

Studieprogram: Masteroppgave i økonomi og administrasjon – MØAHOV

Fakultet: Det samfunnsvitenskapelige fakultet



Verdsettelse av Seadrill Limited - Finnes det en John Fredriksen premie i aksjemarkedet?

Av

Christer Voll & Tom-André Huseby

Veileder: Bård Misund

Sammendrag

Denne masterutredningen foretar en verdsettelse av Seadrill Limited og undersøker om det finnes en personspesifikk premie knyttet til John Fredriksen i aksjemarkedet.

Utredningen verdsetter Seadrill Limited ved hjelp av en fundamental, relativ og NAV verdsettelse. Den fundamentale verdsettelsen støttes opp av en makro- og regnskapsanalyse. Den fundamentale verdsettelsen vektet tyngst i utredningen og priser Seadrill Limited til 194,87 kr per aksje.

I kapittel 8 forsøker vi å avdekke en personspesifikk premie til John Fredriksen i aksjemarkedet. Årsaken til dette er fordi Fredriksen kontrollerte selskaper har høyere aksjeavkastning enn konkurrerende selskaper. Resultatene fra denne analysen er ikke konkluderende, men antyder at god avkastning på eiendelene er én av årsakene.

På bakgrunn av denne utredningen har vi en nøytral/hold investeringsanbefaling på Seadrill, men anser Fredriksen selskaper generelt som attraktive investeringsobjekter.

Forord

Denne utredningen er en avsluttende del av vårt masterstudie i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Vi har begge anvendt finans som hovedprofil og makroøkonomi som sideprofil i vår utdanning. Allerede første året av masterutdannelsen bestemte vi oss for å utføre en verdsettelse i masterutredningen. I desember 2010 tok vi kontakt med sjefsanalytiker Frank Harestad i Pareto Securities Stavanger, fordi vi ønsket å anvende teorien fra studiene på en praktisk måte. Vi ønsket å verdsette et selskap som byr på utfordringer og Frank Harestad foreslo en verdsettelse av Seadrill Limited. Vi hadde lite forkunnskaper om Seadrill og boreindustrien. Oppgaven har derfor vært krevende.

En av utfordringene med oppgaven har vært å fornorske engelske ord og uttrykk. Vi har besluttet å beholde flere engelske ord i mangel på norske alternativer. I etterkant ser vi at det kunne vært hensiktsmessig å skrive oppgaven på engelsk.

Vi ønsker å takke Frank Harestad og Pareto Securities som har vært behjelpelige med data og veiledning underveis i oppgaveskrivingen. Vi ønsker også å takke vår veileder Bård Misund for konstruktive tilbakemeldinger, veiledning og hjelp i slutføringen av oppgaven.

Stavanger, juni 2011.

Tom-André Huseby

Christer Voll

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord.....	3
1. Innledning	7
1.1. Problemstilling	7
1.2. Struktur på oppgaven	8
1.3. Avgrensninger	9
2. Offshore & rigg bransjen.....	10
2.1. Presentasjon av de ulike riggetypene	10
2.1.1. Bunnstøttede enheter (Bottom-Supported Units)	11
2.1.2. Flytere	12
2.2. Geografiske inndelinger	13
2.2.1. Den norske kontinentale sokkel.....	14
2.2.2. Mexicogulfen.....	14
2.2.3. Sør-Amerika	15
2.2.4. Vest-Afrika.....	16
2.2.5. Øst-Afrika	16
2.2.6. Indonesia & Sørøst-Asia	17
3. Seadrill Limited.....	17
3.1. Historikk	17
3.2. Aksjekurs utvikling	19
3.3. Dividende	20
3.4. Organisasjonen	21
3.5. Flåten	23
3.6. Oppsummering	25
4. Makroanalyse.....	26
4.1. Nøkkeldrivere.....	26
4.1.1. Oljepris	26
4.1.2. E&P investeringer.....	32
4.2. Riggsegmentene.....	35

4.2.1. Jack-up	37
4.2.2. Dypvann & ultra-dypvannsegmentet.....	40
4.2.3. Flytere & mellomdypt vann	43
4.3. Oppsummering makroanalyse	44
5. Regnskapsanalyse	46
5.1. Rammeverk og forutsetninger	46
5.1.1. Omgruppering.....	47
5.1.2. Målefeil	50
5.1.3. Likviditetsanalyse	51
5.1.4. Soliditetsanalyse	52
5.1.5. Syntetisk rating	53
5.1.6. Lønnsomhetsanalyse.....	54
5.1.7. Historisk avkastningskrav.....	55
5.2. Historiske resultatregnskap og balanser.....	57
5.2.1. Omgruppering av historisk resultatregnskap og balanse	61
5.2.2. Likviditetsanalyse av Seadrill.....	71
5.2.3. Soliditetsanalyse av Seadrill	75
5.2.4. Syntetisk rating	79
5.2.4. Lønnsomhetsanalyse.....	80
5.2.5. Trendanalyse	88
5.3. Regnskapsanalysens betydning for verdsettelsen	90
6. Rammeverk for verdsettelsen av Seadrill Limited.	91
6.1. Neddiskontert kontantstrømanalyse.....	91
6.1.1. Terminalverdi	92
6.2. Relativ verdsettelse.....	93
6.2.1. Price/Earnings	94
6.2.2. EV/EBITDA.....	95
6.2.3. Pris/Salg.....	95
6.3. Net Asset Value	96
7. Verdsettelse av Seadrill Limited.....	98
7.1. Fundamental verdsettelse	98

7.1.1. Forutsetninger i den fundamentale verdsettelsen	98
7.1.2. Avkastningskravet	103
7.1.3. Vekstrate	105
7.1.4. Resultater fra FCFF analysen.....	106
7.1.5. Sensitivitetsanalyse	110
7.2. Relativ verdsettelse.....	112
7.2.1. Oppsummering relativ verdsettelse	119
7.3. Net Asset Value	120
7.4. Oppsummering av verdsettelsen	121
8. Fredriksen effekter.....	122
8.1. Kapitalstruktur	123
8.2. Lønnsomhetstall.....	125
8.3. Utbytte	128
8.4. Rammeverk for regresjonsanalysen	129
8.5. Regresjonsanalyse.....	131
8.5.1. Datasettet	131
8.5.2. Målet med analysen.....	132
8.6. Oppsummering Fredriksen effekter.....	134
9. Konklusjon.....	137
Hva er den virkelige verdien på egenkapitalen til Seadrill?.....	137
Finnes det en personspeifikk premie knyttet til John Fredriksen i aksjemarkedet?.....	137
Investeringsanbefaling	137
Litteraturliste	138
Figurliste.....	142
Vedlegg	145

1. Innledning

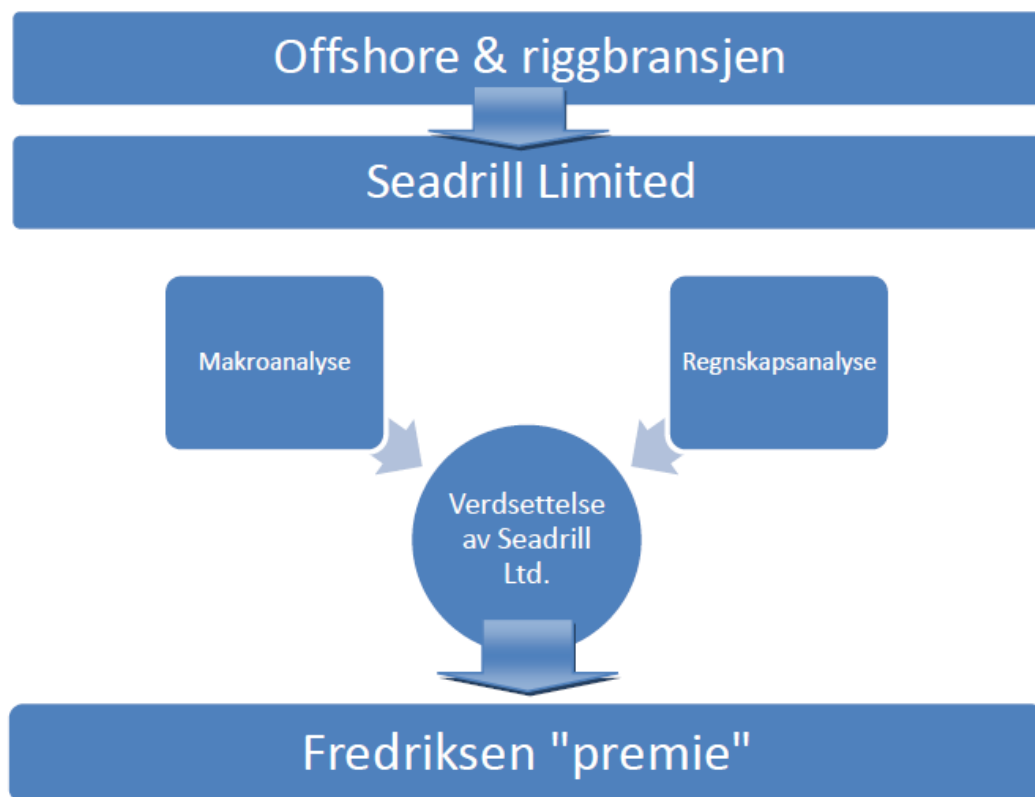
1.1. Problemstilling

Analytiker Frank Harestad i Pareto Securities anbefalte oss i desember 2010 å foreta en verdivurdering av Seadrill Limited. I følge Harestad er Seadrill høyere priset på flere parametere enn sammenlignbare selskaper. Dette er også tilfelle for mange andre selskaper kontrollert av hovedaksjonær John Fredriksen. Dette danner grunnlaget for problemstillingen i vår masteroppgave. Problemstillingen stiller følgende spørsmål:

- *Hva er egenkapitalverdien til Seadrill?*
- *Eksisterer det en personspesifikk premie knyttet til John Fredriksen i aksjemarkedet?*

1.2. Struktur på oppgaven

I figur 1 viser vi den overordnede strukturen på oppgaven og hvordan hvert kapittel er hensiktsmessig for oppgaven.



Figur 1: Strukturen på oppgaven.

Oppgaven starter med å presentere de ulike riggtypene for offshorebransjen. Vi har valgt å presentere de ulike riggtypene først fordi det er elementært for forståelsen av oppgaven. Videre vil vi gi en kort utredning rundt de geografiske områdene Seadrill er eksponert mot. I kapitlet om Seadrill Limited gjengir oppgaven selskapets historikk og generell informasjon. Dette kapitlet beskriver også organisasjonen og flåten til Seadrill.

Makroanalysen og regnskapsanalysen er et ledd i verdsettelsen av Seadrill. Den fremtidige kontantstrømmen til selskapet påvirkes av konjunkturer i riggsektoren. Makroanalysen danner grunnlaget for våre estimater når det gjelder fremtidige dagrater og våre forutsetninger i den

fundamentale verdsettelsen. I regnskapsanalysen beregner vi ulike nøkkeltall som benyttes videre i verdsettelsen. Noen av disse nøkkeltallene inngår i beregningen av avkastningskravet til totalkapitalen. Denne delen av oppgaven vil også blant annet avdekke historisk utvikling i lønnsomhet sammenlignet mot et bransjeutvalg.

Vi bruker tre ulike verdsettelsesmodeller for å verdsette egenkapitalen til Seadrill. Disse modellene er fundamental, relativ og Net Asset Value verdsettelse. Verdsettelsesmetodene vil også gi en indikasjon på om Seadrill er over- eller underpriset. Vi har også inkludert en sensitivitetsanalyse for de mest kritiske variablene i den fundamentale verdsettelsen.

I den siste delen av oppgaven tar vi for oss 4 Fredriksen kontrollerte selskaper og sammenligner lønnsomhetstall mot 20 sammenlignbare selskaper. Denne sammenligningen samt regresjonsanalyser vil prøve å avdekke en personspeifikk John Fredriksen premie i aksjemarkedet. Dersom vi avdekker en Fredriksen premie i aksjemarkedet vil vårt kursmål på Seadrill Limited bestå av resultatet fra verdsettelsen justert for en eventuell premie. Oppgaven avslutter med en investeringsanbefaling for investorer.

1.3. Avgrensninger

Studenter som har gjennomført masterstudiet i økonomi og administrasjon har gjort en rekke verdsettelser gjennom årene. Tradisjonelt benyttes en "oppskrift" som blant annet inkluderer Porters 5-forces, VRIO og SWOT analyser. Vi har bevisst utelatt en "slavisk" strategisk analyse, fordi vi føler den inneholder overflødig informasjon. Årsaken til dette er at disse modellene i utgangspunktet er utviklet som et verktøy for interne analyser. Vi har i stedet tatt for oss fundamentale drivere og faktorer som er viktige for Seadrill underveis i oppgaven, og forklart avgrensninger der det er nødvendig.

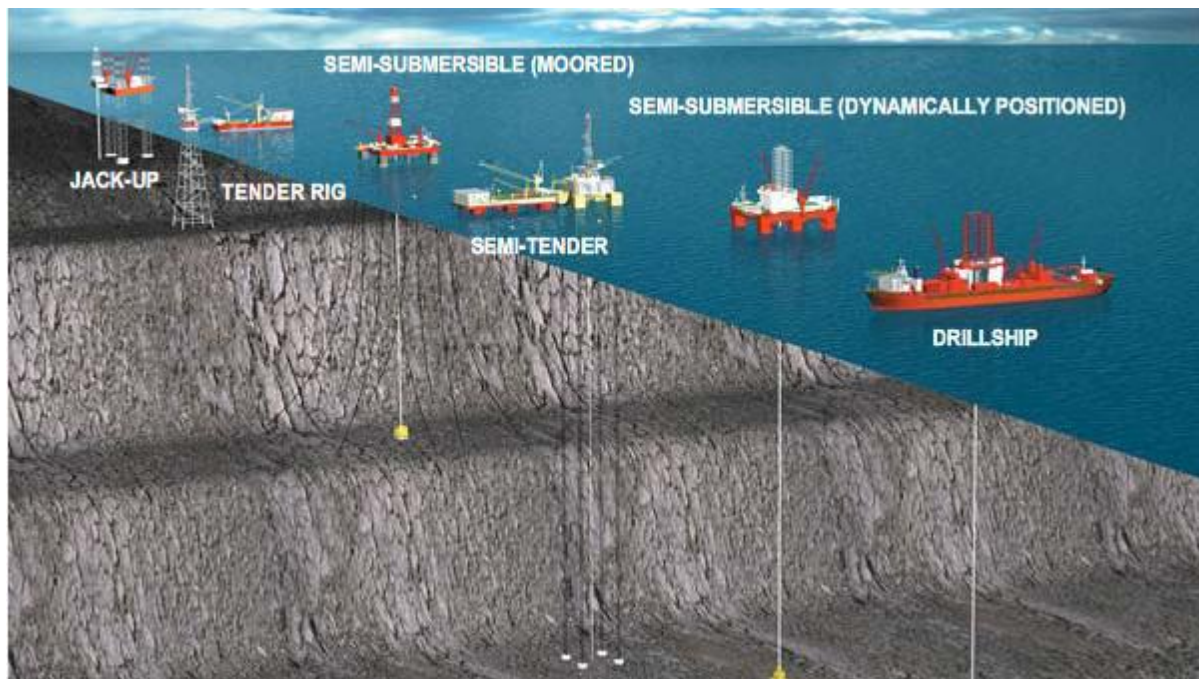
Vi besluttet i midten av april å stoppe innhenting av ny informasjon til oppgaven. Oppgaven tar ikke hensyn til Seadrill sin utskillelse av North Atlantic Drilling.

2. Offshore & rigg bransjen

Når oljeselskapene skal lete etter olje og gass, samt utvikle funn, har de behov for borerigger. Mye av arbeidet er av en karakter som gjør at det er behov for en boreinnretning på samme sted i et begrenset tidsrom. Ved slike situasjoner vil det være lite hensiktsmessig samt kostbart å benytte permanente innretninger. Dette medfører at olje og gass selskaper har behov for å leie inn mobile rigger.

2.1. Presentasjon av de ulike riggtypene

Onshorerigger varierer lite i design, men størrelse er en essensiell faktor. Offshoreriggens utseende kan variere veldig, og gir en god indikator på kapasitet. Den største forskjellen mellom offshoreriggene er hvorvidt de kan flytte, står på fast bunn, eller hvor dypt riggene kan operere. Figur 2 viser hvilke typer rigger Seadrill har, og den operasjonelle vanndybden.



Figur 2: Seadrill sine ulike riggtyper. Kilde: Seadrill, 2011 a.

2.1.1. Bunnstøttede enheter (Bottom-Supported Units)

Det er to typer drillenheter som kommer i kontakt med havbunnen ved boreoperasjoner. Den første typen er nedsenkbare rigger, som også går under navnet submersibles. Den andre typen er bunnstøttede rigger, som er oppjekkable rigger (jack-up) som hviler på havbunnen ved hjelp av ben. Jack-up riggene er den mest brukte av de bunnstøttede enhetene.

Jack-up rigger

Jack-up rigger er mobile, oppjekkable plattformer utstyrt med rørformet ben som senkes ned til havbunnen. En taubåt sleper en jack-up rigg til borestedet som et fartøy, med skroget flytende på havoverflaten og benene hevet. På borestedet senkes benene helt til de treffer havbunnen, og til skroget er hevet over havoverflaten. Historisk har denne type offshorerigg vært den mest brukte, med tanke på at olje og gass søk har vært gjort på relativt grunt vann. Jack-up riggene opererer primært på vanddybder mellom 150-350 fot. Styrken til disse riggene er at de er stabile og tåler hardt vær. Den største jack-up operatøren per dags dato er Transocean med 14 % andel av markedet, mot Seadrill sine 4,5 %.

Jack-up segmentet er todelt, i form av gamle og nye moderne rigger. Den største fordelene med de nyeste jack-upene er at de har egenskapen til å flytte boredekket. Denne egenskapen medfører at flere brønner kan bores, uten at riggen må flyttes. De aller største jack-upene (ultra premium jack-ups) kan operere ved vanddybder fra 350-450 fot, og kan bore hull så dypt som 40,000 fot (Pareto Securities, 2010).

Lekterrigger

Selvreisende lekterrigger, også kalt tenderrigger, tillater boreoperasjoner uten behov for en permanent installert borepakke. Lekterriggene består av en boreplattform og en leker. Boreoperasjoner støttes av innretninger på lekteren, herunder oppbevaring av boreutstyr, kraftproduksjon for å kjøre boreutstyr, kompletteringsutstyr, boligkvarter og helikopterdekk. Lekterriggen er fortøyd ved plattformen hvor brønnen skal bores, og en modulærisert borepakke løftes på boreplattformen.

Lekterriggene opererer på relativt grunt vann, normalt 400 fot. Seadrill besitter 6 stykk av denne type rigger, hvor alle er på kontrakter i Asia. Lekterrigger har ikke ballastkontroll og beveger seg i takt med havet. Denne ustabiliteten gjør at tenderrigger ikke kan operere på dypt vann. Det eksisterer også lekterrigger av typen semi-tender. Semi-tenderrigger er halvt nedsenkbare rigger og gjør at disse riggene kan operere i tøffere vær og på dypere vann (Seadrill, 2011 a).

Halvt nedsenkbare rigger (fortøyde)

Halvt nedsenkbare rigger går også under navnet semi-submersible er fortøyde på havbunnen. Disse består av et dekk som inneholder arbeidsområder og boligkvarter, støttet av et skrog i vertikale kolonner knyttet til horisontale pongtonger. Slike rigger opererer i en "halvt nedsenket" posisjon, med det nederste skroget under vannlinjen. Forankret over et brønnhode gir dette en stabil plattform for boring. Denne type rigger opererer på ca. 1000 fots vanndybde.

2.1.2. Flytere

På samme måte som bunnstøttede enheter, kan vi dele inn flyterne i to hovedkategorier.

Boreskip og halvt nedsenkbare.

Boreskip

Boreskip har muligheten til å bore i svært dypt vann og er den mest mobile borreenheten. Et boreskip er uavhengig av andre enheter og installasjoner for å bore etter olje og gass. Disse skipene er derfor godt egnet til prøveboring/leting og kan flyttes mellom ulike olje og gassfelt på en rask måte. Flere av skipene er utstyrt med et såkalt "Dynamic Positioning system" (DP). Dette er et posisjonssystem som bruker skipets motorer til å holde en fast posisjon under boring. Boreskip er også den borre installasjonen som kan bore i dypest vann. West Vela, et SDRL eid skip, kan operere i vanndybder opp til 12 000 fot og borer brønner ned til 40 000 fot. I tillegg har boreskipene fordelen med at de kan ha en tank for oppbevaring av utvinnet olje.

