 335 411 600	7 467 751 500	7 316 505 900	7 247 185 000	7 247 185 000	6 301 900 000
Lønn- og personalkostnader	2 088 693 165	2 172 240 892	2 280 852 937	2 394 895 583	2 514 640 363	2 640 372 381
Andre driftskostnader	2 189 646 452	2 255 335 846	2 322 995 921	2 392 685 799	2 464 466 373	2 538 400 364
Avskrivninger	1 381 053 990	1 339 622 370	1 299 433 699	1 234 462 014	1 172 738 914	1 114 101 968
Totale driftskostnader	5 659 393 608	5 767 199 108	5 903 282 557	6 022 043 397	6 151 845 649	6 292 874 713
Driftsresultat	1 676 017 992	1 700 552 392	1 413 223 343	1 225 141 603	1 095 339 351	9 025 287
Driftsrelatert skatt	100561079,5	102033143,5	84793400,57	73508496,19	65720361,05	541517,2295
Netto driftsresultat	1 575 456 913	1 598 519 248	1 328 429 942	1 151 633 107	1 029 618 990	8 483 770
Endring i netto driftseiendeler	5 041 520	198 991 696	-1 260 380	999 054 715	-1 071 323	998 991 696
Fri kontantstrøm fra drift	1 580 498 433	1 797 510 944	1 327 169 562	2 150 687 822	1 028 547 667	1 007 475 466

Tabell 10.3 Driftsrelatert kontantstrøm etter skatt

11. Verdsettelse

For å verdsette FOE ASA anvendes fundamental verdsettelse i kapitel 4. Verdsettelsen blir sammenlignet med en komparativ verdsettelse. I komparativ verdsettelse anvendes et knipe selskaper som anses å være representativ for bransjen. Som beskrevet i kapitel 4.2 av fundamental verdsettelse velger en mellom egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden. I denne oppgaven er det valgt totalkapitalmetoden hvor en verdsetter egenkapitalen ved å diskontere den frie kontantstrømmen fra drift med WACC (avkastningskravet) og en trekker fra gjeld og netto finansielle eiendeler. Denne metoden er tilpasset selskap som er relativt stabile med hensyn på forholdet mellom egenkapital og gjeld (Koller, 2015), noe som kan FOE ASA har vært i hele analyseperioden fra 2005 til 2014.

Den fundamentale verdsettelsen er basert på offentlig tilgjengelige informasjon (www.fredolsen-energy.com, 2015).

Når en skal sette aksjekursen for FOE ASA, vil den fundamentale verdsettelsen bli vektet med $\frac{3}{4}$ og den komparative verdsettelsen med $\frac{1}{4}$.

11.1 Valg av modell

FOE ASA blir verdsatt basert på totalkapitalmetoden, det vil si at egenkapitalen blir verdsatt indirekte ved å beregne nåverdien av totalkapitalen minus gjeld og netto finansielle eiendeler. Det finnes flere modeller for å anvende totalkapitalmetoden, og for denne verdsettelsen blir fri kontantstrøm modellen benyttet.

Ved å benytte seg av fri kontantstrømmodellen blir de fremtidige kontantstrømmene diskontert med et vektet avkastningskrav. Kontantstrømmen er det inn i to perioder, en detaljert fremtidsprognose og en terminal verdi. Terminalverdiperioden er den totale frie kontantstrømmen fra året etter den detaljerte perioden til evig tid, her blir Gordons Gordon's Growth Model (g) anvendt (Dahl & Boye, 1997).

$$V_0 = \frac{KS_1}{(1+WACC)^1} + \frac{KS_2}{(1+WACC)^2} + \frac{KS_n}{(1+WACC)^n} + \frac{KS(TV)}{(WACC-g)} \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Hvor,

V_0 = Verdien av selskapet

KS = Kontantstrøm

$KS(TV)$ = Kontantstrøm ved terminal verdi

$WACC$ = Avkastningskrav til totalkapitalen

g = Vekstrate

11.2 Verdiestimat for Fred Olsen Energy

I kapittel 10.1 ble tidsperioden på den detaljerte perioden bestemt til å være fra 2015 til og med 2019, og fra 2020 ble satt av til terminal verdien (til evig tid). Det er antatt på Gordons vekstmodell at det er stødig drift med en beskjeden vekst på 1 prosent.