Halvt nedsenkbare rigger

Halvt nedsenkbare rigger, går også under navnet semi-submersibles. Denne type rigg hviler på flytelementer, som tilpasses og justeres etter hvor mye riggen veier. Flytelementene ligger så dypt i vannet at de ikke påvirkes av bølgeaktivitet. Dette gjør at semi-submersibles er stabile, selv i røff sjø. Stabiliteten gjør at riggen kan operere i ultradypt vann (UDW), dvs. vanndybder over 7500 fot. Flere semi-submersibles opererer på vanndybder opp til 10 000 fot, men det finnes nyere rigger som er ment for dybder ned til 12 000 fot.

2.2. Geografiske inndelinger

Dette kapittelet vil ta for seg de geografiske områdene Seadrill opererer i (se figur 3). Fokuset vil være på risiko og hvilken betydning de respektive regionene vil ha på oljesektoren i fremtiden.



Figur 3: Geografiske områder Seadrill opererer. Kilde: Seadrill, 2011 b.

2.2.1. Den norske kontinentale sokkel

Det har vært leting og produksjon i Nordsjøen i ca. 40 år. De siste årene har riktignok produksjonen vært avtagende, noe som har vært forventet. Nordsjøen befinner seg på grunt territorium, da gjennomsnittlig vanndybde er ca. 300 fot. I den nordlige delen på norsk sokkel, hvor den høyeste aktiviteten er per dags dato, er det langt mer krevende å utføre produksjon. Dette skyldes flere områder med vanndybder på 1000 fot, i tillegg til langt mer utfordrende værforhold. Nylig gjorde Statoil ett stort funn på Skrugard feltet i Barentshavet som viste seg å være det største på norsk sokkel i løpet av de siste 10 årene. Dette funnet, med flere, vil trolig medføre at norsk kontinentalsokkel vil bli sett på som meget attraktiv på kort sikt. I tillegg bør det trekkes frem at den norske stat har lagt til rette for subsidier ved leting gjennom skatteinsentiver.

2.2.2. Mexicogulfen

Siden 1950 har det vært høy aktivitet i Mexicogulfen hvor de fleste funnene har vært på grunt vann. De siste årene er det derimot gjort en rekke store dypvannsfunn. Riktignok har utfordringene vært mange i dette område med tanke på flere store miljøkatastrofer, og BP Amoco¹ ulykken sommeren 2010 som medførte at Mexicogulfen ble stengt for all leting og produksjon. Foruten de store funnene som er gjort, er dette ett område som er meget attraktivt for oljeselskapene. En av årsakene er stabile politiske forhold, samt et gunstig skatteregime. Tabell 1 rangerer utvinningspotensialet som ligger i Mexicogulfen, og øvrige regioner Seadrill opererer i.

¹ Tidligere British Petroleum (BP)

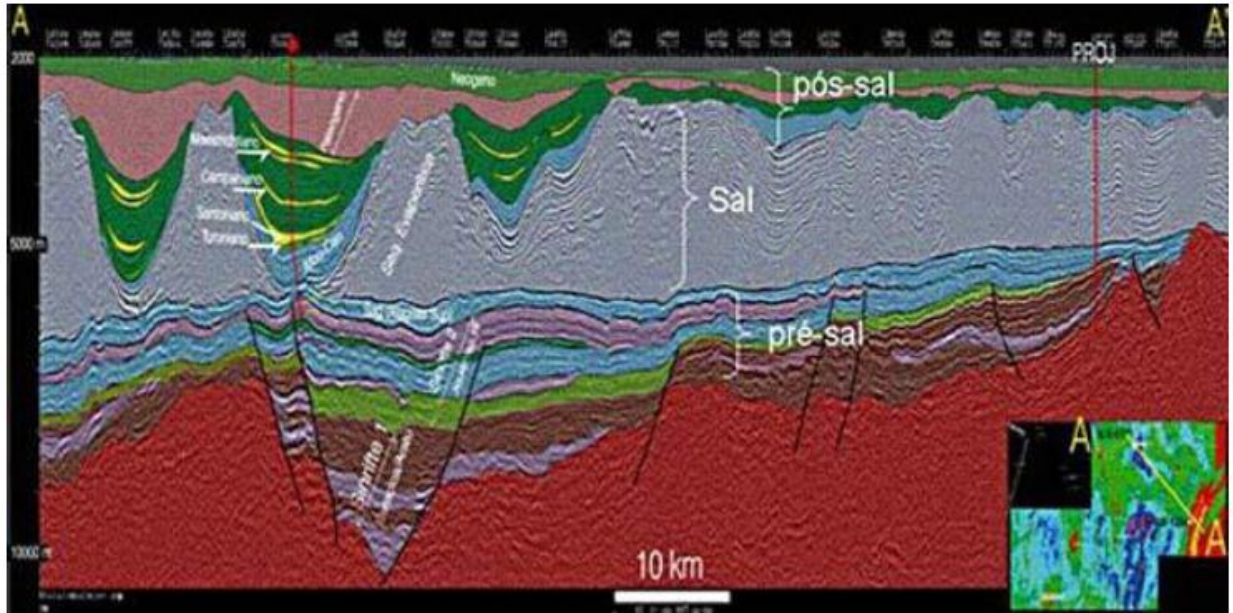
Unrisked Exploration and Value by Region/Country

Geography	Total Unrisked Reserves (mmboe)	Total Unrisked Value (\$MM)
West Africa	16,169	\$100,520
Brazil, other S. America, Caribbean	16,122	\$96,736
Australia and New Zealand	11,647	\$32,422
India and Pakistan	9,950	\$25,637
Indonesia	6,650	\$13,514
GoM	5,595	\$41,078
Greenland and Arctic	5,500	\$10,424
North and East Africa	4,808	\$18,983
Mediterranean Sea	3,417	\$9,317
Guyana, Suriname, French Guiana	2,796	\$28,686
NW Europe	2,400	\$23,036
Black Sea	1,500	\$9,000
SE Asia	1,339	\$5,765
Caspian Sea	500	\$3,000
Total	88,393	\$418,117
Total ex-GoM	82,798	\$377,039

Tabell 1: Potensielle oljereserver. Kilde: Morgan Stanley, 2010 a.

2.2.3. Sør-Amerika

I 2006 ble det gjort et av de største globale funnene over de siste ti årene utenfor Brasil (Santos, Campos og Espiritu Santo). Morgan Stanley estimerer i 4.kvartal 2010 at 12 milliarder fat oljeekvivalenter kan utvinnes ved utgangen av 2011. Funnene utenfor Brasil er ventet å være en viktig driver for oljesektoren i mange år fremover. Primærrisiko og utfordring i dette område er den komplekse geologien og at funnene er dype. Figuren på neste side viser hvilken type geologi som må overvinnes på brasiliansk sokkel.



Figur 4: Utfordringen ved å bore på dypt vann og hva slags geologi som må overvannes.

Kilde: Pareto Securities, 2011.

2.2.4. Vest-Afrika

Ifølge Morgan Stanley har vestkysten til Afrika det største potensialet, og vil trolig være blant de viktigste driverne for etterspørselen etter leting og produksjonsaktiviteter (E&P²). Det er flere risikofaktorer og utfordringer som bør overveies i denne regionen, spesielt med tanke på korrupsjon og politiske spenninger. I tillegg er de fleste funnene på dypt vann, og har den samme komplekse geologien som feltene i Brasil.

2.2.5. Øst-Afrika

I løpet av 2011 er det ventet at det skal bores flere letebrønner utenfor Tanzania, Mosambik og Madagaskar. Det er hovedsakelig funn av gass som er gjort i denne regionen. Her er de største utfordringene den begrensede eller fraværende infrastrukturen. Dette kan med medføre store investeringer (CAPEX³), spesielt for Liquefied Natural Gas (LNG) sektoren.

² Exploration & Production

³ Capital Expenditure (investeringer i anleggsmidler).

2.2.6. Indonesia & Sørøst-Asia

Det har vært velkjent i mange år at det eksisterer store mengder gass, og noe olje i Sørøst-Asia. Riktignok har det vært problemer med utvinning på grunn av korruperte politikere og politisk ustabilitet. I nyere tid er det blitt aktuelt å gjenoppta leting og produksjon (E&P). Det er derfor planlagt en rekke letebrønner i nærmeste fremtid. Primærrisikoen i dette område er den komplekse geologien.

3. Seadrill Limited

Seadrill Limited (SDRL) er et Bermuda basert selskap kontrollert av hovedaksjonær og styreformann John Fredriksen. Etter oppstarten har Seadrill vist en formidabel vekst. Denne veksten har hovedsakelig skjedd gjennom oppkjøp av konkurrenter og nyinvesteringer. I dag er Seadrill den 2. største aktøren i ultra-dypvannsegmentet (UDW), et segment som har de høyeste dagratene og sterkeste vekst. Dette gir lovende fremtidsutsikter for Seadrill, med tanke på at de har den nyeste og mest moderne riggflåten i verden. Flåten utgjør 56 offshore borerigger og selskapet er den 3. største boreoperatøren i verden. Seadrill er notert på Oslo Børs og New York Stock Exchange, og har 9300 ansatte fordelt på 50 forskjellige land.

3.1. Historikk

Seadrill Limited (SDRL) ble dannet i Praha 10.mai 2005, og er en samling av John Fredriksen sine oppjekkable borerigger og oljeproduksjonsskip. Flåten bestod av 3 jack-up rigger, to FPSOs⁴, fire nye oppjekkable rigger (jack-up), og to nye halvt nedsenkbare rigger (semi-submersibles). Visjonen til Fredriksen var å skape en større enhet i boreindustrien.

Etter oppstarten i 2005 har SDRL sikret seg selskaper som Odfjell Invest, Eastern Drilling, Smedvig, Mosvold Offshore, Dyvi Offshore og Robray Offshore. I oktober 2005 ble Seadrill

⁴ Floating Production Storage and Offloading enhet.

notert på Oslo Børs, under tickeren SDRL , for å få frisk kapital inn i selskapet. I 2010 ble selskapet notert på New York Stock Exchange. Selskapet har også realisert gevinster gjennom kjøp og salg av eiendeler i Ocean Rig, Aker Drilling, Apexindo og Prata Duka. Fredriksen gjorde også et fremstøt for å sikre seg riggselskapet Petrojack, men måtte gi tapt. Oppkjøpet av Scorpion Offshore ble gjennomført i slutten av 2010, et selskap de tidligere eide 40,1 % av. Finansiering kom fra deler av en 1,9 milliarder kroners emisjon SDRL gjennomførte april 2010.

I 2008 inngikk SDRL en gigantavtale verdt 4,1 milliarder dollar med Petrobras i Brasil. Etter avtalen ble inngått ble det bestilt 4 nye jack-up rigger og 2 semi-submersibles. Dette er den 16. nyinvesteringen siden stiftelsen av selskapet. I 2008 ble også UDW boreskipene West Polaris og West Capella levert.

Frem til 2010 har selskapet fått levert flere nye dypvannsenheter og har samtidig kvittet seg med blant annet jack-up riggen West Ceres og West Atlas.

Changing values of offshore rigs 1992-2010 (USD x 1 million)

	Dec 1992	Dec 2005	Dec 2006	Dec 2007	Dec 2008	Dec 2009	Sep 2010	Oct 2010
Jackups built after 1980								
150 feet ind cantilever	3	35	35	40	40	13	13	13
200 feet mat cantilever	6	50	50	55	50	21	21	20
250 feet mat slot	1	40	40	45	45	17	17	15
250 feet ind cantilever	12-15	75	75	100	95	55	45	45
300 feet ind cant international	18	90	90	130	130	90	60	60
300 feet ind cant N. Sea	25	100	100	150	145	100	95	90
New 350 feet IC	N/A	150	150	210	205	160	170	180
Semisubmersibles								
Aker H-3 North Sea	5	90	90	225	270	200	200	180
3 rd gen North Sea	40	140	140	250	320	255	250	230
4 th generation	90	250	250	320	390	330	320	310
Existing 5 th gen 8,000 ft+	N/A	400	400	500	640	600	530	530
*New 6 th gen 10,000 ft+	N/A	N/A	N/A	675	675	635	550	550
Drillships								
Conventional moored mid 1970s	1-2	60	60	200	230	130	120	110
DP 4,000 ft+ (not newbuild)	8-10	150	150	285	290	225	215	205
Existing 5 th gen 8,000 ft+	N/A	400	400	500	640	605	540	540
*New 6 th gen 10,000 ft+	N/A	500	500	675	700	645	560	560

The values shown are levels at which we believe there is a reasonable chance of a unit selling. They are based on our dialogue with potential buyers and sellers, oil companies, shipyards, financial institutions etc. There is no guarantee that a particular rig will fetch precisely the amount shown.

* denotes value for average, mild environment, single activity units.

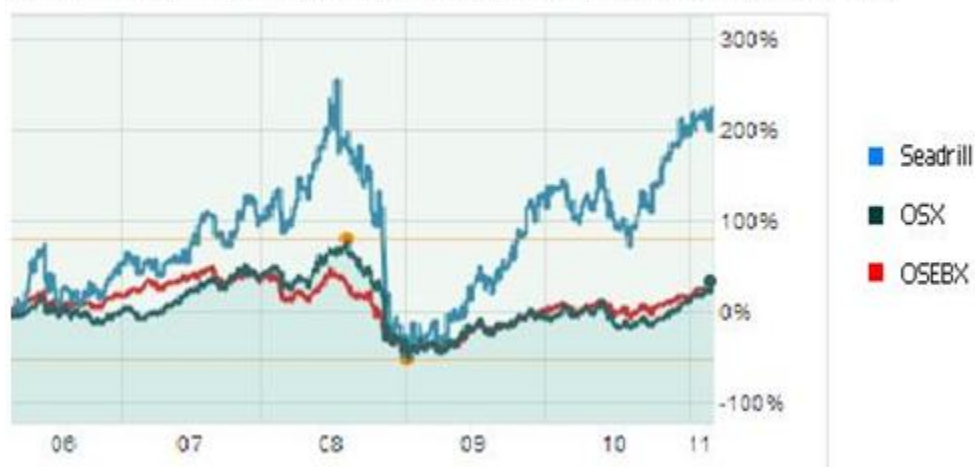
Tabell 2: Salgspriser på ulike rigger i perioden 1992-2010. Kilde: ODS Petrodata, 2010.

Etter finanskrisen i 2008 falt salgspriene på alle riggtypene. Fredriksen har valgt å investere stort når markedet har vært nervøst og usikkert. Flere av nybyggene er finansiert gjennom vanlige banklån.

3.2. Aksjekurs utvikling

Aksjekursen til Seadrill har hatt en jevn stigning etter introduksjonen på Oslo Børs, med unntak av krakket etter finanskrisen i 2008 der Seadrill leverte et negativt resultat på 122,7 millioner dollar. I 2009 rapporterte selskapet et overskudd på 1353,1 millioner dollar. Dersom vi sammenligner Seadrill med Philadelphia Oil Service Index (OSX) og Oslo børs egen OSEBX ser vi at Seadrill har en større økning enn disse indeksene etter finanskrisen.

Kursutvikling for Seadrill, Oslo Børs indeks OSEBX, og Oslo Børs OSX



Figur 5: Kursutvikling Seadrill, OSX og OSEBX. Kilde: www.marketwatch.com/investing/index/osx

Seadrill har vist en høyere vekst enn OSX og OSEBX indeksene etter finanskrisen. En årsak til dette kan være oppkjøp og nyinvesteringer Seadrill har foretatt når markedet har vært i en nedgang. Dette kan ha bidratt til optimisme rundt selskapet, og kan ha vært en kursdriver. Gjennom oppkjøp og nyinvesteringer har Seadrill per dags dato verdens 3. største flåte målt i antall rigger. Seadrill har også gjort store investeringer i ultra-dypvannsinstallasjoner. Flåten til Seadrill er en av de mest moderne i verden og er den 2. største ultra-dypvannsflåten. Det kan

tenkes at Seadrill vil ha et konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene på grunn av nyere teknologi, mulighet til å bore i dypere vann og større sikkerhet. Dette er faktorer som kan tiltrekke nye kontrakter og kan påvirke aksjekursen til å stige ytterligere. Aksjekursen til Seadrill nådde i løpet slutten av 2010 samme nivå som før finanskrisen, og er illustrert i figur 6.



Figur 6: Aksjekursutviklingen på Oslo Børs siden notering 2005. Kilde: www.oslobors.no

3.3. Dividende

Hovedaksjonær i Seadrill, John Fredriksen, eier 30 % prosent av selskapet gjennom Hemen holding. John Fredriksen har opparbeidet et rykte for å være aksjonærvennlig gjennom sin utbyttepolitikk. I kapittel 8.3 viser vi at Fredriksen betaler utbytte i samtlige selskaper han er hovedaksjonær. Vi skal senere i oppgaven undersøke om utbyttepolitikken er en driver for aksjekursen. Nedenfor finnes en oversikt over utbyttehistorikken til Seadrill siden 4.kvartal 2007.

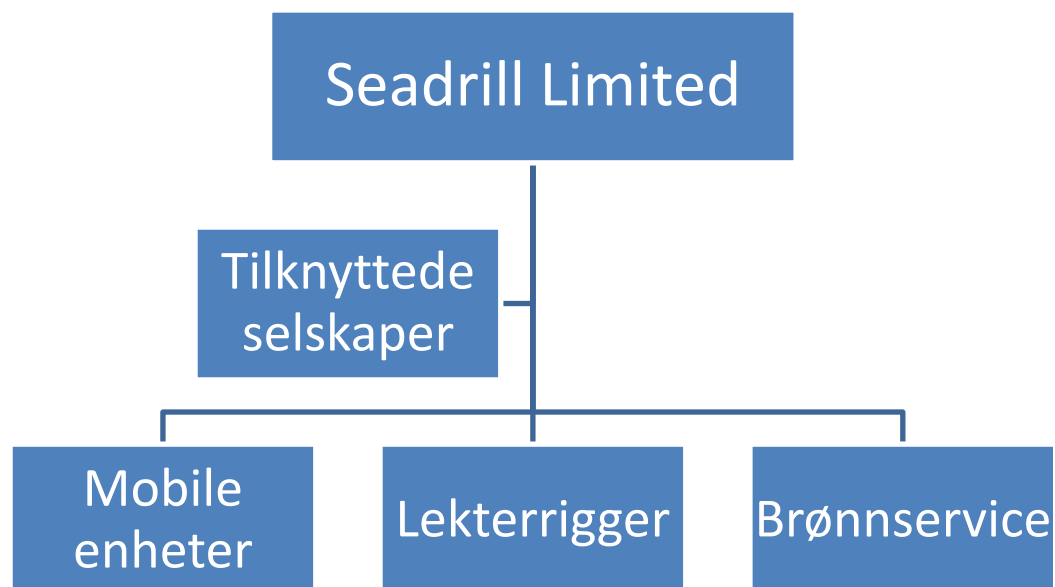
	Cash dividend per share		Ex dividend date	Payable date
	US\$	NOK		
3Q 2010	0.65	3.88	Dec 16, 2010	Dec 30, 2010
2Q 2010	0.61	3.79	Sep 8, 2010	Sep 24, 2010
1Q 2010	0.60	3.86	Jun 15, 2010	Jul 2, 2010
4Q 2009	0.55	3.21	Mar 15, 2010	Mar 26, 2010
3Q 2009	0.50	2.79	Nov 23, 2009	Dec 7, 2009
Extra ord.	0.30	1.68	Sep 22, 2008	Sep 30, 2008
2Q 2008	0.60	3.32	Sep 4, 2008	Sep 16, 2008
1Q 2008	0.60	3.10	Jun 5, 2008	Jun 18, 2008
4Q 2007	0.25	1.29	Mar 5, 2008	Mar 14, 2008

Tabell 3: Historisk utbytte siden 2007. Kilde: Seadrill, 2011 c.

3.4. Organisasjonen

Seadrill er delt inn i 3 ulike segmenter. Disse er mobile enheter, lekterrigger og brønnservice.

Mobile enheter representerer det største segmentet, målt i antall rigger og inntekter.



Figur 7: Seadrill sin selskapsstruktur.

De mobile enhetene består av 21 jack-up rigger, 6 UDW drillskip, og 12 semi-submersibles. 12 av de 39 mobile enhetene er under konstruksjon. Den mobile flåten er en av de mest moderne i verden, med en gjennomsnittsalder på ca. 3,5 år. I 2009 hadde mobile rigger en inntekt på 2,25 milliarder USD og det er ventet en ytterligere vekst siden flere nybygg er under konstruksjon. EBITDA⁵ for 2009 var 1 070 millioner USD, med en margin på 47,5 %.