Den fremtidige driftsrelatert kontantstrøm etter skatt fra tabell 10.3 blir diskontert med totalkapitalens WACC på 8,5 prosent (se kapitel 9.4) og man får da et estimat på FOE ASA's totalkapital per mai 2015. Med dette som forutsetning ser man av tabell 11.1 at totalkapitalverdien på 15,27 milliarder NOK millioner NOK. FOE ASA hadde ifølge årsrapporten fra 2014 en gjeld på 9,17 milliarder NOK (www.fredolsen-energy.com, 2015). Basert på dette gir tabell 11.1 en markedsverdien per aksje for FOE ASA på 91,48 NOK.

Alle tall i NOK	01.01.2015
Detaljert prognose	6 268 578 670
Terminal verdi	9 004 141 646
Totalkapital verdi	15 272 720 316
Finansiell gjeld	9 171 734 845
Minoritetsinteresser	0
Markedsverdi egenkapital	6 100 985 471
Antall aksjer:	66 694 229
Verdi pr. aksje	91,48

Tabell 11.1 FOE ASA's markedsverdi pr. aksje

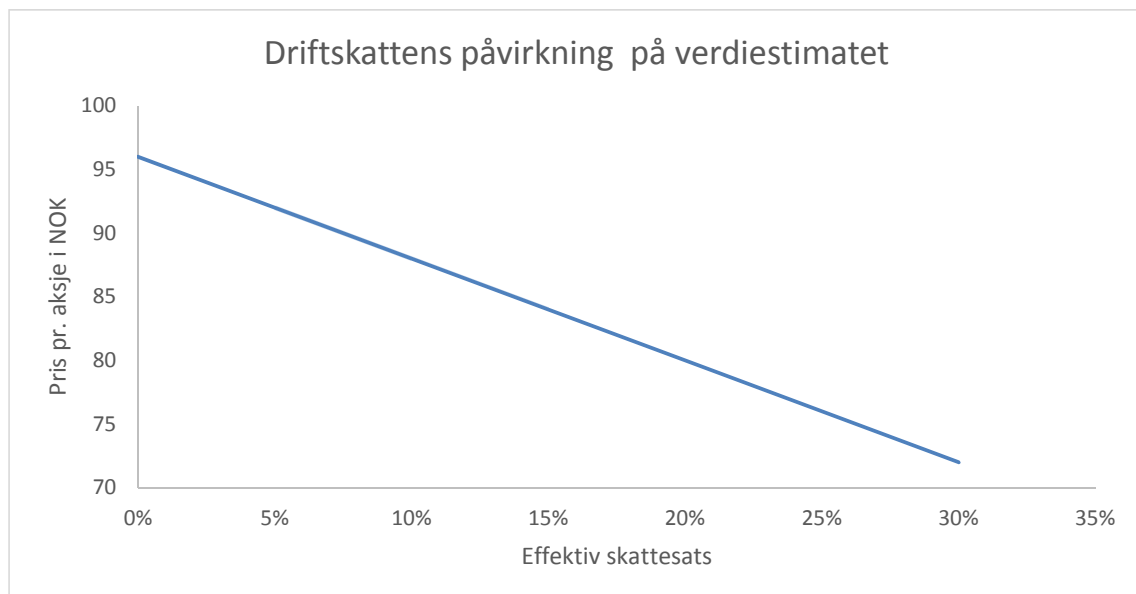
11.3 Sensitivitetsanalyse

Fra den fundamentale verdsettingen ble aksjen til FOE ASA verdsatt til NOK 91,48. per aksje. I dette kapitlet blir det tatt en sensitivitetsanalyse på ulike scenarier hvor kritiske antagelser i verdsettingen endrer seg. Scenarioene som blir sett nærmere inn på er;