Seadrill har den største lekerflåten i verden. Lekersegmentet inneholder 17 rigger, hvor 1 er under konstruksjon. I 2009 bidro dette segmentet med 392 millioner USD, og EBITDA var 173 millioner USD (EBITDA margin 44 %).

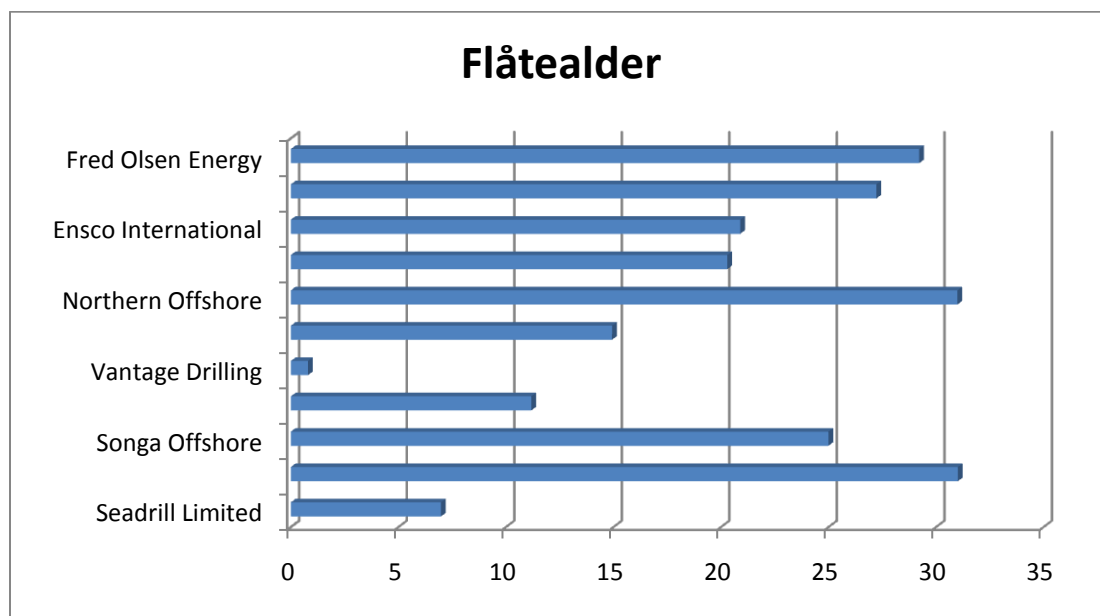
Brønnservicesegmentet er representert igjennom det børsnoterte selskapet Seawell. Dette selskapet ble stiftet i 2007, og har vokst raskt gjennom fusjoner og oppkjøp. 17.januar 2011 omsettes Seawell for 40 NOK, og Seadrill sin andel på 52,3 % tilsvarer en markedsverdi på 4,5 milliarder USD. Brønnservice bidro med 610 millioner USD i 2009, og EBITDA på 58 millioner USD (EBITDA margin 9,5 %). I løpet av analyseperioden har Seawell fusjonert med Allis-Chalmers. I den forbindelse er Seadrill sin eierandel i Seawell blitt redusert til 36,5 % ved utgangen av 2010.

Seadrill har inntatt ulike finansielle og strategiske posisjoner. 31.12.2009 eide SDRL 9,4 % av Pride International Inc., og det har vært spekulasjoner om Seadrill vurderer å kjøpe seg opp til majoritet. I tillegg eier Seadrill 9,3 % av Seahawk Drilling, og 23,6 % i SapuraCrest BHD. SapuraCrest eier 51 % av Varia Perdana. I løpet av 2010 overtok Seadrill 100 % av aksjene i Scorpion Offshore.

⁵ EBITDA betyr Earnings Before Interest Taxes and Depreciation and Amortization (driftsresultat før avskrivninger)

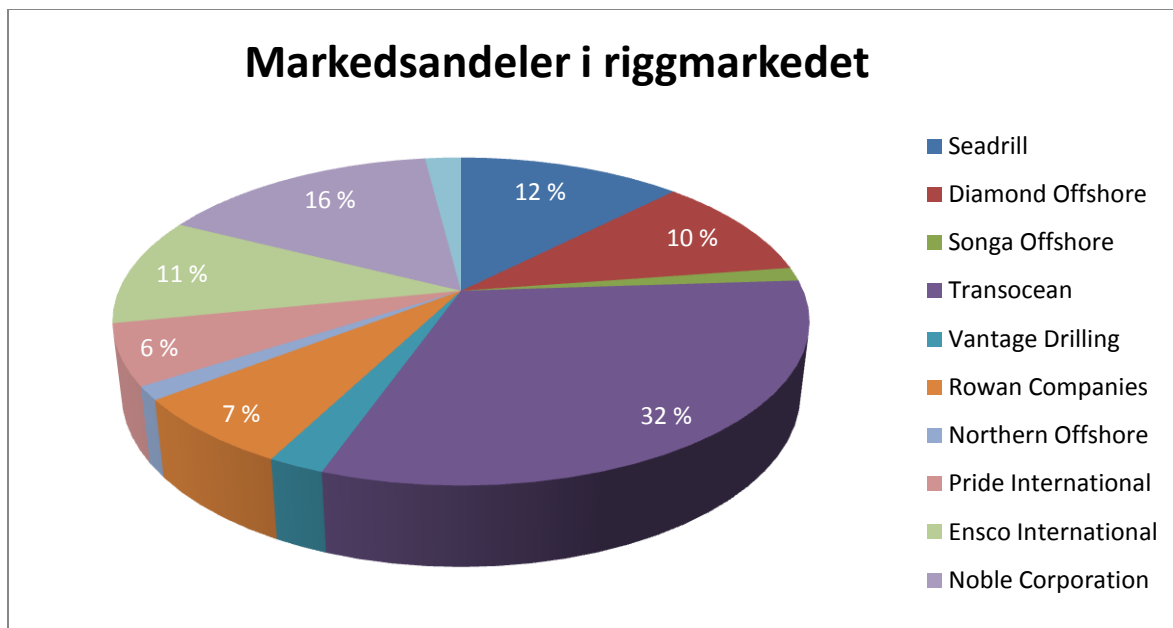
3.5. Flåten

Seadrill flåten består av 56 offshore rigger og har en gjennomsnittsalder på 7 år. Flyterne (ekskludert lekterrigger) har en gjennomsnittsalder på ca. 3,5 år, betydelig yngre enn sammenlignbare selskaper. Figur 8 viser gjennomsnittlig flåtealder og relevante sammenlignbare selskaper.



Figur 8: Flåtealderen til Seadrill sine 10 største konkurrenter. Kilde: Flåtestatus rapporter

Transocean har den største flåten i verden med 18 % markedsandel, og Seadrill har den tredje største markedsandelen med sine 6,7 %. Når det gjelder eksponering mot UDW markedet, representerer Transocean 22 % markedsandel mot Seadrill sine 11 %. Disse to selskapene er ledene innenfor dette segmentet. Figur 9 viser Seadrill sine markedsandeler innenfor rigg i forhold til de 9 største sammenlignbare selskapene.



Figur 9: Markedsandeler i riggmarkedet. Kilde: Flåtestatus rapporter.

9 av Seadrill sine rigger er gjeldsfrie og ikke bundet opp som sikkerhet i andre eiendeler. Dette inkluderer 1 UDW enhet, 6 jack-up, og 2 lekterrigger. Samlet utgjør dette en markedsverdi på 2 milliarder USD. Dersom vi inkluderer nybygg er 4 milliarder USD i materielle eiendeler gjeldsfrie, og ikke bundet opp som sikkerhet (Seadrill, 3.kvartalsrapport 2010). Seadrill har en relativt sikker fremtidig kontantstrøm, gjennom en god kontraktsdekning. Ordreboken i slutten av mars 2011 har en verdi på 12,3 milliarder USD (Seadrill, 2010 d).

I dag har Seadrill 11 rigger under konstruksjon, hvor 2 er tildelt kontrakt ifølge flåtestatusrapporten. Av den totale flåten er kun 2 rigger warm stacked⁶. I perioden vi har jobbet med oppgaven har Seadrill ved flere anledninger meldt om nye kontrakter. Dette viser at flåten er attraktiv. Seadrill sin kontraktsdekning er presentert nedenfor.

⁶ Warm stacked betyr tilgjengelig og klar for nye oppdrag.

Name	Built	Water depth	2010				2011				2012				2013				2014				2015				2016				2017				2018							
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Semi-submersibles																																										
1 West Alpha	1986	2 000					\$488 000									\$420 000																										
2 West Venture	2000	6 000																																								
3 West Phoenix	2008	10 000					\$530 000									\$445 000																										
4 West Eminence	2009	10 000													\$617 000																											
5 West Hercules	2008	10 000					\$515 000																																			
6 West Aquarius	2009	10 000									\$525 000																															
7 West Sirius	2008	10 000												\$473 000																												
8 West Taurus	2008	10 000												\$649 000																												
9 West Orion	2010	10 000																\$617 000																								
10 West Pegasus (SD 1)	2011	10 000					Konstruksjon																																			
11 West Leo (SD 2)	2012	10 000					Konstruksjon																																			
12 West Capricorn	2011	10 000					Konstruksjon																																			
Drillships																																										
13 West Navigator	2000	7 500									\$592 000																															
14 West Polaris	2008	10 000					\$560 000								\$618 000																											
15 West Capella	2008	10 000												\$542 000																												
16 West Gemini	2010	10 000									\$445 000				Opsjon																											
17 West Auriga	2013	12 000					Konstruksjon																																			
18 West Vela	2013	12 000					Konstruksjon																																			
Jack-ups																																										
19 West Elara (CJ 70)	2011	450					Konstruksjon												\$350 000																Opsjon							
20 West Triton	2008	375									\$119 500																															
21 West Epsilon	1993	400					\$276 000								\$276 000																											
22 West Prospero	2007	400									\$108 000																															
23 West Ariel	2008	400									\$122 500																															
24 West Janus	1985	330					\$149 500																																			
25 West Callisto	2010	400									\$119 500																															
26 West Juno	2010	400									129K																															
27 West Leda	2010	375									138K																															
28 Offshore Courageous	2007	350									\$159 500																															
29 Offshore Defender	2007	350									\$131 000																															
30 Offshore Resolute	2007	350					warm stacked																																			
31 Offshore Vigilant	2008	350									\$155 000																															
32 Offshore Intrepid	2008	350									\$180 000																															
33 Offshore Freedom	2009	350									\$185 000																															
34 Offshore Mischief	2010	350									\$119 000																															
35 West Castor	2012	400					Konstruksjon																																			
36 West Tucana	2013	400					Konstruksjon																																			
37 West Telesto	2012	400					Konstruksjon																																			
38 West Cressida	2009	375									\$129 500																															
39 West Oberon	2013	400					Konstruksjon																																			
Tender rigs																																										
40 T3	1980	410									\$83 000																															
41 T4	1981	410									\$101 000																															
42 T6	1982	410					\$102 500								\$102 500																											
43 T7	1983	410									\$62 500																															
44 T8	1982	410					warm stacked																																			
45 T9	2004	6 500									\$139 500																															
46 T10	2007	6 500									\$120 000																															
47 T11	2008	6 500									\$132 500																															
48 T12	2010	6 500									\$85 000				\$85 000																	Opsjon										
49 Teknik Berkat	1990	410									\$135 000																															
50 West Alliance	2001	6 500									\$169 000																															
51 West Berani	2006	6 500									\$164 000																															
52 West Menang	1999	6 500					\$99 000																																			
53 West Pelaut	1994	6 500									\$138 500												\$120 000																			
54 West Setia	2004	6 500									\$161 000																															
55 West Vencedor	2010	6 500												\$202 000																												
56 West Jaya	2011	6 500					Konstruksjon					\$169 000																														

Tabell 4: Seadrill sin ordrebok. Kilde: Seadrill, 2011 e.

3.6. Oppsummering

De fleste nye oljefelt som blir oppdaget er på stadig dypere vann. Dette gjør at det stilles større krav til teknologi og utstyr for å utvinne disse reservene. Seadrill har den 2.største UDW flåten i verden og opererer allerede i de regionene med størst oljereserver. På bakgrunn av dette er fremtidsutsiktene til Seadrill positive sett i forhold til flåten og sine geografiske posisjoner.

4. Makroanalyse

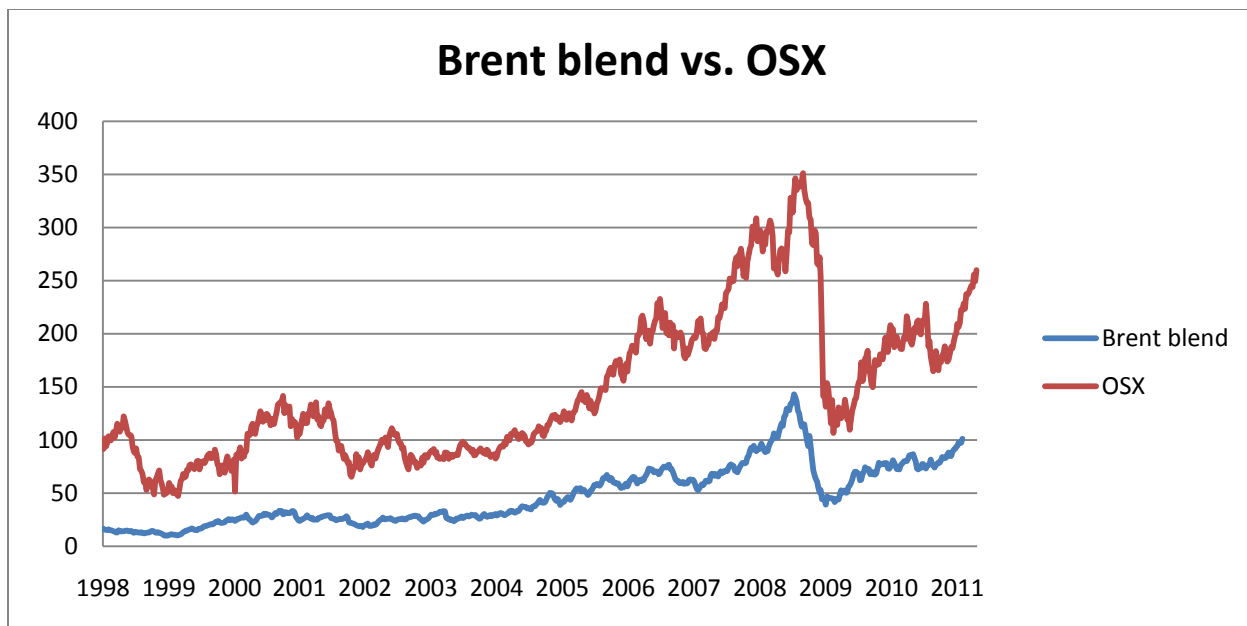
Makroanalysen skal avdekke fremtidsutsiktene og gi en oversikt over de ulike driverne for riggsektoren. Vi baserer den fundamentale verdsettelsen av Seadrill på blant annet makroanalysen, med tanke på dagrater, utnyttelsesgrad, og vekst faktorer. Dette kapittelet vil innlede med å presentere de viktigste driverne og prognoser for riggsektoren. Deretter kommer en kort utredning om fremtidsutsiktene til de ulike riggsegmentene.

4.1. Nøkkeldrivere

Riggsektoren er på samme måte som oljeservice industrien, avhengige av etterspørselen etter deres tjenester fra oljeselskapene. De viktigste driverne for riggsektoren er oljepris, E&P budsjetter, og balansen mellom tilbud og etterspørsel av rigger.

4.1.1. Oljepris

Oljeprisen er blant de viktigste driverne for oljeservice sektoren. En høy oljepris gjør at lete- og produksjonsprosjekter (E&P) vil fremstå som mer lønnsomme for oljeselskapene. Prosessen fra leting til produksjon er derimot lang, noe som medfører at fremtidige oljepriser er viktigere enn dagens. I tillegg mener vi at oljeprisen kun har en indirekte effekt på dagratene, med tanke på at oljeprisen påvirker E&P budsjetter. Dette vil utredningen gi en nærmere forklaring på i kapittel 4.1.2. Vi har valgt å avgrense oppgaven angående historiske priser, og heller valgt å fokusere på fremtidige prognoser.



Figur 10: Korrelasjonen mellom OSX indeksen og brent blend. Kilde: www.finance.yahoo.com, www.ssb.no

Oljeprisen har hatt en jevn stigende trend i lang tid. I dette tiåret har oljeprisen vært svært volatil og har variert mellom 40-150 USD/fat. Høsten 2008 var prisen på sitt høyeste nivå i perioden 1998-2011 på ca. 140 dollar/fat. Deretter falt den kraftig ned til nivåer på rundt 40 dollar/fat i 2009. Året 2010 har vært en periode med innhenting av den globale økonomien. Dette har medført at oljeprisen nærmer seg 2008 nivåene. Fra perioden 31.12.2010 til medio mars har oljeprisen steget fra 95 dollar til 115 dollar/fat.

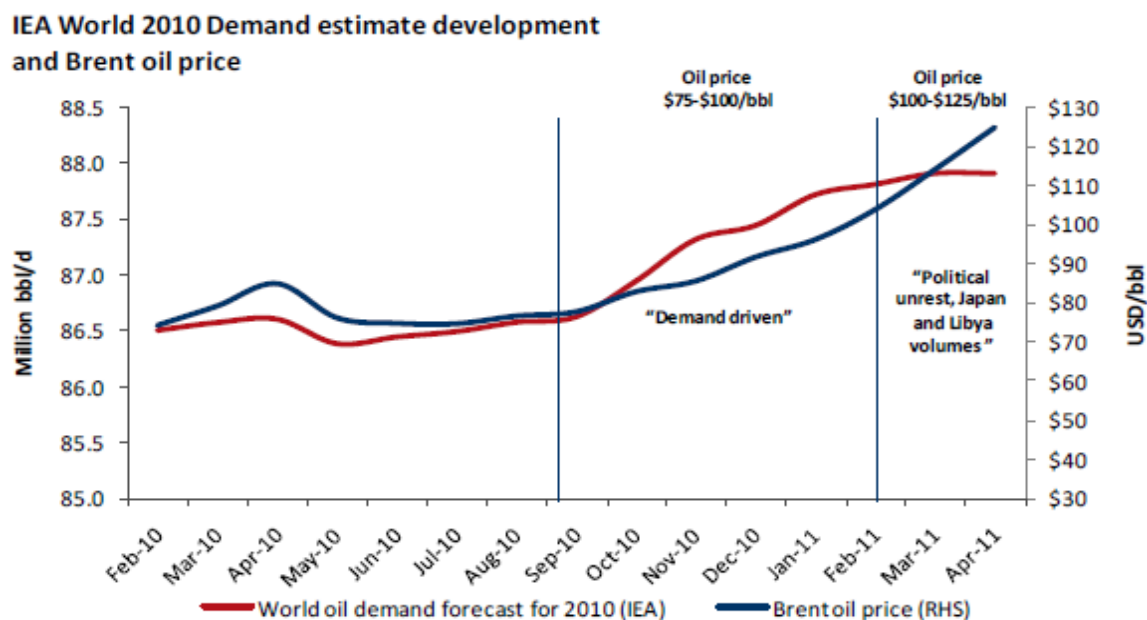
Bakgrunnen for den markante stigningen i oljeprisen er trolig på grunn av uroligheter i Vest-Afrika, og Midtøsten (MENA). Sistnevnte står for en betydelig del av den globale oljeproduksjonen, og vi tror at frykten for et tilbudsside sjokk har presset prisen opp.

Oljepris på kort sikt

Det er svært krevende og utfordrende å estimere oljeprisen på kort sikt, uten stor usikkerhet. Årsaken til dette er den sterke historiske volatiliteten, og uforutsette hendelser som tilfører den globale økonomien "sjokk" i tilbud eller etterspørsel. Ved utgangen av 2010 estimerte International Energy Agency at oljeprisen skal ligge i intervallet 78-84 USD/fat i perioden 2010-

2015 (IEA, 2010). I oljeprisestimater forutsatte og vektla IEA 3 % gjennomsnittlig vekst i BNP, gjeldssituasjonen i Euro-sonen, frykt for "hyperinflasjon" i Kina, og bekymringer rundt den høye arbeidsledigheten i USA. Den høye arbeidsledigheten er en nøkkelindikator på at innhenting og veksten i den amerikanske økonomien trolig vil ta tid.