- Driftskatt
- Terminal verdi
- Avkastningskrav

11.3.2 Driftskatt

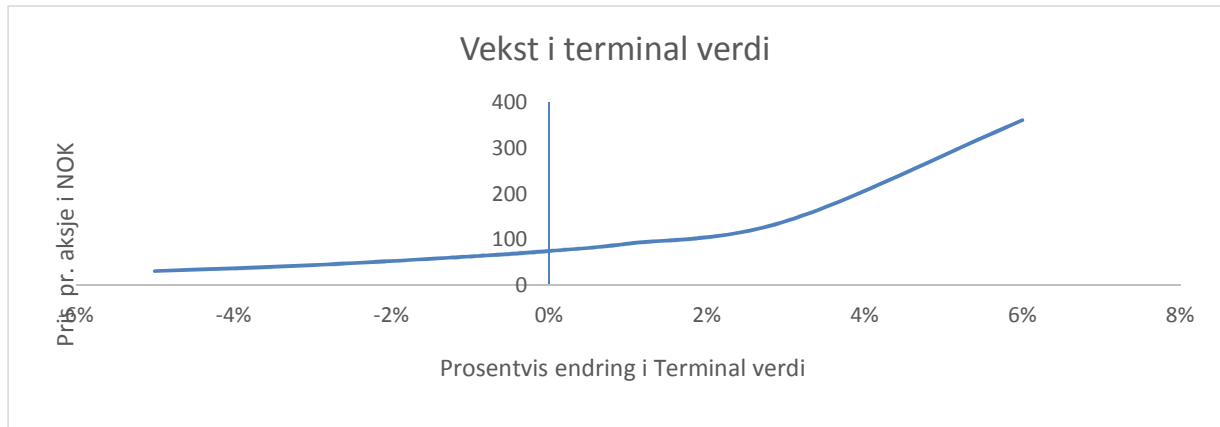
Den historiske effektive skattesatsen til FOE ASA har stabilt sett vært meget lav med et snitt på ca 2 prosent (se kapitel 10.6.5). For verdsettelsen ble den antatt å være 6 prosent i fremtidsprognosen. I figur 11.1 vises påvirkningen av skattesatsen på aksjeverdien til FOE ASA ved fundamental verdsettelse.



Figur 11.1 Driftskattens påvirkning på verdiestimatet

11.3.3 Terminal verdi

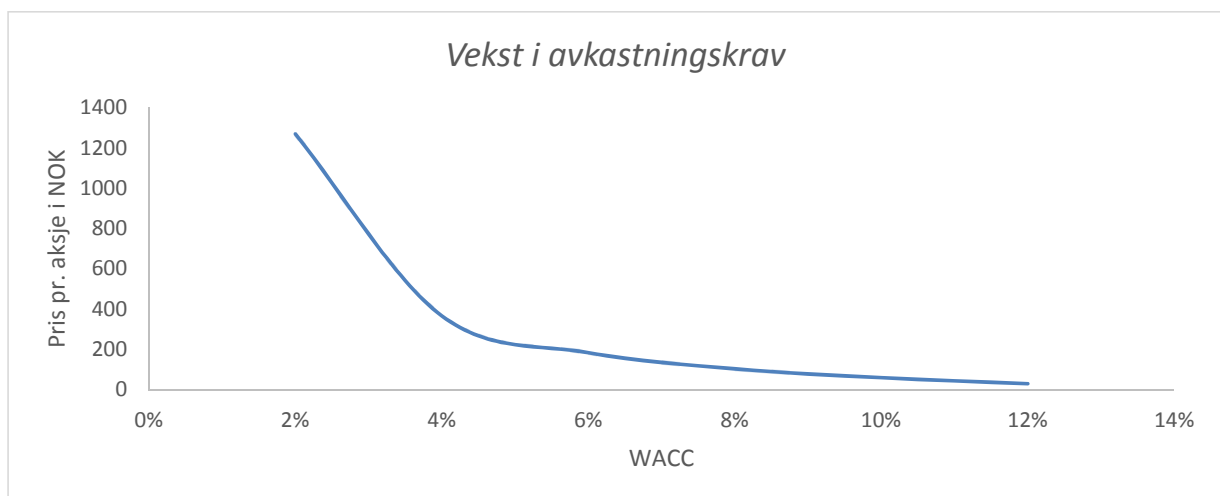
En sentral forutsetning for verdsettingen av FOE ASA er veksten i terminal verdien. Det er antatt en beskjeden vekst på 1 prosent i den fundamentale verdsettingen i kapitel 11.2. I figur 11.2 blir den sensitiviteten når det gjelder vekst i terminal verdi grafisk illustrert. Som en grafen viser, skjer det en betydelig endring fra 2 prosent til 4 prosent med økningsraten på aksjeverdien.