I nyere tid har det oppstått flere kritiske situasjoner i Midtøsten og Vest-Afrika (MENA), hvor regimer har blitt veltet og forsøkt styrtet. Dette har medført usikkerhet i tilbudet av olje, og har presset prisene fra ca. 90 til 125 USD/fat på veldig kort tid (jf. figur 11). Trolig vil prisene holde seg på dette nivået, og opprettholde en "geopolitisk premie" inntil det blir en avklaring på situasjonene som har oppstått. I tillegg har Japan vært utsatt for et jordskjelv 11.mars 2011 som har forårsaket en debatt rundt bruken av atomkraft som energikilde. For øyeblikket eksisterer det ikke tilstrekkelig alternative energikilder til atomkraft, og dette har forsterket behovet for flytende energi inntil videre. Trusselen og utfordringen verdensøkonomien nå kan stå overfor er at energi og råvarepriser forblir for høye. Dette kan medføre at veksten blir direkte berørt gjennom for høye kostnader for selskapene og den globale økonomien.

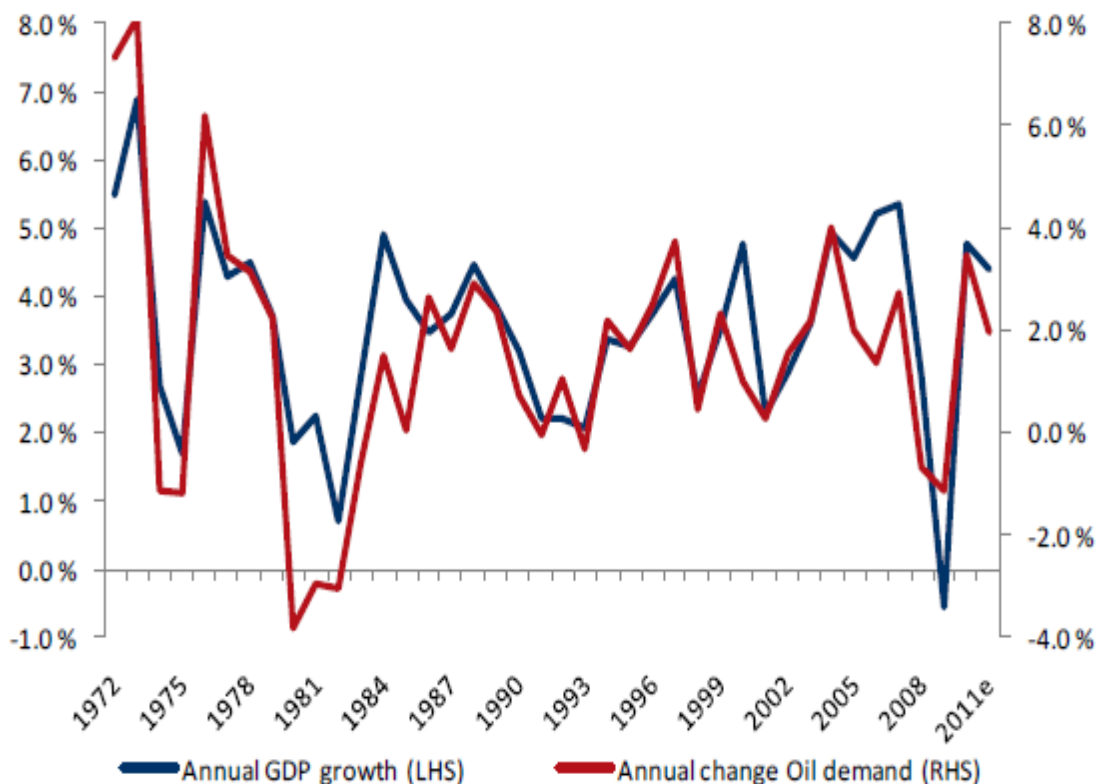


Figur 11: Oljeprisens akselerasjon i forbindelse med urolighetene i MENA regionene februar 2011 og jordskjelvet i Japan. Kilde: RS Platou Markets, 2011.

På bakgrunn av dagens situasjon kan oljeprisen bli så høy som 150 USD/fat i 2011, gitt at MENA situasjonen sprer seg og gir restriksjoner på oljetilbudet (SEB Enskilda, 2011). Dette er ett verst tenkelig scenario og vi tror at en gjennomsnittlig oljepris vil ligge på ca.105 USD/fat for 2011.

Oljepris på lang sikt

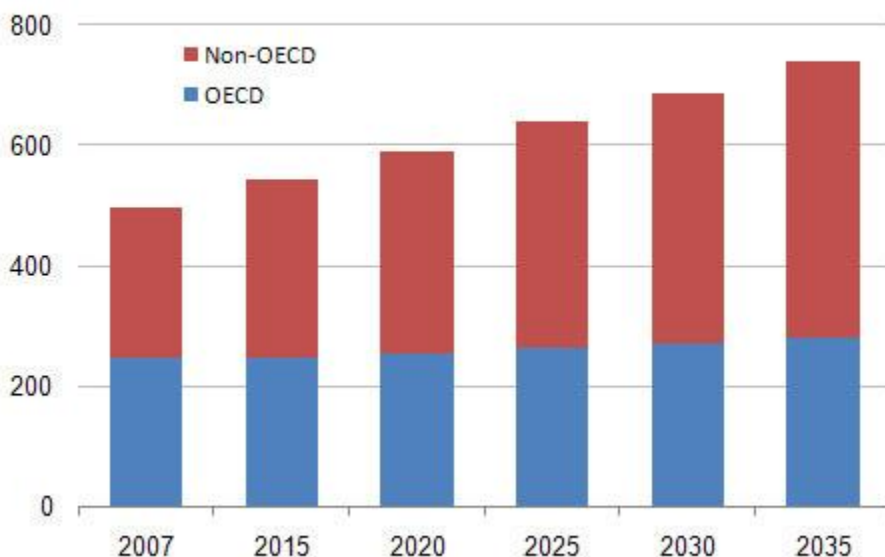
Frem til 2030 vil den globale økonomien fortsette å ekspandere, men driveren bak denne veksten vil være utenfor OECD-landene. I OECD-økonomiene målt i BNP, forventes det 2 % vekst i gjennomsnitt per år frem til 2030. Utenfor OECD forventes BNP å vokse med 5 % i gjennomsnitt per år, men nasjoner som for eksempel Kina og India vil vokse med 6 % (ExxonMobil, 2010). Årsaken til denne veksten er befolkningsvekst, som er en nært korrelert med energibehovet.



Figur 12: Årlig utvikling i BNP og etterspørsel etter olje. Kilde: RS Platou Markets, 2011.

Det globale energikonsumet forventes å øke med 49 % fra 2007 til 2035. Totalt energikonsum i land utenfor OECD er forventet å øke med 84 %, sammenlignet med 14 % økning innenfor OECD (EIA, 2010). Årsaken til denne ustabiliteten mellom OECD-land og land utenfor er større befolkningstetthet i de fremvoksende økonomiene, og at disse nasjonene vil søke seg til en bedre levestandard. En mulig årsak til den moderate veksten i OECD-landene kan forklares ved pågående effektiviseringsgevinster, som for eksempel pålagte CO₂ kostnader (ExxonMobil, 2010). I tillegg bør det nevnes og tas med i betraktningen at OECD-landene allerede er utviklet. Figur 13 illustrerer verdens forbruk og fordeling av energikonsum.

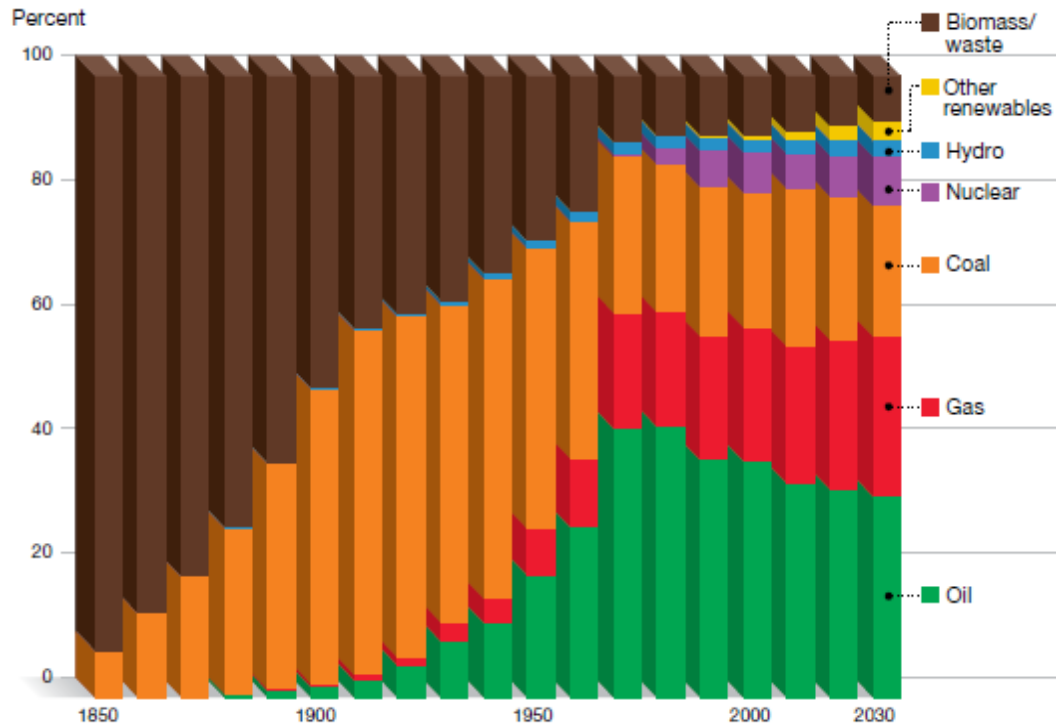
Figure 1. World marketed energy consumption



Figur 13: Energikonsum i OECD-land og land utenfor. Kilde: EIA, 2010.

Etterspørsel i bolig- og kommersielle sektorer ventes å vokse vesentlig, og vil derfor stå for en betydelig del av veksten i energibehovet. Det globale energibehovet for denne sektoren vil vokse med 50 % frem til 2030, men på grunn av økt effektivisering ved hjelp av alternative kilder vil trolig dette tallet kunne halveres (ExxonMobil, 2010). Den nest største forklaringen til veksten er transportsektoren, som ledes av tjenester som flytter mennesker og varer.

Etterspørselen av olje knyttet til transport forventes å vokse med 40 % frem til 2030. Den økte etterspørselen er hovedsakelig konsentrert rundt Asia. Etterspørselen er drevet av en stadig mer formuende befolkning som investerer i private kjøretøy, med en forventet firedobling frem til 2030. I tillegg er tungtransport nært korrelert med økonomisk vekst, siden varer må flyttes i større volum, og over lengre avstander (ExxonMobil ,2010).



Figur 14: Globalt konsum av ulike energikilder. Kilde: ExxonMobil, 2010.

Figur 14 viser hvilke energikilder som har vært dominerende, og når det har oppstått endringer. De siste 50 årene har olje og gass vært de viktigste energikildene. Det kan være vanskelig å se for seg andre kilder som kan dekke over det stadig voksende behovet. Det kan ta flere tiår før det skjer store skift i typen av energi som anvendes. For å kunne gjennomføre slike skift vil det være ulike sett av løsninger som må gjennomføres og alle økonomiske energikilder må ekspanderes. Dette vil kreve enorme investeringer over tiår i teknologi og innovasjon (ExxonMobil, 2010).

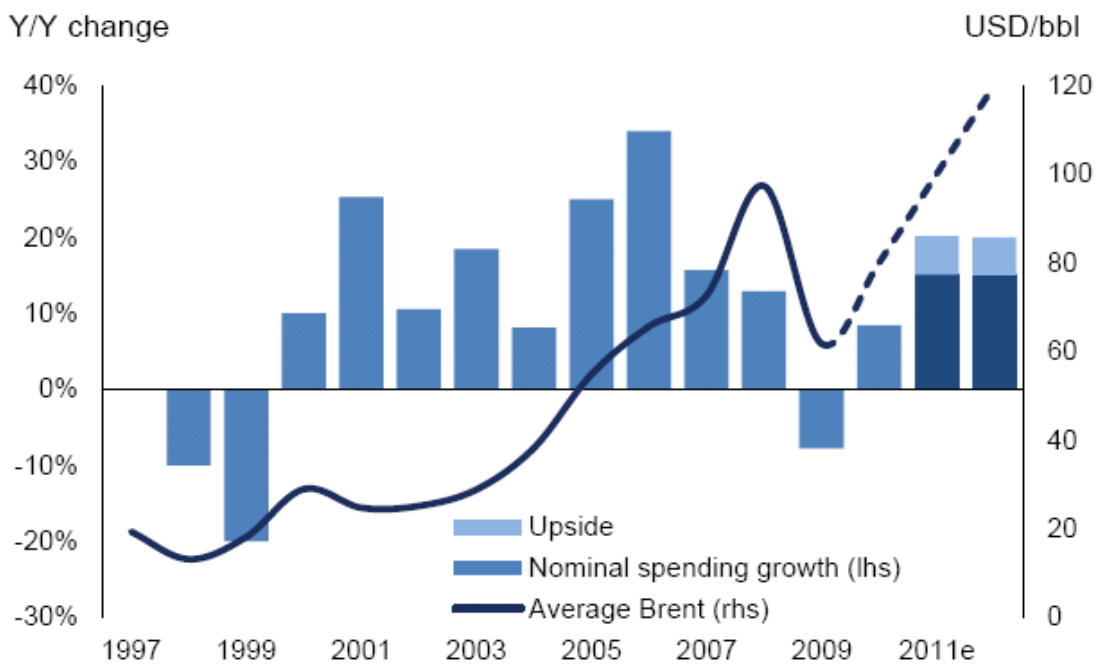
Oppsummering oljepris

På kort sikt mener vi at dagens oljepris er noe høy. Begrunnelsen bygger på at den raske veksten er kommet av feil årsaker, og ikke av fundamentale faktorer. Jordskjelvet i Japan kan være av betydning, da dette trolig fremskyndte en debatt rundt alternative energikilder. I verdsettelsen vil vi på kort sikt ta hensyn til en oljepris på ca. 103-105 dollar/fat. Oljepris på lang sikt vil favorisere riggsektoren, og investorer som har en lang horisont. Den økende verdensbefolkningen gjør at etterspørselen etter energi vil være økende.

4.1.2. E&P investeringer

Lete og produksjonsinvesteringer til oljeselskapene (E&P) er en avgjørende faktor for hvordan inntjeningen eller aktiviteten til riggselskapene vil være. Historisk har E&P investeringer vært korrelert med oljeprisen. Den stigende oljeprisen etter finanskrisen antyder at E&P investeringer vil øke fremover. De positive fremtidsutsiktene for oljeprisen, gjennom økende etterspørsel etter flytende energi, oppmuntrer oljeselskapene til leting.

E&P Spending development



Figur 15: Historisk utvikling i oljepris og E&P. Kilde: Pareto Securities, 2011.

Finanskrisen og fallet i olje og gasspriser tvang E&P selskapene til å kutte deres investeringer i 2009, noe som ledet til ett fall i E&P på ca. 10 %. Riktignok var de fleste riggselskapene beskyttet for dette fallet, fordi de fleste riggene var på solide kontrakter. Dette gjaldt spesielt dypvann og ultra-dypvann segmentene. Jack-up flåten fikk større alvorlige følger, hovedsakelig for dette er rigger som går på kortere kontrakter (Pareto Securities, 2011). I tillegg har disse riggene en høy eksponering mot de uavhengige oljeselskapene, som trolig hadde det største kuttet i investeringer.

Barclays Capital utførte i 2010 en undersøkelse mot 402 av verdens ledende oljeselskaper angående deres E&P budsjetter for 2010 og 2011. Deres estimer og analyser viser at E&P budsjettene til oljeselskapene skal økes med 10,8 % i 2011. Dette er en økning fra 441 milliarder USD i 2010 til 489,5 milliarder USD for 2011. Undersøkelsen viste at veksten vil primært komme fra Latin-Amerika, Nord-Afrika og Sørøst-Asia. I tillegg er det ventet at de store nasjonale oljeselskapene vil øke investeringene. Barclays forventer at de seks største oljeselskapene, som inkluderer BP, Chevron, ConocoPhillips, ExxonMobil, Royal Dutch/Shell og Total, vil øke deres investeringer med 18 % (Barclays Capital, 2010).

Mexicos PEMEX og det brasilianske selskapet Petrobras er forventet å være driverne fra Latin-Amerika. PEMEX følger opp en rekke onshore og offshore prospekter, og Petrobras er forventet å ekspandere sine dypvannsaktiviteter betraktelig på Tupi feltet. For øvrige store oljeselskaper er det blant annet ventet økning i investeringer i Irak og Midtøsten for å øke produksjonen der.

I Asia og Australia er utsiktene blandet. I statseide og internasjonale selskaper, som Pertamina fra Indonesia og PTT Exploration & Production fra Thailand, forventes det signifikant økning i E&P investeringer. I tillegg forventer indiske ONGC, Petronas fra Malaysia, og kinesiske Sinopec sterk økning i E&P budsjettene. I motsetning til dette estimeres det lavere investeringer fra Australias Woodside Petroleum, BHP Billiton, og Petro Vietnam.

Ifølge Barclays undersøkelse forventes det 8,1 % vekst fra Nord-amerikanske selskaper. Dette tilsvarer 93,6 milliarder USD i 2011. Primært vil denne veksten være investeringer i store olje reservoarer.

Av de 402 selskapene som tok del i den årlige undersøkelsen til Barclays, svarte 45 % av deltakerne at de forventet å investere betydelige i leting. Dette er veldig positivt for seismikk sektoren, og vil trolig få positive effekter for riggselskapene på litt lengre sikt.

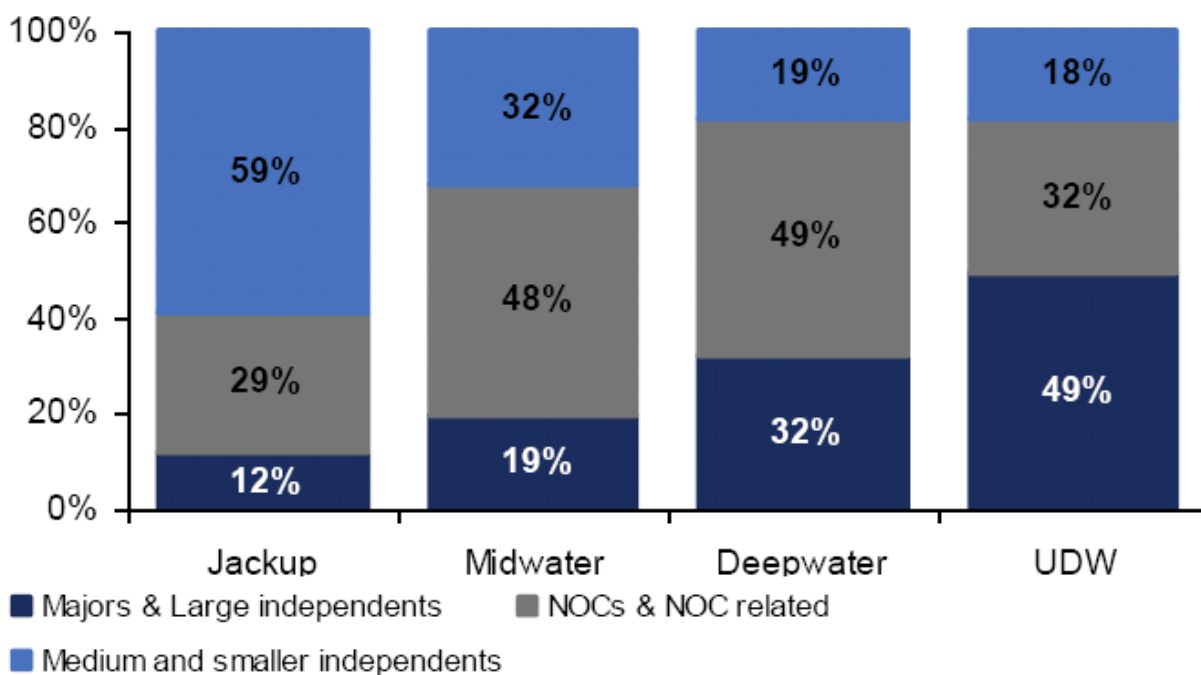
Oppsummering E&P

En av de viktigste årsakene til veksten i E&P er sterke kontantstrømmer for oljeselskapene, siden investeringene hovedsakelig blir finansiert gjennom egne kontantreserver (Barclays Capital, 2010). På bakgrunn av undersøkelsen til Barclays, innledet vi 2011 med gode forutsetninger om vekst i E&P investeringer. I nyere tid er dette "bildet" forsterket, og er trolig gode grunner for å oppjustere veksten ytterligere. Dette betyr at utsiktene for oljeservice sannsynligvis aldri har sett bedre ut. E&P investeringer kan nå "all time high" i 2011, underbygget med gunstige oljepriser i intervallet 100-120 USD/fat. I tillegg til økt kompleksitet i den globale "jakten" etter olje, vil det sannsynligvis handle om når inntjeningen fra 2008 vil gjenta seg, ikke hvorvidt dette vil skje eller ikke. Selskapene som vil kunne utnytte dette mest er de som har hatt mulighet til å posisjonere seg under resesjonen (ABG Sundal Collier, 2011). Vi antar at E&P vil vokse med 10-15 % i 2011 og 15-20 % i 2012.