Figur 11.2 Vekst i terminal verdi

11.3.4 Avkastningskrav

I figur 11.3 kommer det klart frem at verdissetingen av FOE ASA er meget følsomt for endringer av avkastningskravet (WACC). I kapitel 9.3 ble netto finansielt gjeldskravet utregnet ved hjelp av kredittrisikopremie. Det gav en teoretisk WACC på 4.19 prosent, og hadde den verdien blitt benyttet hadde aksjekursen til FOE ASA i den fundamentale verdsettelsen ville det gitt en aksjekurs på ca 350 NOK.



Figur 11.3 Vekst i avkastningskrav

11.3.5 Oppsummering sensitivitetsanalyse

Basert på sensitivitetsanalysene som er utført driverne skattesats, terminal verdi og avkastningskravet kommer det klart frem at verdiesimatet i den fundamentale verdsettelsen er særdeles følsomt. Med kun små endringer av driverne vil dette ha stor innvirkning på den estimerte aksjekursen. Dette gjelder spesielt avkastningskravet og terminal verdien. Det er derfor viktig å være klar over følsomheten og at ved feil forutsetninger kan det enten øke- eller forringe aksjeverdien betraktelig.

11.4 Komparativ verdsettelse

For å verifisere den fundamentale verdsettelsen blir det utført en komparativ verdsettelse av FOE ASA. Teorien til komparativ verdsettelse er utledet i kapittel 4.2 er Den komparative verdsettelsen blir utført med følgende metode (A. Damodaran, 2012) i dette kapitlet

- Etablere et bransjeutvalg med sammenlignbare selskap
 - I kapittel 6.2 ble bransjeutvalget satt til å bestå av selskapene Northern Offshore, NADL, Songa offshore og Seadrill.
- Sette multiplikatorer. For denne verdsettelsen er følgende valgt:
 - Pris-Inntjening (P/E)
 - Pris-bok (P/B)
 - EV/EBITDA
- Beregne bransjesnittet fra hver enkel multiplikator, slik at den kan ganges med multiplikatoren til FOE ASA for verdsettelse

11.4.2 Pris-Inntjening (P/E)

Pris-Inntjening (P/E) multiplikator for bransjeutvalget presentert er presentert i tabell 11.2.

Bransjen:	Northern Offshore	Songa Offshore	Seadrill Limited	NADL
Markedspris pr aksje 07.05.2015.	2,96	1,61	101,30	1,46
Fortjeneste pr aksje	1,42	-0,32	63,91	0,27
P/E	2,08	-	1,59	5,41
Bransje snitt	3,03			

Tabell 11.2 Pris-Inntjening multiplikator bransje. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Som tabell 11.2 viser, er bransjeutvalget sitt snitt til P/E verdi 3,03, og det blir brukt i verdsettelsen av FOE ASA i tabell 11.3.

P/E verdsettelse av FOE ASA	
Bransje snitt P/E	3,03
Fortjeneste pr aksje	14,78
Aksjeverdi	44,72

Tabell 11.3 P/E multiplikator FOE ASA. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Fra tabell 11.3 gir P/E multiplikatoren en aksjeverdi på NOK 44,72 for FOE ASA.

11.4.3 Pris-bok (P/B)

Pris-bok (P/B) multiplikator for bransjeutvalget presentert er presentert i tabell 11.2.

Bransjen:	Northern Offshore	Songa Offshore	Seadrill Limited	NADL
Markedspris pr aksje 07.05.2015.	2,96	1,61	101,30	1,46
Bokført verdi EK pr aksje	10,27	8,99	148,56	1,87
P/B	0,29	0,18	0,68	0,78
Bransje snitt	0,48			

Tabell 11.4 Pris-bok (P/B) multiplikator bransje. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Som tabell 11.4 viser, er bransjeutvalget sitt snitt til P/E verdi 0,48, og det blir brukt i verdsettelsen av FOE ASA i tabell 11.3.

P/B verdsettelse av FOE ASA	
Bransje snitt P/B	0,48
Bokført verdi EK pr aksje	147,99
Aksjeverdi	71,40

Tabell 11.5 P/B multiplikator FOE ASA. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Fra tabell 11.5 gir P/E multiplikatoren en aksjeverdi på NOK 71,40 for FOE ASA.

11.4.4 EV/EBITDA

EV/EBITDA multiplikator for bransjeutvalget presentert er presentert i tabell 11.2. EBITDA er inntekter før skatt, renter, nedskrivninger og avskrivninger. EV/EBITDA multiplikatoren er populær blant meglerhusene da den har fordelen med en kan enkelt sammenligne selskap med ulik finansiering.

Bransjen:	Northern Offshore	Songa Offshore	Seadrill Limited	NADL
Markedspris pr aksje 07.05.2015.	2,96	1,61	101,30	1,46
EV (Enterprise Value)	380970,00	21780000,00	50017,77	2759,30
EBITDA	136440,00	1420000,00	16218,00	576,40
EV/EBITDA	2,79	15,34	3,08	4,79
Bransje snitt	6,50			

Tabell 11.6 EV/EBITDA multiplikator bransje. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Som tabell 11.6 viser, er bransjeutvalget sitt snitt til EV/EBITDA verdi 6,50, og det blir brukt i verdsettelsen av FOE ASA i tabell 11.7.

EV/EBITDA verdsettelse av FOE ASA	
Bransje snitt EV/EBITDA	6,50
EBITDA	3 253 122 704,70
Markedsverdi Gjeld	9 171 734 844,80
Kontanter	1 281 964 007,50
Utestående Aksjer	66 694 229
EV	21 146 486 127,72
Verdi EK	13 256 715 290
Aksjeverdi	198,7685515

Tabell 11.7 EV/EBITDA multiplikator FOE ASA. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

11.4.5 Oppsummering komparativ verdsettelse

Det er utført en komparativ verdsettelse av FOE ASA ved bruk av tre ulike multiplikatorer. For å kunne gjøre dette er det utregnet en snitt verdi av multiplikatorene fra bransjeutvalget som er brukt til å beregne verdien av aksjen til FOE ASA. Multiplikatorer vektet likt og er presentert i tabell 11.8

	P/E	P/B	EV/EBITDA
Bransjesnitt	3,03	0,48	6,50
Aksjeverdi FOE ASA	44,72	71,40	198,7685515
Vekt	33,33 %	33,33 %	33,33 %
Aksjeverdi FOE ASA	104,96		

Tabell 11.8 Vektet gjennomsnittlig verdi fra komparative verdsettelse av FOE ASA

Som tabell 11.8 viser blir den vektete gjennomsnitt aksjeverdien til FOE ASA 104,96 NOK, noe som er litt høyere enn verdien som ble utregnet fra den fundamentale verdsettelsen. Det kommer også frem av tabell 11.8 at verdsettingene ved hjelp av multiplikatorene varierte fra 44,72 NOK til 198,77 NOK, noe som er urovekkende stor avstand og gir stor grad av usikkerhet.