4.2. Riggsegmentene

Offshore riggmarkedet er sammensatt av ulike undersegmenter som jack-up, mellomdypt, dypvann og ultra-dypvann. De ulike segmentene har også ulik kundebase. Dypvannsprospekter har vanligvis de store og nasjonale (NOC) oljeselskapene som operatører. Årsaken til dette er blant annet høye utviklingskostnader, nivået på ønsket erfaring for planlegging og gjennomføring, sikkerhet, og innflytelse.

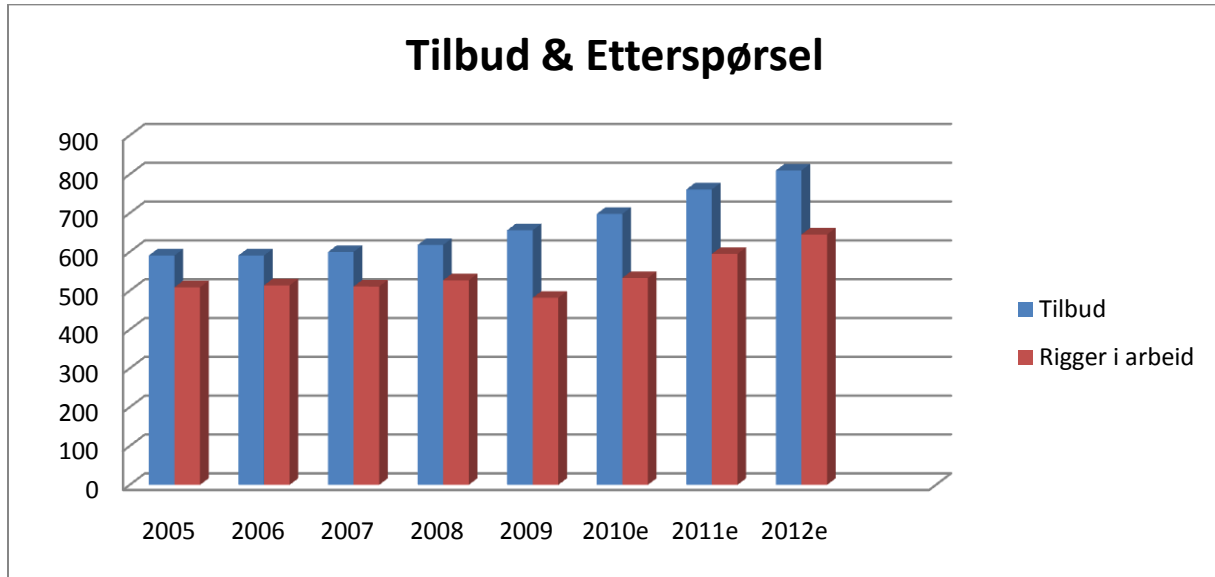
Offshore Drilling - Client base



Figur 16: Klientbasen til de ulike riggsegmentene. Kilde: Pareto Securities, 2011.

Jack-up markedet er mer eksponert mot mellomstore til små uavhengige selskaper, noe som er en konsekvens av lavere bore- og utviklingskostnader. En annen forklaring til dette er en mer tilgjengelig infrastruktur til reservoarene, med tanke på det opereres på relativt grunt vann (Pareto Securities, 2011).

En vesentlig faktor for dagratene riggselskapene kan oppnå, er sterkt påvirket av tilgjengeligheten og etterspørselen etter rigger. I dag består den globale riggflåten av 256 flytere og 475 jack-up rigger (Morgan Stanley, 2010 b).



Figur 17: Tilgjengelighet, rigger i arbeid, og nybygg i perioden 2005-2010.

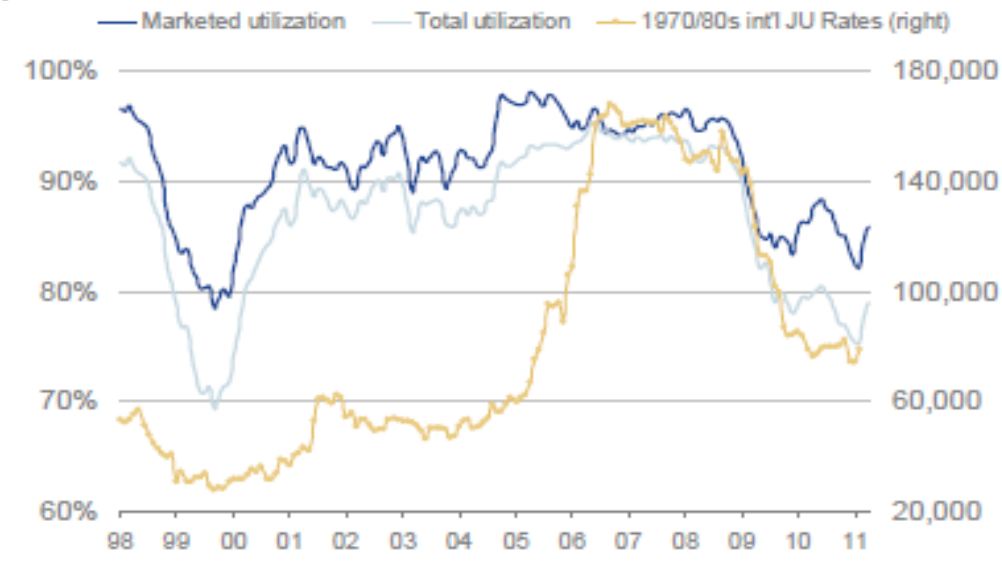
For øyeblikket tyder det på at det er en overkapasitet av antall rigger tilgjengelig, mot etterspurte rigger. Tilbudet vil også øke med antall nybygg som blir tilgjengelig frem mot 2013. Den største veksten av nybygg vil være i flytere og UDW markedet. En årsak til en eventuell overkapasitet stammer trolig fra økte investeringer ved økende etterspørsel. Vi tror at overkapasiteten skyldes at rigger blir kontrahert eller modifisert ved høykonjunktur og ferdigstilles på et senere tidspunkt, da markedsforholdene kan være dårligere. Dette er noe vi mener er en svakhet ved riggsektoren, og som trolig har en sterk påvirkningskraft på syklene i riggmarkedet.

4.2.1. Jack-up

Jack-up markedet er todelt. Det ene jack-up segmentet består av eldre rigger fra 1970-80 som er blitt modifisert en rekke ganger. Den andre delen består av nye og moderne rigger som borer på dypere vann, og besitter høyere teknologi. Totalt eksisterer det 475 jack-up rigger, og 306 rigger på etterspørselssiden (ODS-Petrodata, 2010). Det kan derfor tyde på at det er overkapasitet i markedet, noe som fundamentalt sett ikke taler i dagratene sitt favør. Den moderne delen av flåten har begrenset tilgjengelighet på kort sikt. Det er 12 rigger som går av kontrakt 1.kvartal 2011, og på toppen av dette er 18 warm stacked som venter på nye oppdrag. 6 enheter er også cold stacked⁷ og vil trolig kreve høyere rater i et strammere marked (ABG Sundal Collier, 2011).

Over de siste 12 årene har jack-up flåten som borer på vanndybder over 350 fot vokst med 665 % og består nå av totalt 139 enheter, inkludert stakkede rigger (ABG Sundal Collier, 2011). Utnyttelsesgraden for vanndybder under 350 fot opererer nå i intervallet 80-90 %, ned fra ca. 95 % før finanskrisen. Dagraterne for det nye segmentet har flatet ut, og ligger ca. 40 % høyere enn det eldre segmentet (ABG Sundal Collier, 2011). En naturlig forklaring til dette kan være at oljeselskapene foretrekker nyere rigger, med tanke på vanndybde og høyere teknologi. Figur 18 viser historisk utnyttelsesgrad og dagrater i jack-up markedet.

⁷ Cold stacked er rigger som er i opplag og derfor ikke tilgjengelige.

Exhibit 6**Jackup Utilization Remains Weak...**

Figur 18: Historisk utnyttelsesgrad og dagrater i jack-up segmentet. Kilde: Morgan Stanley, 2011.

Utfordringen slik vi ser jack-up markedet er at det er bestilt mange nybygg den siste tiden. De siste 3 måneder er det bestilt 20 nybygg, i tillegg kommer det trolig inn flere ordrer i nærmeste fremtid (ABG Sundal Collier, 2011). Den hyppige leveringen av nybygg som forventes de nærmeste årene antyder at antall nybygg i markedet får se toppnivåene fra 2008, og bli overgått i 2013 (Morgan Stanley, 2011). Et annet dilemma for nye jack-up rigger er at 2/3 av de som er bygget over det siste 10-året utfører jobber som eldre rigger kan utføre (Morgan Stanley, 2011). Kombinasjonen av disse faktorene kan virke som motvind for at dagratene skal klare å komme over 150 000/dag, spesielt for nye jack-up rigger (Morgan Stanley 2011). Det fremgår av figur 18 at utnyttelsesgraden vil forbli relativt svak på rundt 80 %, rett under markedet som opererer på ca. 90 %.

Fremtidsutsiktene for jack-up markedet viser reduserte dagrater og utnyttelsesgrad. I tillegg forverres dette "bildet" hvis vi ser på antall warm stacked rigger i forhold til tidligere sykler (Morgan Stanley, 2011). Det høye antallet warm stacked, i tillegg til flere nybygg antyder en overkapasitet i jack-up segmentet.

Pareto Securities viser i tabell 5 at nye jack-up rigger er mer kostnadseffektive enn eldre rigger. Dette er et motargument mot Morgans Stanleys problematisering av at nye rigger utfører jobber eldre rigger kan gjennomføre. Pareto Securities viser at nye rigger har en høyere lønnsomhet, større kapasitet, bedre sikkerhet og borer mer effektivt.

WELL DRILLING COST		Jackups	
		Old	New
Dayrate	USD	85,000	140,000
Indirect daily drilling cost*	"	127,500	140,000
Days needed per well	:	62	40
Total dayrate costs	USDm	5	6
Total indirect drilling costs	"	8	6
Total drilling cost per well	USDm	13	11

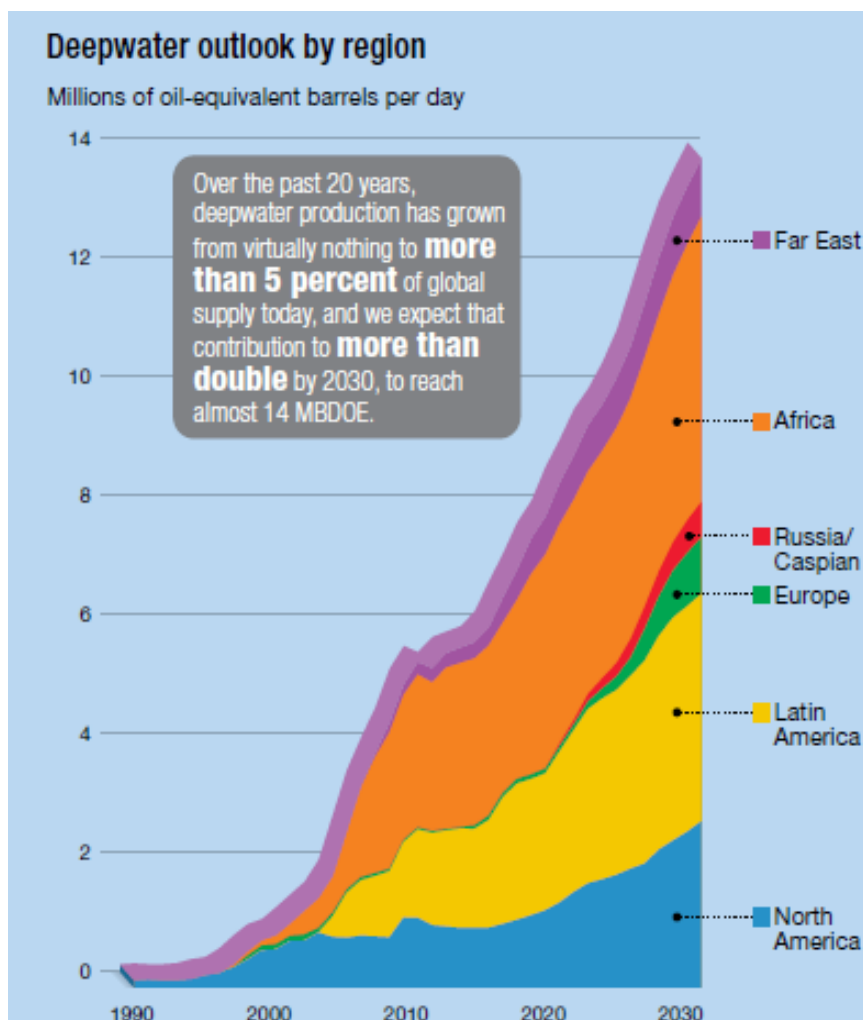
Tabell 5: Borekostnader for ny og gammel jack-up. Kilde: Pareto Securities, 2011.

Analysene til Morgan Stanley og Pareto Securities viser delte meninger om jack-up markedet. Morgan Stanley mener at et økende antall nybygg vil føre til overkapasitet, mens Pareto Securities viser til økt lønnsomhet og effektivisering ved bruk av nye rigger. Felles for analysene er at dagratene vil ligge mellom 140-150 000/dag for nye rigger. Det siste halvannet året har jack-up markedet vist forbedring, primært i det nye segmentet. En av årsakene er høy oljepris og en forbedret tilgang til finansiering i det finansielle markedet (Pareto Securities, 2011). Vi tror at dagratene på kort sikt vil ligge i intervallet 85-150 000/dag, avhengig av alder og geografisk posisjon på riggen. På lang sikt vil markedet favorisere nye rigger og andelen av eldre rigger i markedet vil reduseres.

4.2.2. Dypvann & ultra-dypvannsegmentet

Før april 2010 var det få mennesker utenfor energiindustrien som hadde formening om den raske veksten i utvikling av dypvannsboring. Dette ble endret med Deepwater Horizon ulykken i Mexicogulfen. Verdens oppmerksomhet ble nå rettet mot den økende viktigheten og rollen dypvann ressursene har for å dekke økende etterspørsel etter energi (ExxonMobil, 2010). De siste årene har mer enn 14 000 brønner blitt boret på vanndybder på 7500 fot og dypere. Etersom teknologien har blitt mer avansert, er tidligere uopnåelige kilder blitt tilgjengelige for utvinning. Ifølge Cambridge Energy Research Associates har den globale utvinningen av energi på dypvann blitt mer enn tredoblet til ca. 5 millioner fat/dag siden år 2000. I tillegg er det potensielt mulig å øke utvinningen til 10 millioner fat/dag innen 2015 (ExxonMobil, 2010).

Flyter & dypvannsegmentet er den viktigste inntektskilden til Seadrill og segmentet har en positiv fremtid i møte. Den viktigste driveren for dagratene fremover er etterspørselen, som forventes å øke betraktelig fremover. Figur 19 illustrerer at de store funnene eksisterer på ett stadig dypere vann, i tillegg vil havbunnen bestå av mer kompleks geologi. Den største etterspørselen vil være å finne i Brasil, med tanke på blant annet Tupi feltet som er det nest største globale funnet over de siste ti årene.

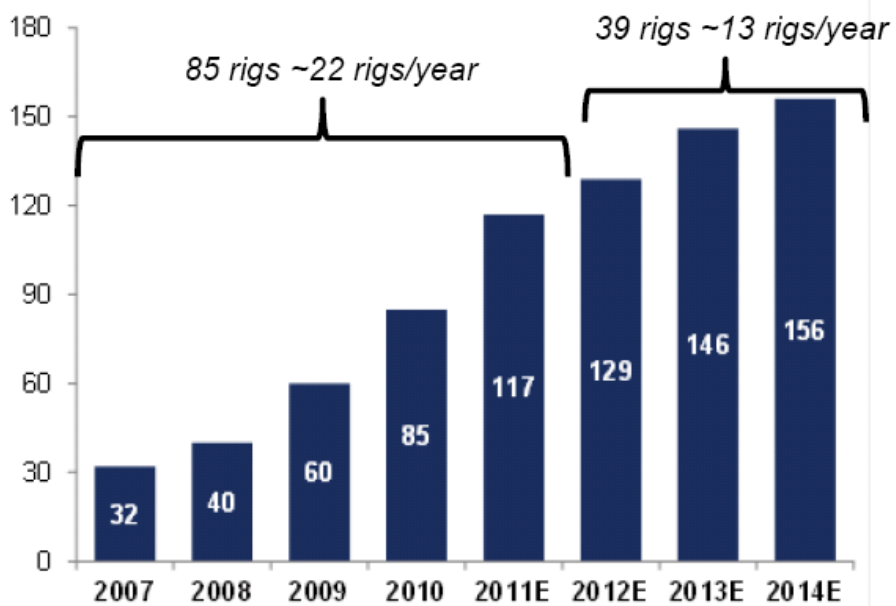


Figur 19: Utvinning på dypvann. Kilde: ExxonMobil, 2010.

Morgan Stanley anslår at Brasil og Petrobras alene har et behov for opp til 100 rigger før 2018. Petrobras kan være en flaskehals, med tanke på at kontrakter ofte er politiske vedtak (Morgan Stanley, 2011). For å sette ting i perspektiv så er det 256 flytere tilgjengelig i markedet, hvor ca. 70 opererer i Brasil, og kun 9 i Angola. Hvis det blir treff på brønnene som borres i Angola i år, kan etterspørselen fra denne regionen drive utnyttelsesratene for dypvann helt opp til 100 %, og dagratene kan nå tidligere toppnivåer på 650 000 dollar/dag (Morgan Stanley, 2011). Det er også forventet økt aktivitet i nabolandene Namibia, Kongo og Gabon som forsterker etterspørselen ytterligere. Andre regioner som kan få signifikante funn er Australia, Grønland og Øst-Afrika.

UDW segmentet har absorbert en relativt kraftig økning i UDW flåten fra 32 rigger i 2007 til 117 ved utgangen av 2011. Dette må anses som imponerende med tanke på ekstrem volatilitet i oljepris, i tillegg til den uheldige situasjonen som oppstod i Mexicogulfen 20.april 2010. I perioden desember 2008 til desember 2010 har UDW segmentet vært i periode med reduserte dagrater og aktivitet. I løpet av andre halvår 2010 har UDW markedet begynt å komme seg (Pareto Securities, 2010).

UDW supply overview



Figur 20: Tilbud av ultra-dyppvannsrigger. Kilde: Pareto Securities, 2011.