12. Konklusjon og handlingstrategi

Formålet med utredningen er å verdsette riggselskapet FOE ASA, for å finne ut om selskapet er riktig priset av markedet. Det har blitt utført en fundamental verdsettelse av FOE ASA med bruk av totalkapitalmetoden. Kjennetegnet på en fundamental verdsettelse er at den har dyptgående og har grundige analyser av de historiske regnskapene og strategiene og basert på dette utarbeides et fremtidsregnskap. I tillegg er det blitt utført en supplerende komparativ verdsettelse mot et bransjeutvalg for å sammenligne med den fundamentale verdsettelsen.

I den strategiske analysen av FOE ASA's kommer det frem at riggbransjen er syklisk og avhengig av makroøkonomiske forhold, og da spesielt oljeprisen. Riggbransjen er per i dag (våren 2015) i en nedgangskonjunktur grunnet lav oljepris og det har gjort at er overkapasitet av borerigger i markedet. Det er forventet at dette vil snu, men det er estimert at det vil gå en stund til før det stabilisere seg med forholdet mellom etterspørsel og tilbud av rigger på verdensbasis.

Fra lønnsomhetsanalysen ble FOE ASA vurdert opp mot den komparative bransjen gjennom analyseperioden fra 2005 til 2014. Det ble avdekket i analysen at FOE ASA har hatt en meget stabilt oppadgående trend gjennom hele perioden og en god utnyttelse av riggflåten i forhold til bransjeutvalget. For å få kontinuitet mellom prognosene og analysene, er det tatt utgangspunkt i lønnsomhetsanalysen og den strategiske analysen når fremtidsbudsjettet ble utarbeidet. I fremtidsprognosene ble det mest sannsynlige utfallet presentert, men det er usikkerhet knyttet til fremtidsprognosene både på kort- og lang sikt.

Det ble også utført en sensitivitetsanalyse på driverne skattesats, terminal verdi og avkastningskravet. Det kom klart frem at verdiesimatet til den fundamentale verdsettelsen er særdeles følsomt. Med kun små endringer av driverne vil dette har stor innvirkning på den estimerte aksjekursen og derfor er driverne potensielle feilkilder.

For å estimere aksjekursen for FOE ASA blir den fundamentale verdsettelsen vektet med $\frac{3}{4}$ og den komparative verdsettelsen med $\frac{1}{4}$, noe som gir en aksjekurs på 94,85 NOK. Verdsettelsen i utredningen er da 31,8 prosent høyere enn dagens aksjekurs (15.05.2015) på 71,95 NOK.

Det blir på denne bakgrunnen konkludert med en kjøpsanbefaling av FOE ASA sine aksjer.

Kildeliste

Bøker

- Bodie, Z., Marcus, A. J., & Kane, A. (2014). *Investments* (10th global ed. ed.). Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* ([Ny utg.] ed.). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Damodaran, A. (2011a). *Applied corporate finance* (3rd ed. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Damodaran, A. (2011b). *Damodaran on Valuation* Wiley Finance,
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, University Edition: Wiley.*
- Hill, C. W. L., & Jones, G. R. (2007). *Strategic management theory : an integrated approach* (7th ed. ed.). Boston, Mass: Houghton Mifflin.
- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, D. R. (2012). *Strategic management : competitiveness & globalization* (10th ed. ed.). Mason: South-Western Cengage Learning.
- Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2001). *Ekspansjon : strategi for forretningsutvikling*
- Johnsen, A., Kvaal, E., & Norge. (1999). *Regnskapsloven : kommentarer til lov av 17. juli 1998 nr 56 om årsregnskap m.v.* Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Kaiser, M. J., Snyder, B. F., & SpringerLink. (*The Offshore Drilling Industry and Rig Construction in the Gulf of Mexico* Lecture Notes in Energy, Vol. 8.
- Kinserdal, A., & Norge. (2005). *Finansregnskap med analyse* (13. utg. ed.). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Koller, T. (2015). *Valuation : measuring and managing the value of companies* (6th ed. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Palepu, K. G., & Healy, P. M. (2013). *Business analysis & valuation : using financial statements* (5th ed. ed.). Australia: Cengage.
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed., International ed. ed.). New York: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harv. Bus. Rev.*, 86(1), 78-+.
- Porter, M. E. (2008). *On competition* (Updated and expanded ed. ed.). Boston: Harvard Business School Publ. Corp.
- Roos, G. (2014). *Strategi : en innføring* (6. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Sverre, D. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans*, 21(01), 43-52.
- Tellefsen, J. T., & Langli, J. C. (2005). *Årsregnskapet* (8. utg. ed.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Thoresen, O. (2011). *Verdsettelse av aksjer : en fullstendig introduksjon til kunsten å verdsette aksjeselskaper med hendige tips, verdivurderingsverktøy og praktiske eksempler* (Ny rev. utg. ed.). Oslo: Hegnar media.
- Titman, S., & Martin, J. D. (2014). *Valuation : the art and science of corporate investment decisions* Always learning,

Elektroniske rapporter

Pareto-Securities. (2015). Rig Weekly Equity Research 11 May 2015

Swedbank. (2015). Oil market update 02 februar 2015. *Supply and demand show USD 50 oil is not sustainable.*

Danske markets equities (April 2015). Equity Research. Fred Olsen Energy ASA.

Årsrapporter

www.fredolsen-energy.com. (2015). Års- og kvartalsrapporter

www.nadlcorp.com. (2015). Årsrapporter

www.northernoffshorelimited.com. (2015). Årsrapporter

www.seadrill.com. (2015). Årsrapporter

www.songaoffshore.com. (2015). Årsrapporter

Nettsider

www.maerskdrilling.com. (2015). The drilling industry

www.fredolsen.no. (2015). Fred Olsen og Co historie

www.norges-bank.no. (2015)

www.platou.com. (2014). Prisutvikling på nybygg.

www.rigzone.com. (2015). Rigger fordelt etter operatør og utnyttelsesgrad

www.euroinvestor.no. (2015). Pris på Brent Oil

www.finance.yahoo.com. (2015). Verdier til komparativ sammenligning av bransjeutvalget

www.oslobors.no. (2015)

Forelesningsnotater

Knivsflå, K. H. (2014). BUS440/MRR413A REKNESKAPSANALYSE OG VERDIVURDERING
Forelesningsnotater. NHH, Bergen.

Tabelloversikt

Tabell 2.1 Rigger fordelt etter operatør og utnyttelsesgrad. Kilde (www.rigzone.com, 2015)

Tabell 3.1 Oversikt over riggflåten til FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 3.2 Kontraktoversikt for flåten til FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 3.3 Oversikt over hovedaksjonærer i FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 5.1 Ekstern analyse, Porters fem krefter

Tabell 5.2: SVIMA testen. Kilde (Jakobsen & Lien, 2001)

Tabell 6.1 Resultatregnskapet for FOE ASA Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 6.2 Balanse for FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 6.3 Endring egenkapital for FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 6.4 Nettoresultat, kongruensbrudd/dirty surplus. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 6.5 Årlige driftsskattesats. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 6.6 Unormalt netto driftsresultat Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 6.7 Unormalt netto finansresultat. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 6.8 Omgrupperte poster til netto driftskapital balanse

Tabell 6.9 Omgruppert og normalisert driftsresultat for FOE ASA

Tabell 6.10 Omgruppert balanse for FOE ASA

Tabell 7.1 Historisk risikofri rente. Kilde (www.norges-bank.no, 2015)

Tabell 7.2 Justert beta til bransjen. Kilde (www.finance.yahoo.com, 2015)

Tabell 7.3 Årlig avkastningskrav til egenkapitalen for FOE ASA

Tabell 7.4 Årlig Netto finansielt gjeldskrav for FOE ASA

Tabell 7.5 Årlig netto driftskrav for FOE ASA

Tabell 8.1 Netto driftsrentabilitet (ndr) for FOE ASA

Tabell 9.1 Kapitalstruktur

Tabell 9.2 Standard & Poors ratingklasser. Kilde (Knivsflå, 2014)