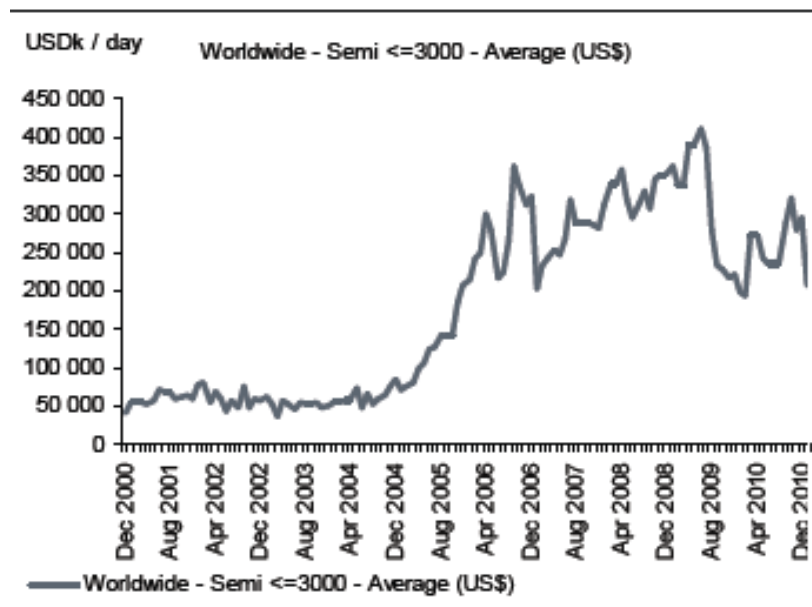
Estimatene i figur 20 viser at den årlige tilbudsveksten kan avta i 2012, men sannsynligvis vil øke i 2013/ 2014. UDW segmentet er som nevnt eksponert mot store nasjonale oljeselskaper (Petrobras, BP, etc.). Investeringsbeslutninger er betydelige i dette markedet, og en letebrønn kan koste i overkant av 100 millioner USD (Pareto Securities, 2011). Vi mener det er kritisk at oljeprisen ikke er for volatil, og at oljeselskapene øker deres E&P budsjetter. I dag ligger dagratene i dette segmentet på ca. 450 000 dollar/dag. Vi tror på kort sikt at dagratene vil stige noe, avhengig av suksessfull letevirksomhet. I årene etter 2013 forventer vi at dagratene vil flate ut på grunn av at flere nybygg ferdigstilles.

4.2.3. Flytere & mellomdypt vann

Innenfor segmentet mellomdypt vann eksisterer det 106 rigger, hvor 95 opererer på kontrakt. 18 av disse gikk av kontrakt andre halvår 2010, og ytterligere 11 og 13 vil være uten kontrakt i første og andre halvdel av 2011 (Pareto Securities, 2010). Utover dette er 6 rigger warm stacked og 10 rigger cold stacked i 2010. Cold stacked rigger vil kreve dagrater og varighet på kontrakt som forsvarer investeringer knyttet til klargjøring for nye oppdrag (ABG Sundal Collier, 2011). Majoriteten av de stackede riggene tilhører Transocean, som bærer på den største byrden når det gjelder behovet av stakkede rigger. Behovet dekkes med tanke på å oppnå et strammere marked, som deretter kan være med på å presse utnyttelse og dagrater opp.

Pareto Securities forventet oktober 2010 at Transocean riggene ikke vil bli tilgjengelig for markedet før dagens situasjon bedres betraktelig. Utnyttelsesgraden for dette segmentet er nå 86,5 %, betrakterlig lavere enn 5 års gjennomsnitt på 90 %. Dagraterne for rigger på mellomdypt vann har flatet ut, og ligger nå rett under 250 000/dag med stor geografisk varians (ABG Sundal Collier, 2011).

Midwater day rate development



Figur 21: Dagrater mellomdypt vann. Kilde: ABG Sundal Collier, 2011.

De geografiske områder som trekker opp etterspørsel og utnyttelsesrater er de norske og brasilianske markedene. Årsaken til dette er at disse markedene er stramme og en stor del av flåten går på lange kontrakter til 2012, og lengre. Når det gjelder regioner som Storbritannia, Asia, Australia og andre mindre områder så har disse markedene mer tilgjengelighet på kort sikt (Pareto Securities, 2010).

Vi mener markedet antyder en svakhet hvis det skulle bli ledighet i dypvannsegmentet. Dette kan medføre at rigger fra dette segmentet migrerer til mellomdypt. I motsetning til dette argumenteres det for at riggene for mellomdypt vann kan modifiseres for dypvann, noe som har vært praktisert tidligere. Vi ser dette som lite sannsynlig på grunn av vår oppsummering i UDW og dypvann markedet. På bakgrunn av de fundamentale verdiene til mellomdypt vann segmentet, så er vi av den oppfatning at ratene vil holde seg relativt flate i 2011. Når det gjelder for 2012 og lengre inn i horisonten, blir det vanskelig og predikere eksakte rater. Vi velger å være positive til mellomdypt vann segmentet med tanke på det sterke makroøkonomiske bildet på langsikt.

4.3. Oppsummering makroanalyse

Olje og gass selskapene utgjør klientbasen for offshore riggselskapene, og derfor styrer deres investeringsbudsjetter riggaktiviteten. Over de siste 10 årene har E&P investeringene vokst mellom 10-35 % årlig (Pareto Securities, 2011). Det kan sies at dette har påvirket oljeservicesektoren, og spesielt riggsektoren. Dette kan forklares av en stadig økende riggflåte, hvor etterspørselen etter rigger har økt som følge av store E&P investeringer. Den lavt hengende "frukten" er blitt plukket først og fører til at oljeselskapene nå må bore dypere, og i mer kompleks geologi.

På kort- og mellomlang sikt er vi positive til jack-up markedet. Størrelsen på dagratene er blant annet avhengig av når Mexicogulfen åpner. Vi tror på lang sikt at jack-up markedet vil svekkes. Stadig dypere funn gjør at behovet for jack-up rigger vil bli erstattet av dypvannsenheter. Det vil

alltid være et behov for jack-up rigger, men vi tror at segmentet vil spille en mindre rolle når det gjelder oljeutvinning. Vi tror på bakgrunn av makroanalysen at fremtiden ligger i UDW markedet. Dette markedet vil være preget av sterk etterspørsel og høye dagrater.

Makroanalysen er en viktig del av den fundamentale verdsettelsen. Vi har basert vekstraten i terminalverdien på bakgrunnen av estimert vekst i BNP. Markedsutsiktene til de ulike riggsegmentene påvirker dagrater og kontraktsfornyelser. De positive markedsutsiktene gjør at vi fornyer de fleste kontraktene, og dagratene er satt i forhold til historiske og estimerte dagrater. Vi vil gå i detalj på forutsetningene som er gjort i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 7.1.1.

5. Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse er viktig for å kunne avdekke den økonomiske situasjonen i et selskap. Regnskapet kan være en god indikator på den reelle inntjeningssevnen (Schack, 2009). Vi kan kortfattet si at balansene representerer verdiene som finnes i selskapet, mens resultatregnskapet viser selskapets inntjeningssevne.

Vi foretar en regnskapsanalyse for å danne "grunnmuren" til den fundamentale verdsettelsen og inneholder først og fremst hjelpeberegninger til verdsettelsen. Noen av hjelpeberegningene er skattesats og syntetisk rating som er viktige elementer i den fundamentale verdsettelsen. Regnskapsanalysen belyser også andre aspekter med selskapet med tanke på soliditet, trend og økonomisk utvikling. Dette kan være nyttig informasjon for beslutningsgrunnlaget til en investor.

5.1. Rammeverk og forutsetninger

Vi har gjennomført en regnskapsanalyse av Seadrill Limited i perioden 2006-2010 som baserer seg på årsrapporter og kvartalsrapporter. Vi forutsetter at opplysningene i rapportene er korrekte og kvalitetssikret av revisor. Revisor skal forhindre regnskapsmanipulasjon og det kan være mistenkelig dersom selskapet skifter revisor. Dette betraktes som et såkalt rødt flagg (Schack, 2009). Seadrill skiftet revisor i 2006 fra Ernst & Young til Price Waterhouse Coopers (PWC). Årsaken til dette kan være at øvrige Fredriksen selskaper bruker PWC (eks. Frontline). Vi mener dette ikke relevant for vår analyse, siden dette er 5 år siden i 2011.

Flere verdsettelsener inneholder et fremtidsregnskap. Et fremtidsregnskap kan brukes til blant annet å beregne fremtidige multipler og kontantstrømmer til selskapet. Vi mener det blir vanskelig å estimere et resultatregnskap for fremtiden. Det historiske resultatregnskapet til Seadrill inneholder flere ekstraordinære inntekter, store svingninger i finansielle inntekter og kostnader, og en varierende skattesats. Seadrill har også balanseført rentekostnader i forbindelse med nybygg, fremfor å belaste resultatregnskapet. Når det gjelder Seadrill sin

balanse ser vi ingen klar utvikling. Flere av postene som for eksempel restricted cash/bundne midler, kontanter og ekvivalenter, og investeringer i tilknyttede selskaper varierer i størrelse for hvert år. Dette er ikke unaturlig, men vi mener at det blir vanskelig å predikere størrelsen på disse i fremtiden. Vi bruker derimot innhentet informasjon fra Seadrill og ulike finansinstitusjoner for å utarbeide en forventet kontantstrøm og multipler til selskapet. Dette er informasjon som også analytikere og investorer har tilgang til, og kan benyttes i analyser/verdsettelse av selskapet. Vi ser det derfor som mer hensiktsmessig å anvende denne type informasjon til å utarbeide fremtidige kontantstrømmer, fremfor prediksjon basert på historisk utvikling av regnskapsinformasjonen av et relativt ungt selskap. På bakgrunn av disse opplysningene mener vi et fremtidsregnskap blir overflødig.

Resultatregnskapet viser selskapets inntekter og kostnader. Resultatet kan variere sterkt fra år til år på grunn av ekstraordinære eller unormale poster. Ekstraordinære poster kan være salg av eiendeler, unormale finanskostnader, kostnader i forbindelse med reparasjon av rigger, etc. Disse postene er ofte av betydelig størrelse og påvirker selskapets resultat. Dette gjør det vanskeligere for en investor å se selskapets egentlige evne til å tjene penger. Vi vil derfor synliggjøre selskapets lønnsomhet ved å omgruppere regnskapet.

5.1.1. Omgruppering

En investor er interessert å finne ut om et selskap har evne til å generere fortjeneste. Vi omgrupperer regnskapet i en operasjonell og finansiell del, i tillegg til at vi normaliserer resultatregnskapet. Årsaken til dette er at selskapets operasjonelle lønnsomhet kommer bedre til syne ved å dele opp balansen. Når vi deler balansen i en operasjonell del kan vi finne operasjonell skattesats, som brukes i den fundamentale verdsettelsen. Resultatregnskapet normaliseres ved å ta bort ekstraordinære eller engangsposter. Ekstraordinære poster er ofte av betydelig størrelse og kan påvirke resultatet i sterk grad. Ved å utelate ekstraordinære poster kommer selskapet "reelle" lønnsomhet til syne. Flere selskaper foretar transaksjoner direkte mot egenkapitalen, såkalt "dirty surplus" eller egenkapitaltransaksjoner.

Egenkapitaltransaksjoner skal inkluderes i det omgrupperte resultatregnskapet, og oppstår hovedsakelig gjennom valutaendringer på finansielle poster, eller urealiserte tap og gevinster på verdipapirer (Penman, 2010). Det omgrupperte resultatregnskapet inneholder egenkapitaltransaksjoner og viser totalresultatet, eller comprehensive income som tilfaller egenkapitalen. Denne omgrupperingen gir investoren et bedre bilde av selskapets lønnsomhet og bedrer beslutningsgrunnlaget. Vi bruker også det omgrupperte regnskapet for å finne reell rentekostnad, historisk avkastningskrav og syntetisk rating. Nedenfor presenterer vi rammeverket for omgruppering av resultatregnskapet i oppgaven.

Reformulated Comprehensive Income Statement	
	Net Sales
-	Expenses to generate sales
=	Operating income from sales (before tax)
-	Tax on operating income from sales
+	Tax as reported
+	Tax benefit from net financial expenses
-	Tax allocated to other operating income
=	Operating income from sales (after tax)
+/-	Other operating income (expense) requiring tax allocation
	Restructuring charges and asset impairments
	Merger expenses
	Gains and losses on asset sales
	Gains and losses on security transactions
-	Tax on other operating income
+/-	After-tax operating items
	Equity share in subsidiary income
+/-	Operating items in extraordinary income
+/-	Dirty-surplus operating items
	Hidden dirty-surplus operating items
	Operating income (after tax)
-	Net financial expenses after tax
+	Interest expense
-	Interest revenue
+/-	Realized gains and losses on financial assets
=	Net interest expense before tax
-	Tax benefits from net interest expenses
=	Net interest expenses after tax
+/-	Gains and losses on debt retirement
+/-	Dirty-surplus financial items (including dividends)
+/-	Hidden dirty-surplus financing items
-	Minority interest
=	Comprehensive income to common

Figur 22: Rammeverk omgruppering av resultatregnskap. Kilde: Penman, 2010 side 304.

Regnskapene presentert i årsrapportene er kreditor orientert. Vi omgrupperer regnskapet for å se det igjennom en investors øyne. Dette innebærer at noen poster som for eksempel utbytte må justeres. Utbytte betraktes som kortsiktig gjeld for et selskap, men for en investor er dette egenkapital siden en investor kan ikke skyldte penger til seg selv. Nedenfor presenterer vi rammeverket som er brukt i omgrupperingen av balansen.

The Reformulated Balance Sheet	
Assets	Liabilities and Stockholders' Equity
Financial assets:	Financial liabilities:
Cash equivalents	Short-term borrowings
Short-term investments	Current maturities of long-term debt
Short-term notes receivable(?)	Short-term notes payable (?)
Long-term debt investments	Long-term borrowing (bank loans, bonds payable, notes payable)
	Lease obligations
	Preffered stock
Operating assets:	Operating liabilities:
All else	All else
	Minority interest
	Common equity

Figur 23: Rammeverk omgruppering av balanse. Kilde: Penman, 2010 side 293.

5.1.2. Målefeil

Årsrapportene er revidert av revisor men kan inneholde målefeil. Målefeil er for eksempel når balanseførte pensjonsforpliktelsener er for lave i forhold til de virkelige forpliktelsene selskapet står overfor. Vi har 3 typer målefeil, type 1, type 2 og type 3. Type 1 er differansen mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi. Type 2 oppstår som en følge av målefeil mellom god regnskapsskikk og korrekt historisk kost. Den siste målefeilen, type 3, oppstår når kreativ regnskapsføring forekommer (Knivsflå, 2008 a). Ifølge Knivsflå finnes det en fjerde type målefeil

som ikke knyttes til selve regnskapsføringen. Denne målefeilen oppstår ved "bobledannelse" i markedet. Her kan det oppstå en kunstig "boble" mellom aksjekurs og fundamentale verdier i selskapet.

I vår oppgave har vi ikke justert for målefeil. Vi mener at grunnlaget for justering av målefeil ikke er tilstrekkelig. Dersom vi justerer for målefeil kan vi risikere å gjøre målefeilene enda større. Målefeilene har dessuten en tendens til å viske hverandre ut (pers.medd.,Arnold Drange, UIS 2010).

5.1.3. Likviditetsanalyse

Hensikten med en likviditetsanalyse er å se om et selskap er i stand til å betale sine forpliktelser. Et selskap med dårlig likviditet, har problemer med å betale kortsiktige og langsiktige forpliktelser. For å analysere likviditeten bruker vi nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad. Disse to nøkkeltallene inngår i den syntetiske ratingen (jf.kap 5.1.5.) og er en viktig del av den fundamentale verdsettelsen.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er beregnet ved å ta omløpsmidler delt på kortsiktig gjeld. Bankvesenet krevde fra gamle dager at dette tallet skulle være 2 (Kinserdal, 2005).

$$Likviditetsgrad\ 1 = \frac{Omløpsmidler}{Kortsiktig\ gjeld}$$

Likviditetsgrad 1 sier noe om hvordan et selskap er i stand til å betale sine kortsiktige forpliktelser. Kortsiktige forpliktelsene er i hovedsak knyttet til den vanlige driften (Damodaran, 2002). Et selskap som har et forholdstall lavere enn 1, betyr at selskapet har flere forpliktelser enn likvide eiendeler. Denne beregningen tar ikke høyde for selskapets kassekreditt. Kassekreditt brukes når et selskap har lite likvider tilgjengelig på et betalingstidspunkt og øker

selskapets betalingsevne og likviditetsgrad. Likviditetsgrad 1 kan derfor være misvisende i forhold til selskapets evne til å betale kortsiktige forpliktelser.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad måler selskapet sin kapasitet til å betjene renter og avdrag på lang sikt. Vi finner selskapets rentedekningsgrad ved å ta EBIT dividert på rentekostnadene (Damodaran, 2002).

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

Et selskap kan ha en høy rentedekningsgrad, men volatiliteten på EBIT må også tas med i betraktningen. En volatil EBIT vil føre til en volatil rentedekningsgrad. Dette kan bety at selskapet har risiko for å bli insolvent og dermed konkurs.

5.1.4. Soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen er langsiktig orientert og ser på selskapets evne til å tåle fremtidige tap. I denne delen av analysen vil vi avdekke om selskapet besitter de nødvendige finansielle "muskulene" for å stå imot dårlige perioder.

Egenkapitalandel

Et selskap som rapporterer negativ fortjeneste kompenserer ofte med å bruke en del av egenkapitalen. Egenkapitalen fungerer som en buffer der selskapets inntekter ikke dekker kostnadene. Det er essensielt for et selskap å ha tilstrekkelig stor egenkapital i forhold til sine totale eiendeler. En lav egenkapitalandel kan i perioder med sviktende inntekter føre til store økonomiske problemer. Egenkapitalandelen er beregnet med å ta balanseført egenkapital dividert på total kapital (jf. formel på neste side).

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Total kapital}}$$

Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen forteller hvordan forholdet mellom egenkapital og gjeld er i et selskap. Dette forholdet viser også hvordan eiendelene i et selskap er finansiert. Et selskap med høy gjeld og liten egenkapital er i utgangspunktet dårligere skikket til å stå imot dårlige tider.

5.1.5. Syntetisk rating

Standard & Poor's har utarbeidet en indeks som predikerer sannsynligheten for konkurs.

Sannsynligheten er beregnet på bakgrunn av forholdstall som likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet. Forholdstallene sammenlignes mot en tabell, som gir en rating. Det vektete snittet av ratingene gir selskapet en konkurssannsynlighet og risikopremie. Tabellen som er brukt i vår oppgave er hentet fra Kjell Henry Knivsflå sine notater.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Årlig konkurssansynlighet	Risiko premie
AAA	8,9	11,6	89,5 %	30,8 %	0,0001	0,1
AA	4,6	4,83	75,5 %	21,6 %	0,0012	0,15
A	2,35	2,76	55,0 %	13,1 %	0,0024	0,25
BBB	1,45	1,69	38,0 %	8,2 %	0,0037	0,4
BB	1,05	1,06	27,0 %	5,4 %	0,0136	0,6
B	0,75	0,49	17,5 %	2,6 %	0,0608	1
CCC	0,55	-0,35	10,5 %	-0,2 %	0,3085	3
CC	0,45	-1,17	3,0 %	-0,3 %	0,5418	9
C	0,35	-2	-10,0 %	-5,8 %	0,7752	27
D					0,9999	

Tabell 6: Syntetisk rating. Kilde: Knivsflå, 2010.

5.1.6. Lønnsomhetsanalyse

Det finnes en rekke nøkkeltall som kan brukes for å måle lønnsomheten i et selskap. Vi har nøkkeltall som viser avkastning på egenkapital, totalkapital, og netto eiendeler. Nøkkeltallene vil kunne belyse flere sider av selskapet. Et selskap som har en negativ avkastning på egenkapitalen trenger ikke nødvendigvis være et uinteressant investeringsobjekt. Her kan det være hensiktsmessig å se på andre forholdstall. Vi har valgt å se på avkastning på egenkapital og eiendeler i vår analyse. Disse lønnsomhetstallene benyttes også i kapittel 8, hvor vi sammenligner Fredriksen kontrollerte selskaper mot konkurrerende selskaper.

Avkastning på egenkapital

ROE er avkastning på egenkapital eller return on equity. Dette tallet måler den prosentvise avkastningen resultatet tilfører egenkapitalen. ROE egner seg til å sammenligne selskaper innenfor samme bransje. Vi beregner avkastningen på egenkapitalen ved å ta netto inntekt delt på bokført egenkapital.

$$\text{Avkastning på egenkapital} = \frac{\text{Netto inntekt}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Avkastning på eiendeler

Return on Assets eller ROA måler netto operasjonell lønnsomhet fra eiendelene før finansielle effekter (Damodaran, 2002). Vi beregner ROA ved formelen

$$ROA = \frac{EBIT (1 - Skatt)}{Totalkapital}$$

Damodaran hevder at ROA kan beregnes uten skattelementet, såkalt pretax ROA. Vi har brukt pretax ROA i regresjonsanalysen i kapittel 8.

Penman og Damodaran mener at ROA kan beregnes på en alternativ måte. ROA kan også beregnes ved å ta resultatet pluss rentekostnader etter skatt, delt på gjennomsnittlig totale eiendeler (Penman, 2010 side 369).

$$ROA = \frac{\text{Resultat} + \text{Rentekostnader (etter skatt)}}{\text{Gjennomsnittlig totale eiendeler.}}$$

Denne ROA beregningen blander finansielle og operasjonelle aktiviteter. Resultater inneholder elementer fra den finansielle aktiviteten til selskapet og de totale eiendelene inneholder finansielle eiendeler. Det oppstår unøyaktighet i ROA når telleren inneholder rentekostnader (gjennom resultatet), mens de totale eiendelene ikke inneholder gjeld (Penman, 2010). Penman hevder at ROA er et dårlig mål på operasjonell lønnsomhet og foretrekker Return On Net Operating Assets, RNOA.

RNOA kan finnes ved å ta EBIT delt på netto operasjonelle eiendeler.

$$RNOA = \frac{EBIT}{\text{Netto Operasjonelle Eiendeler}}$$

5.1.7. Historisk avkastningskrav

Et selskap som har avkastning over avkastningskravet genererer superprofitt. Avkastningskravet er beregnet med å bruke Capital Asset Pricing Model (CAPM) og Weighted Average Cost of Capital (WACC). CAPM er en modell for avkastningskravet til egenkapital, eller aksjeprisavkastning, mens WACC er en modell for avkastningskravet til total kapitalen (Damodaran, 2002). Disse modellene beregner selskapets avkastningskrav basert på faktorer som gjeldsgrad, risikofri rente, markedets risikopremie, skattesats og systematisk risiko (beta).

CAPM

Avkastningskravet eller alternativkostnaden for en investering er definert som forventet avkastning på en investering i kapitalmarkedet med tilsvarende risiko. Den mest brukte og

kjente modellen er kapitalverdimodellen, også kjent som CAPM. CAPM definerer en aksjes systematiske risiko mot sensitiviteten til markedet. Matematisk uttrykkes CAPM på følgende måte:

$$E(R) = R_f + \beta[E(R_m) - R_f]$$

CAPM modellen postulerer at forventet avkastning på en aksje($E(R)$) er lik risikofri rente(R_f), pluss aksjens beta(β) multiplisert med markedets risikopremie($[E(R_m) - R_f]$) (Koller, Goedhart & Wessels, 2005).

Risikofri rente

Risikofri rente skal reflektere den avkastningen investorer kan oppnå uten å ta risiko. Når man gjør en langsiktig investering er det viktig at den risikofrie renten som brukes i avkastningskravet passer best mulig med den gjennomsnittlige risikofrie renten i investeringsperioden (Koller et al., 2005). Ifølge Damodaran skal risikofri rente oppfylle to kriterier; *den skal ikke ha konkurs risiko og det skal ikke være noen risiko ved reinvestering*. Eksempler på risikofri rente er de amerikanske statsobligasjonene, t-bills⁸ og t-bonds⁹.

Risiko premie

Investorer krever en risikopremie for å investere i risikable fremfor risikofrie prosjekter. Markedets risikopremie er differansen mellom markedets forventede avkastning og risikofrie rente. Denne faktoren er en av de mest omdiskuterte innen finans (Koller et al., 2005). Det finnes mange ulike metoder for å estimere markedets risikopremie, blant disse er å se på historisk meravkastning. Investorer er risikoaverse, og krever derfor en premie for å holde aksjer fremfor statsobligasjoner.

⁸ Treasury bills, korte renter.

⁹ Treasury bonds, lange renter

WACC

Kapitalkostnaden til alle finansielle investorer er beregnet med WACC modellen. Den viktigste underliggende faktoren ved implementering av kapitalkostnaden er konsistensen mellom frie kontantstrømmer og komponentene i WACC (Koller et al., 2005). WACC må inkludere den nødvendige avkastning for hver enkelt investor (Koller et al., 2005). Denne modellen er velegnet for å kalkulere diskonteringsrenten som brukes til å estimere nåverdien til fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen. I sin enkleste form uttrykker modellen kapitalkravet for aksjonærer og kreditorer basert på markedsverdier av gjeld og egenkapital.

$$WACC = \frac{Gjeld}{Totalkapital} * R_d(1 - Skattesats) + E(R) * \frac{Egenkapital}{Totalkapital}$$

I WACC modellen er R_d gjeldskostnader multiplisert med 1-skattesats for å ta hensyn til skattefordel ved gjeld. $E(R)$ er avkastningskravet til egenkapitalen, som er beregnet ved hjelp av CAPM. $Gjeld/Totalkapital$ og $Egenkapital/Totalkapital$ viser hvordan selskapets eiendeler er finansiert (Koller et al., 2005).

5.2. Historiske resultatregnskap og balanser

Dette kapitlet presenterer historiske regnskapstall for Seadrill i perioden 2006-2010. Vi har valgt å utelate 2005, fordi regnskapet i oppstartsåret anser vi ikke som relevant. Oppstartsåret bærer preg av store investeringer, oppkjøp av konkurrenter og kapitalutvidelse i forbindelse med børsnotering. 2005 er derfor ikke relevant når vi skal estimere et "normalår" og nøkkeltall som brukes i den fundamentale verdsettelsen. Tallene fra 2010 er ureviderte, siden disse er hentet i fra den siste kvartalsrapporten i 2010. Nedenfor presenterer vi resultatregnskapet og deretter balansene for årene 2006-2010.

RESULTATREGNSKAP (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsinntekter					
Kontraktsinntekter	\$942 300	\$1 318 500	\$1 867 800	\$3 044 900	\$3 822 800
Reimbursables	\$109 000	\$146 600	\$163 500	\$166 000	\$191 900
Andre inntekter	\$103 300	\$87 000	\$74 500	\$43 000	\$26 100
Totale driftsinntekter	\$1 154 600	\$1 552 100	\$2 105 800	\$3 253 900	\$4 040 800
Gevinst ved salg av eiendeler	\$0	\$124 200	\$80 100	\$71 100	\$26 100
Driftskostnader					
Fartøy & riggekostnader	\$587 800	\$755 400	\$1 021 600	\$1 252 800	\$1 604 900
Reimbursables	\$103 400	\$139 400	\$156 600	\$154 900	\$178 600
Avskrivninger & nedskrivninger	\$167 600	\$182 900	\$233 200	\$395 900	\$479 800
Administrasjonskostnader	\$69 700	\$109 800	\$125 800	\$149 100	\$178 200
	\$928 500	\$1 187 500	\$1 537 200	\$1 952 700	\$2 441 500
Driftsresultat/EBIT	\$226 100	\$488 800	\$648 700	\$1 372 300	\$1 625 400
Finansposter					
Renteinntekter	\$14 000	\$23 600	\$30 900	\$78 100	\$42 500
Rentekostnader	-\$79 800	-\$112 700	-\$130 000	-\$228 400	-\$312 400
Resultat fra tilknyttede selskaper	\$26 600	\$23 200	\$15 600	\$92 400	\$47 800
Endring virkelig verdi på finansielle derivater		\$6 900	-\$353 300	\$129 600	-\$92 400
Valutafortjeneste	-\$3 600	-\$52 900	\$130 800	-\$25 400	-\$25 700
Gevinst ved revurdering av tidligere holdt eierandel				\$0	\$110 600
Gevinst ved kjøp under markedspris				\$0	\$56 200
Gevinst ved salg av tilknyttede selskaper			\$150 500		
Tap ved verdifall på verdipapirer og investeringer i tilknyttede selskaper			-\$615 000		
Tap på gjeld slokking				\$0	-\$145 000
Andre finansposter	\$83 600	\$9 800	\$22 200	\$54 500	\$23 900
Sum finansielle poster	\$40 800	-\$102 100	-\$748 300	\$100 800	-\$294 500
Resultat før skatt & minoriteter	\$266 900	\$386 700	-\$99 600	\$1 473 100	\$1 330 900
Skattekostnad	-\$22 400	\$78 300	-\$48 300	-\$120 000	-\$159 300
Minoritetsinteresser netto inntekt på datterselskaper	-\$30 400	-\$13 000	-\$41 700	-\$91 900	-\$54 700
Gevinst ved utstedelse av aksjer i datterselskap		\$50 000	\$25 200		
Resultat	\$214 100	\$502 000	-\$164 400	\$1 261 200	\$1 116 900

Tabell 7: Historisk resultatregnskap. Kilde: Årsrapporter fra Seadrill.

Resultatregnskapet viser positive tall i analyseperioden. Selskapet har vist en stadig økende EBIT i analyseperioden. Resultatet bidrar med positive bidrag til egenkapitalen, bortsett fra i 2008. Årsaken til det negative resultatet i 2008 skyldes et verdifall på finansielle verdipapirer. Dette verdifallet knyttes til verdifall i Pride, Scorpion Offshore og SapuraCrest Bhd. Aksjekursen på de 3 selskapene falt kraftig i slutten av 2008 på grunn av finanskrisen.

BALANSE 31.12.					
EIENDELER (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
Omsettelige verdipapirer	\$105 900	\$240 400	\$134 700	\$742 300	\$598 200
Kundefordringer	\$194 100	\$220 500	\$341 100	\$451 600	\$696 500
Kontanter og kontantekvivalenter	\$210 400	\$997 000	\$376 400	\$460 000	\$755 100
Andre eiendeler/omløpsmidler	\$246 200	\$223 100	\$530 900	\$465 000	\$677 800
Restricted cash/bundne midler	\$0	\$15 900	\$280 700	\$142 100	\$155 400
Sum omløpsmidler	\$756 600	\$1 696 900	\$1 663 800	\$2 261 000	\$2 883 000
Investeringer i tilknyttede selskaper	\$238 100	\$176 100	\$240 100	\$321 000	\$205 300
Nybygg	\$2 025 400	\$3 339 800	\$3 660 500	\$1 430 900	\$1 247 200
Rigg enheter	\$2 293 300	\$2 451 900	\$4 645 500	\$7 514 300	\$10 795 300
Andre immatrielle eiendeler	\$0	\$0	\$20 100	\$23 500	\$56 600
Goodwill	\$1 256 500	\$1 509 500	\$1 547 300	\$1 596 000	\$1 676 500
Utsatt skattefordel	\$109 700	\$3 700	\$9 700	\$13 400	\$29 600
Restricted cash	\$0	\$0	\$345 900	\$371 000	\$304 900
Utstyr	\$0	\$61 400	\$83 100	\$115 100	\$158 400
Andre anleggsmidler	\$63 100	\$53 800	\$88 500	\$185 200	\$140 600
Sum anleggsmidler	\$5 986 100	\$7 596 200	\$10 640 700	\$11 570 400	\$14 614 400
Totale eiendeler	\$6 742 700	\$9 293 100	\$12 304 500	\$13 831 400	\$17 497 400

Tabell 8: Historiske eiendeler. Kilde: Årsrapporter fra Seadrill

EGENKAPITAL OG GJELD (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
Kortsiktig rentebærende gjeld	\$255 400	\$484 100	\$746 100	\$774 100	\$876 100
Leverandørgjeld	\$105 700	\$167 300	\$119 300	\$84 700	\$94 700
Annen kortsiktig gjeld	\$371 500	\$503 300	\$1 192 400	\$1 175 300	\$1 439 000
Sum kortsiktig gjeld	\$732 600	\$1 154 700	\$2 057 800	\$2 034 100	\$2 409 800
Langsiktig rentebærende gjeld	\$2 559 300	\$4 116 400	\$6 690 700	\$6 621 800	\$8 175 800
Utsatt skatt	\$324 800	\$96 100	\$125 000	\$124 500	\$180 800
Annen langsiktig gjeld	\$199 000	\$198 100	\$209 000	\$238 100	\$254 700
Sum langsiktig gjeld	\$3 083 100	\$4 410 600	\$7 024 700	\$6 984 400	\$8 611 300
Total gjeld	\$3 815 700	\$5 565 300	\$9 082 500	\$9 018 500	\$11 021 100
Minoriteter	\$212 000	\$104 600	\$592 800	\$633 900	\$539 300
Innskutt egenkapital	\$2 449 800	\$2 778 500	\$2 791 900	\$3 277 100	\$4 381 300
Opptjent egenkapital	\$255 600	\$844 700	-\$162 700	\$901 900	\$1 555 700
Annet	\$9 600	0	0		
Total egenkapital	\$2 715 000	\$3 623 200	\$2 629 200	\$4 179 000	\$5 937 000
Sum egenkapital og gjeld	\$6 742 700	\$9 293 100	\$12 304 500	\$13 831 400	\$17 497 400

Tabell 9: Historisk egenkapital og gjeld. Kilde: Årsrapporter fra Seadrill

Balansene til Seadrill bærer preg av et selskap som investerer og vokser. Seadrill har gjort store investeringer, og er i skrivende stund det 3.største riggselskapet i verden målt i markedsverdi. Det er verdt å legge merke til den høye gjelden som Seadrill opererer med. Siden 2006 har størrelsen på gjelden økt med 189 % og totalkapitalen 160 %. Høy gjeld går igjen i alle Fredriksen kontrollerte selskaper, og Seadrill er ikke et unntak. I 2008 utgjorde gjelden 78 % av totalkapitalen, mens i 2010 er gjeldsandelen 65 %. Den lave egenkapitalandelen kan tyde på at selskapet er dårlig skikket til å stå imot tider med sviktende inntjening. Vi skal analysere selskapets risiko senere i oppgaven.

Nedenfor er den årlige egenkapitalendringen presentert. I kjent Fredriksen stil betaler selskapet store utbytter. Allerede i selskapets 3.driftsår betaler selskapet utbytte til sine aksjonærer.

Årsrapportene viser at egenkapitalen øker hvert år, bortsett i fra 2008. Dette viser at selskapet er i stand til å tjene penger og dette er positivt for både selskap og investorer. Fra 2009 til 2010 kan økningen i egenkapitalen tilskrives egenkapitaltransaksjoner. Disse transaksjonene kan knyttes til reversering av realiserte tap og valutaendringer på verdipapirer. I analyseperioden har størrelsen på egenkapitalen økt, men egenkapitalandelen er blitt redusert.

Oversikt over egenkapitalendring (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
Egenkapital 1.1. (IB)	\$800 201	\$2 715 000	\$3 623 200	\$2 629 200	\$4 179 000
+ Resultat før skatt	\$266 900	\$386 700	-\$99 600	\$1 473 100	\$1 330 900
- Skattekostnad (S)	-\$22 400	\$78 300	-\$48 300	-\$120 000	-\$159 300
- Utbytte (U)	\$0	\$0	-\$688 100	-\$199 400	-\$387 895
+ Nytilført egenkapital	\$1 724 400	\$303 900	\$0	\$129 700	\$0
- Minoritet	-\$30 400	-\$13 000	-\$41 700	-\$91 900	-\$54 700
+ Gevinst ved utstedelse av aksjer i datterselskap	\$0	\$50 000	\$25 200	\$0	\$0
+ Egenapitaltransaksjoner	-\$23 701	\$102 300	-\$141 500	\$358 300	\$1 028 995
= Egenkapital 31.12. (UB)	\$2 715 000	\$3 623 200	\$2 629 200	\$4 179 000	\$5 937 000
Kontroll	\$2 715 000	3623200	2629200	4179000	5937000
Prosentvis endring EK	239,29 %	33,45 %	-27,43 %	58,95 %	42,07 %

Tabell 10: Egenkapitalendring 2006-2010.

5.2.1. Omgruppering av historisk resultatregnskap og balanse

Vi omgrupperer regnskapet fra et kreditor- til et investororientert regnskap. Årsaken til dette er at en investor ser på et regnskap med andre "øyne" enn en kreditor. Omgrupperingen innebærer å skille mellom driftsrelatert og driftsfremmede eiendeler, og mellom driftsrelatert og finansiell gjeld. Videre må investoren ta hensyn til hyppige brudd på kongruensprinsippet (Penman, 2010). Omgrupperingen av regnskapet skiller også mellom skattekostnad knyttet til normal og unormal inntjening. Denne omgrupperingen fører til at enkelte poster må justeres. Omgruppering innebærer blant annet å ta ut ekstraordinære elementer fra resultatregnskapet slik at resultatet presenterer et "normalår". I avsnittene nedenfor gjennomgår vi forutsetninger for våre justeringer.

Egenkapitaltransaksjoner:

Vi har tidligere i oppgaven fortalt hva egenkapitaltransaksjoner er og hvorfor de oppstår i henholdt til teori. Seadrill har i analyseperioden utført transaksjoner direkte mot egenkapitalen. Comprehensive income består av rapportert resultat pluss egenkapitaltransaksjoner, og presenterer på mange måter det reelle resultatet til selskapet hvert år. Comprehensive income er hentet i fra Seadrill sine årsrapporter.

Comprehensive income (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
= Rapportert resultat	\$214 100	\$502 000	-\$164 400	\$1 261 200	\$1 116 900
+ Egenkapitaltransaksjoner	-\$23 701	\$102 300	-\$141 500	\$358 300	\$1 028 995
= Comprehensive income	\$190 399	\$604 300	-\$305 900	\$1 619 500	\$2 145 895

Tabell 11: Comprehensive income.

I tidsrommet 2006-2010 har det vært en stigende trend i comprehensive income.

Egenkapitaltransaksjonene skyldes i hovedsak valuta- og verdiendringer på verdipapirer og lignende, i tillegg til gjeldslukking. Siden 2006 har beløpet på egenkapitaltransaksjonene økt, bortsett fra i 2008. Denne økningen skyldes ikke et økende antall egenkapitaltransaksjoner, men størrelsen på finansiell gjeld og eiendeler. De finansielle postene har økt siden 2006, og verdiendringer slår ut i større beløp. 2008 betraktes som et unormalt år på grunn av finanskrisen, og comprehensive income forverres av et verdifall på selskapets verdipapirer som følge av krakket finanskrisen forårsaket.

Utbytte

Vi har ikke hatt behov for å justere for utbytte i det omgrupperte regnskapet. Regnskapsføring i henhold til US GAAP medfører at utbytte ikke balanseføres (Knivsflå, 2008 b). Utbytte blir regnskapsført i perioden utbytte blir formelt godkjent av selskapets styre.

Ekstraordinære poster i resultatregnskapet

I analyseperioden har vi avdekket flere ekstraordinære poster i resultatregnskapet. Vi vil nedenfor gjennomgå de ulike postene i resultatregnskapet og kommentere justeringer som er gjort.

Kontraktsinntekter

Kontraktsinntektene består av dagrater generert av riggflåten til Seadrill Ltd, og i tillegg føres bonuser som inntekter. Bonusene oppstår når selskapet overgår gitte prestasjonsmål og ferdigstiller kontrakter. Inntekter som knyttes til mobilisering, oppgraderinger og personell utvidelse går også under kontraktsinntekter (Årsrapport Seadrill, 2009). Vi har ikke foretatt noen justeringer på denne posten.

Reimbursables

Kjøp av utstyr som er avtalt i henhold til kontrakt inntektsføres under reimbursables. Dette kan være kjøp av utstyr og konsulenttenester for kunder av Seadrill. Reimbursables finnes som inntekt og kostnadspost i resultatregnskapet, og kan anses som en utleggspost for kunder av Seadrill (Årsrapport Seadrill, 2009). Historisk sett har Seadrill belastet sine kunder 5-7 % for disse utleggene. Vi ser ikke noe unormalt med postene og lar disse være ujustert i omgrupperingen.

Andre inntekter

Andre inntekter er knyttet til fordelaktige kontrakter som Seadrill har tilegnet seg gjennom oppkjøp av konkurrenter. En fordelaktig kontrakt er en kontrakt som opererer med høyere dagrater enn dagens dagratekurs (Årsrapport Seadrill, 2009). I 2006 kjøpte Seadrill Smedvig AS, og tilegnet seg en fordelaktig kontrakt. Den årlige inntektsføringen presenterer nåverdien til kontrakten, sammenlignet med dagens dagrater (Årsrapport Seadrill, 2006). Det er forventet at denne posten gradvis går mot null i løpet av de neste 2-3 årene. Vi betrakter disse inntektene som ordinære og har derfor ikke justert denne posten.

Gevinst ved salg av eiendeler

Gevinst ved salg av eiendeler kan betraktes som en ekstraordinær post i resultatregnskapet.

Salg av eiendeler generer inntekter for selskapet og påvirker resultatet i positiv grad.

Ekstraordinær inntekt (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
Gevinst ved salg av eiendeler	\$0	\$124 200	\$80 100	\$71 100	\$26 100

Tabell 12: Ekstraordinære inntekter.