Tabell 10.1 Kontraktstatus på riggflåten til FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 10.2 Utvikling av onde for FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Tabell 10.3 Driftsrelatert kontantstrøm etter skatt

Verdivurdering av Fred Olsen Energy ASA

Tabell 11.1 FOE ASA's markedsverdi pr. aksje

Tabell 11.2 Pris-Inntjening multiplikator bransje. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Tabell 11.3 P/E multiplikator FOE ASA. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Tabell 11.4 Pris-bok (P/B) multiplikator bransje. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Tabell 11.5 P/B multiplikator FOE ASA. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Tabell 11.6 EV/EBITDA multiplikator bransje. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Tabell 11.7 EV/EBITDA multiplikator FOE ASA. Kilde (Pareto-Securities, 2015)

Tabell 11.8 Vektet gjennomsnittlig verdi fra komparative verdsettelse av FOE ASA

Figuroversikt

Figur 1.1 Verdikjede olje og gass. Kilde (www.maerskdrilling.com, 2015)

Figur 1.2 Ulike riggtyper. Kilde (www.nadlcorp.com, 2015)

Figur 3.1 Utbyttehistorikk for FOE ASA. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 4.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse. Kilde (Penman, 2013)

Figur 4.2 Rammeverk for verdsettelse. Kilde (Penman, 2013)

Figur 5.1 Landrigger i USA. Kilde (Swedbank, 2015)

Figur 5.2 Pris per fat utvikling over 5 års periode (Brent Spot), kilde (www.euroinvestor.no, 2015)

Figur 5.3 Tilbud og etterspørsel av olje. Kilde (Swedbank, 2015)

Figur 5.4 Aktive rigger og etterspørselen etter rigger. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 5.5 Porters fem krefter analyse, Kilde (M. E. Porter, 2008)

Figur 5.6 Prisutvikling på nybygg. Kilde (www.platou.com, 2014)

Figur 5.7 Snittalder på riggflåte per selskap

Figur 5.8 SWOT-analyse Kilde (Roos, 2014)

Figur 7.1 Månedlig avkastning, FOE og OSEBX. Kilde (www.oslobors.no, 2015)

Figur 6.1 Rammeverk for regnskapsanalyse. Kilde (Penman, 2013)

Figur 8.1 Netto driftsrentabilitet (ndr) for FOE ASA

Figur 8.2 Driftsinntekter bransjeutvalget

Figur 8.3 Relativ endring av driftsinntekter i bransjeutvalget

Figur 8.4 Driftsresultat bransjeutvalg

Figur 10.1 Rammeverk for fremtidsregnskap. Kilde (Penman, 2013)

Figur 10.2 Antatt riggflåten til FOE ASA frem til 2020. Kilde (www.danskemarketsecurities.com, April 2015)

Figur 10.3 Områder hvor FOE ASA rigger operer i verden. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.4 Kontraktsfestede inntekter. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.5 Historisk dagratenivå på dypvanns borerigger. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.6 Blackford Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.7 Belford Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.8 Bolette Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Verdivurdering av Fred Olsen Energy ASA

Figur 10.9 Bollsta Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.10 Historisk dagratenivå på norsk sektor. Kilde (www.danskemarketsecurities.com, April 2015)

Figur 10.11 Bideford Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.12 Borgland Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.13 Bredford Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.14 Historisk dagratenivå på britisk sektor. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.15 Byford Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.16 Borgholm Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.17 Borgsten Dolphin. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.18 Estimat på total fremtidig driftsinntekter for FOE ASA

Figur 10.19 Prognose på lønn og personalkostnader

Figur 10.20 Prognose for avskrivninger/nedskrivningene

Figur 10.21 Prognose for andre driftskostnader

Figur 10.22 Historisk effektiv skattesats

Figur 10.23 Utvikling Onde. Kilde (www.fredolsen-energy.com, 2015)

Figur 10.24 Prognose omløp netto driftseiendeler

Figur 11.1 Driftskattens påvirkning på verdiestimatet

Figur 11.2 Vekst i terminal verdi

Figur 11.3 Vekst i avkastningskrav