Årsrapportene viser at Seadrill siden 2007 har rapportert gevinster i forbindelse med salg av eiendeler. Salgene har bidratt positivt til Seadrill sin netto fortjeneste og vi mener gevinsten skal ekskluderes i et investor orientert regnskap. Normalt skal poster som utelates i et omgruppert regnskap være ekstraordinære eller engangsposter. Gevinst ved salg av eiendeler er på ingen måte en engangspost, men har vært en gjenganger siden 2007. I tabellen nedenfor har vi spesifisert salgene de ulike årene.

(I millioner)	Salgssum	Bokført verdi	Gevinst/Tap
Salg av West Larissa	N/A	N/A	26,1
Sum 2010			26,1
Salg av jack-up riggen West Ceres	178	157	21
Fortjeneste ved skrotning av jack-up riggen West Atlas	200	142	58
Fortjeneste ved salg av eierandeler i Chestnut field	4,1	0,1	4
Tap relatert til jack-up riggen West Elara	10,8	22,8	-12
Sum 2009	392,9	321,9	71
Salg av jack-up riggen West Titiania	131,4	51,3	80,1
Sum 2008	131,4	51,3	80,1
Salg av FPOS Crystal Sea	80	25,3	54,7
Salg av FPOS Crystal Ocean	90	20,5	69,5
Sum 2007	170	45,8	124,2

Tabell 13: Salg av eiendeler. Kilde: Årsrapport Seadrill, 2009.

Vi mener at gevinst ved salg av eiendeler er en ekstraordinær post og ikke en del av den operasjonelle driften til Seadrill. Det omgrupperte resultatregnskapet viser den operasjonelle lønnsomheten og utelater derfor de ekstraordinære postene fra driftsresultatet.

Kostnader

Seadrill deler kostnadene inn i fartøy og riggekostnader, reimbursables, avskrivninger og nedskrivninger, og administrasjonskostnader (G&A). Ifølge årsrapportene til Seadrill kan vi ikke se noen grunn til å foreta justeringer på disse kostnadene. Kostnadene er knyttet til den normale driften av selskapet, og større kostnader i forbindelse med overhaling og reparasjon av rigger er ført under avskrivning og nedskrivninger. Vi ser ingen grunn til å foreta justeringer på selskapets kostnader.

Finansielle inntekter og kostnader

I den finansielle delen av resultatregnskapet har vi foretatt justeringer for å normalisere resultatet. Seadrill inkluderer poster som "salg av tilknyttede selskaper." og "tap ved verdifall på verdipapirer og investeringer i tilknyttede selskaper.". Disse postene er av vesentlige beløp og inkluderes ikke i det omgrupperte resultatet (jf. historisk resultatregnskap). Vi har latt poster som renteinntekter, rentekostnader og resultat fra tilknyttede selskaper være uberørte i omgrupperingen. Disse tre postene utgjør en del av det normale resultatet til Seadrill og er derfor relevante i et "normalår". De resterende postene, som for eksempel endring i virkelig verdi på finansielle derivater, valutafortjeneste, gevinster som følge av revurdering, og salg av verdipapirer er utelatt fra det omgrupperte resultatregnskapet. Postene som er merket "andre finansposter" tilskrives salg av verdipapirer og aksjer i henhold til årsrapportene. "Andre finansposter" betraktes som ekstraordinære og ekskluderes fra det omgrupperte resultatet.

Oppsummering ekstraordinære poster i resultatregnskapet

I tabellen nedenfor oppsummeres alle postene vi betrakter som ekstraordinære i resultatregnskapet.

Ekstraordinære poster (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
Fortjeneste ved salg av eiendeler	\$0	\$124 200	\$80 100	\$71 100	\$26 100
- Skattekostnad	0	0	0	0	0
= Netto ekstraordinære poster	\$0	\$124 200	\$80 100	\$71 100	\$26 100
Ekstraordinære finansielle poster					
+ Endring virkelig verdi på finansielle derivater	\$0	\$6 900	-\$353 300	\$129 600	-\$92 400
+ Valutafortjeneste	-\$3 600	-\$52 900	\$130 800	-\$25 400	-\$25 700
+ Gevinst ved revurdering av tidligere holdt eierandel	\$0	\$0	\$0	\$0	\$110 600
+ Gevinst ved kjøp under markedspris	\$0	\$0	\$0	\$0	\$56 200
+ Gevinst ved salg av tilknyttede selskaper	\$0	\$0	\$150 500	\$0	\$0
+ Tap ved verdifall på verdipapirer og investeringer i tilknyttede selskaper			-\$615 000		
+ Tap på gjeld slokking	\$0	\$0	\$0	\$0	-\$145 000
+ Andre finansposter	\$83 600	\$9 800	\$22 200	\$54 500	\$23 900
= Netto ekstraordinære finansielle poster	\$80 000	-\$36 200	-\$664 800	\$158 700	-\$72 400
Ekstraordinære poster					
+ Egenkapitaltransaksjoner	-\$23 701	\$102 300	-\$141 500	\$358 300	\$1 028 995
= Ekstraordinære poster	\$56 299	\$190 300	-\$726 200	\$588 100	\$982 695

Tabell 14: Ekstraordinære poster fra resultatregnskapet.

2008 var et tøft år for Seadrill sine finansielle eiendeler. Selskapet tapte nærmere 1 milliard dollar som følge av et verdifall på verdipapirer og aksjer. Disse tapene skyldes finanskrisen som rammet verdensøkonomien samme år. I 2010 kostnadsførte Seadrill gjeldslukking tilsvarende 145 millioner dollar. Denne posten skyldtes en innløsning av et konvertibelt lån (Kvartalsrapport 4.kvartal Seadrill, 2010).

Normalisert skattekostnad

Omgruppering av et resultatregnskap påvirker skattekostnaden. I denne delen av regnskapsanalysen skal vi finne skattekostnad knyttet til de ekstraordinære elementene fra resultatregnskapet. Dette gjør at vi kan finne skattekostnaden knyttet til den operasjonelle delen av selskapet. Det er denne skattekostnaden som danner grunnlaget for skattekostnaden i den fundamentale verdsettelsen.

Seadrill har en avtale med statsminister Ewert Brown i Bermuda, som sier at selskapet har 0 % skatt på ordinære inntekter og finansielle gevinster (Årsrapport Seadrill, 2009). Dette er en avtale som strekker seg til 2016, men vi forventer at denne fornyes. Seadrill er et internasjonalt selskap som opererer i ulike land med ulike regler og skattesatser. Vi har derfor dekomponert skattekostnaden for å kunne skille ut skatt som er knyttet til de ekstraordinære elementene. Årsrapportene oppgir skatt knyttet til den operasjonelle delen av selskapet. Det resterende beløpet kan knyttes til ekstraordinære elementer som egenkapitaltransaksjoner, salg av eiendeler og finansielle poster. Ifølge Ragnvald Kavli, analytiker i Seadrill, opererer selskapet med en skattesats på 10-13 %.

Normalisert skattesats (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
Rapportert skattesats	-\$22 400	\$78 300	-\$48 300	-\$120 000	-\$159 300
+ Ekstraordinær skattekostnad	\$0	\$96 300	\$43 400	\$4 700	\$0
= Justert skattekostnad	\$22 400	\$18 000	\$91 700	\$124 700	\$159 300
- Skatt på finansielle inntekter	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
+ Skatt på finansielle kostnader	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
- Skatt på ekstraordinært resultat	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
= Skatt på operasjonell drift	\$22 400	\$18 000	\$91 700	\$124 700	\$159 300
/ Driftsresultat/EBIT	\$226 100	\$488 800	\$648 700	\$1 372 300	\$1 625 400
= Operasjonell skattesats	9,91 %	3,68 %	14,14 %	9,09 %	9,80 %
Rapportert skattesats	10,46 %	-15,60 %	-29,38 %	9,51 %	14,26 %
Gjennomsnittlig rapportert skattesats	2,15 %				
Gjennomsnittlig normalisert skattesats	9,32 %				

Tabell 15: Normalisert skattesats.

Historisk sett har selskapet operert med en gjennomsnittlig rapportert skattekostnad på 2,15 %. Den normaliserte skattekostnaden er i gjennomsnitt 9,32 % i analyseperioden og danner grunnlaget for skattesatsen i den fundamentale verdsettelsen.

Omgruppert balanse

Omgruppering av balansen innebærer å dele inn selskapet i en finansiell og operasjonell del.

Hensikten med omgrupperingen er blant annet å finne den normaliserte rentekostnaden og et

avkastningskrav. Dette avkastningskravet brukes for å se om selskapet og investorer har fått positiv avkastning og superprofitt.

Operasjonelle eiendeler

De operasjonelle eiendelene i den omgrupperte balansen består av postene operasjonelle eiendeler og forpliktet CAPEX. Operasjonelle eiendeler består av kundefordringer, omløpsmidler, investeringer i tilknyttede selskaper, nybygg, riggenheter, goodwill, utsatt skattefordel, utstyr og andre anleggsmidler. Den forpliktete CAPEX er kostnader knyttet til investeringer, hovedsakelig nybygg. I den omgrupperte balansen har forpliktet CAPEX et påslag på 15 %. Dette påslaget skal dekke førstegangsmobilisering, reservedeler, utstyr og rentekostnader til nybyggene.

Operasjonelle forpliktelser

Seadrill har forpliktelser i forbindelse med sine operasjoner. De justerte operasjonelle forpliktelsene består av operasjonelle forpliktelser, forpliktet CAPEX og reklassifisering av operativ anleggsgjeld. De operasjonelle forpliktelsene består av kortsiktig gjeld, leverandørgjeld, utsatt skatt og annen langsiktig gjeld. Dette er kostnader som går direkte mot den operasjonelle delen av selskapet. Forpliktet CAPEX er den samme som er postert under operasjonelle eiendeler og utgjør ingen forskjell når vi beregner netto operasjonelle eiendeler.

Reklassifisering av operativ anleggsgjeld er gjort av to årsaker. Den viktigste årsaken er at vi vil finne den faktiske rentekostnaden Seadrill opererer med. Den andre er at vi tar høyde for finansieringen av nybyggene. Vi har valgt å reklassifisere 70 % av nybyggene som operasjonell forpliktelse. Dette innebærer at vi antar at 70 % av nybyggene er gjeldsfinansiert. Seadrill har operert med en gjennomsnittlig gjeldsandel på 67 % av total kapital i perioden 2006-2010. I 2010 er gjeldsandelen noe lavere, men dette skyldes egenkapitaltransaksjoner som øker egenkapitalen dette året. På bakgrunn av historisk gjeldsandel og Seadrill sin fullfinansiering av sine siste nybygg, har vi justert reklassifiseringssatsen opp til 70 %.

Vi finner netto operasjonelle eiendeler ved å ta justerte operasjonelle eiendeler minus justerte operasjonelle forpliktelser. Netto operasjonelle eiendeler er det samme som sysselsatt kapital.

Finansielle eiendeler og forpliktelser

Finansielle eiendeler består av omsettelige verdipapirer, kundefordringer, kontanter og ekvivalenter og bundne midler (restricted cash). De finansielle forpliktelsene består av kortsiktig og langsiktig rentebærende gjeld minus 70 % av nybyggene som er reklassifisert. Vi bruker de finansielle forpliktelsene til å beregne den justerte rentekostnaden for Seadrill.

Omgruppert balanse

Nedenfor er den omgrupperte balansen i perioden 2006-2010 presentert.

Omgruppert balanse (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
Operasjonelle eiendeler	\$6 426 400	\$8 039 800	\$11 166 800	\$12 116 000	\$15 683 800
Forpliktet CAPEX	\$3 292 450	\$3 525 900	\$3 324 650	\$1 929 700	\$2 383 950
Justert operasjonelle eiendeler	\$9 718 850	\$11 565 700	\$14 491 450	\$14 045 700	\$18 067 750
Operasjonelle forpliktelser	\$1 001 000	\$964 800	\$1 645 700	\$1 622 600	\$1 969 200
Forpliktet CAPEX	\$3 292 450	\$3 525 900	\$3 324 650	\$1 929 700	\$2 383 950
70% reklassifisering av operativ anleggsgjeld	\$1 417 780	\$2 337 860	\$2 562 350	\$1 001 630	\$873 040
Justerte operasjonelle forpliktelser	\$5 711 230	\$6 828 560	\$7 532 700	\$4 553 930	\$5 226 190
Netto operasjonelle eiendeler	\$4 007 620	\$4 737 140	\$6 958 750	\$9 491 770	\$12 841 560
Finansielle forpliktelser	\$1 396 920	\$2 262 640	\$4 874 450	\$6 394 270	\$8 718 360
Finansielle eiendeler	\$316 300	\$1 253 300	\$1 137 700	\$1 715 400	\$1 813 600
Netto finansielle forpliktelser	\$1 080 620	\$1 009 340	\$3 736 750	\$4 678 870	\$6 904 760
Minoritets interesser	\$212 000	\$104 600	\$592 800	\$633 900	\$539 300
Egenkapital	\$2 715 000	\$3 623 200	\$2 629 200	\$4 179 000	\$5 397 500
Sysselsatt kapital	\$4 007 620	\$4 737 140	\$6 958 750	\$9 491 770	\$12 841 560

Tabell 16: Omgruppert balanse.

Omgruppert resultatregnskap

Omgruppert resultatregnskap (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
Kontraktinntekter	\$942 300	\$1 318 500	\$1 867 800	\$3 044 900	\$3 822 800
+ Reimbursables	\$109 000	\$146 600	\$163 500	\$166 000	\$191 900
+ Andre inntekter	\$103 300	\$87 000	\$74 500	\$43 000	\$26 100
= Totale driftsinntekter	\$1 154 600	\$1 552 100	\$2 105 800	\$3 253 900	\$4 040 800
+ Fartøy & riggekostnader	\$587 800	\$755 400	\$1 021 600	\$1 252 800	\$1 604 900
+ Reimbursables	\$103 400	\$139 400	\$156 600	\$154 900	\$178 600
+ Avskrivninger & nedskrivninger	\$167 600	\$182 900	\$233 200	\$395 900	\$479 800
+ Administrasjonskostnader	\$69 700	\$109 800	\$125 800	\$149 100	\$178 200
= Totale driftskostnader	\$928 500	\$1 187 500	\$1 537 200	\$1 952 700	\$2 441 500
= Justert driftsresultat (EBIT)	\$226 100	\$364 600	\$568 600	\$1 301 200	\$1 599 300
- Skatt på driftsresultat	-\$22 400	\$18 000	\$91 700	\$115 300	-\$159 300
= Netto driftsresultat Seadrill	\$203 700	\$382 600	\$660 300	\$1 416 500	\$1 440 000
+ Netto resultat fra tilknyttede selskaper	\$26 600	\$23 200	\$15 600	\$92 400	\$47 800
= Netto driftsresultat	\$230 300	\$405 800	\$675 900	\$1 508 900	\$1 487 800
+ Netto finansielle inntekter	\$14 000	\$23 600	\$30 900	\$78 100	\$42 500
= Netto resultat til sysselsatt kapital	\$244 300	\$429 400	\$706 800	\$1 587 000	\$1 530 300
- Netto finansielle kostnader	-\$79 800	-\$112 700	-\$130 000	-\$228 400	-\$312 400
- Netto minoritetsinteresser	-\$30 400	-\$13 000	-\$41 700	-\$91 900	-\$54 700
= Netto resultat	\$134 100	\$303 700	\$535 100	\$1 266 700	\$1 163 200
+ Resultat fra ekstraordinær drift	\$0	\$124 200	\$80 100	\$71 100	\$26 100
+ Resultat fra ekstraordinære finansielle poster	\$80 000	-\$36 200	-\$664 800	\$158 700	-\$72 400
+ Egenkapitaltransaksjoner	-\$23 701	\$102 300	-\$141 500	\$358 300	\$1 028 995
- Ekstraordinær skattekostnad	\$0	\$96 300	\$43 400	\$4 700	\$0
= Nettoresultat til egenkapital	\$190 399	\$590 300	-\$147 700	\$1 859 500	\$2 145 895
- Netto utbetalt dividende/akjseutvidelse	\$1 724 401	\$317 900	-\$846 300	-\$309 700	-\$387 895
= Endring egenkapital	\$1 914 800	\$908 200	-\$994 000	\$1 549 800	\$1 758 000

Tabell 17: Omgruppert resultatregnskap.

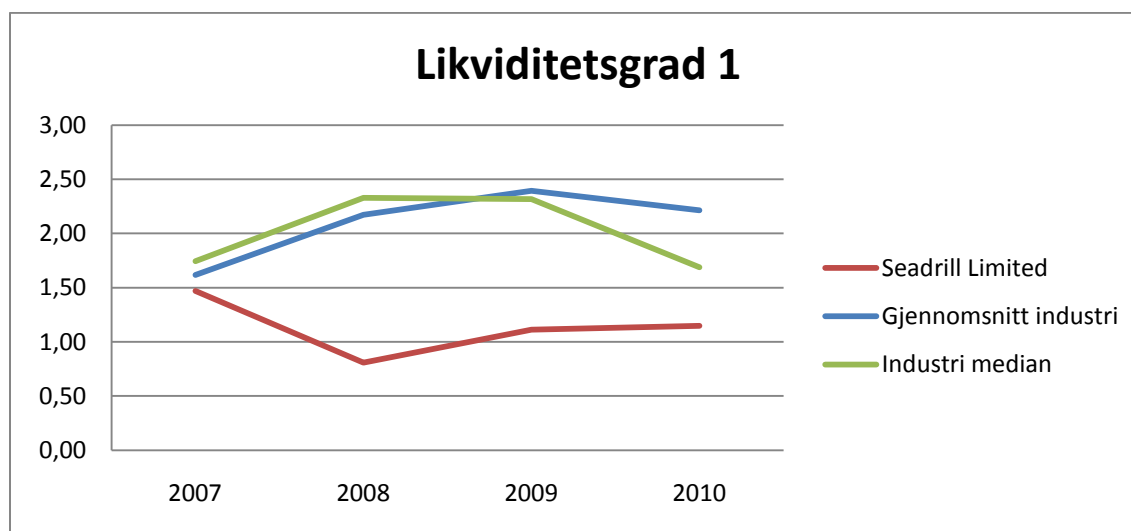
Det omgrupperte resultatregnskapet viser comprehensive income eller resultat inkludert egenkapitaltransaksjoner. Nettoresultat til egenkapitalen er summen av selskapets netto operasjonelle, finansielle og ekstraordinære inntekter minus minoriteter. Det omgrupperte resultatregnskapet viser selskapets fullstendige bidrag til egenkapitalen.

5.2.2. Likviditetsanalyse av Seadrill

I likviditetsanalysen bruker vi nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad for å analysere Seadrill sin evne til å betale forpliktelser på kort og lang sikt. Nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad brukes også i den syntetiske ratingen, som brukes i den fundamentale verdsettelsen. Kravet til likviditetsgrad og rentedekningsgrad er bransjeavhengig og vi vil derfor sammenligne Seadrill mot sammenlignbare selskaper. Dette vil forebedre beslutningsgrunnlaget til en investor.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 måler hvordan et selskap er i stand til å betale sine kortsiktige forpliktelser. Vi har beregnet likviditetsgraden ved å ta $\frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$. Nedenfor presenterer vi en graf og tabell som illustrerer likviditetsgraden til Seadrill og industrien.



Figur 24: Likviditetsgrad 1 til Seadrill mot industrien.

Seadrill opererer med en lavere likviditetsgrad 1 enn sine konkurrenter. Selskapet hadde i 2007 en tilfredsstillende likviditetsgrad 1 på 1,47, og 0,81 i 2008. Den lave likviditetsgraden i 2008 skyldes en 903 millioner dollar økning i kortsiktig gjeld. Denne økningen er knyttet til levering av 7 nybygg, økte rentekostnader og kostnader i forbindelse med sale/leaseback. Frem mot 2010

har likviditetstallet forbedret seg, men vi mener at dette ikke er tilfredsstillende. Et selskap som har en likviditetsgrad på 1, har like store kortsiktige forpliktelser som omløpsmidler. Seadrill opererer i 2010 med en likviditetsgrad på 1,15.

Seadrill viser en positiv trend i sin likviditetsgrad, men vi mener at den bør økes ytterligere. Låneavtaler med kreditorer forplikter Seadrill til å ha en likviditetsgrad på minimum 1 til enhver tid (Årsrapport Seadrill, 2009). Vi mener at en sikkerhetsmargin på 0,15 er for lite, og at Seadrill bør øke denne. Den positive trenden i selskapets likviditetsgrad antyder at selskapet ikke har en likviditetskrise. Tabellen nedenfor viser likviditetsgrad 1 til Seadrill, og 7 sammenlignbare selskaper.

Likviditetsgrad 1	2007	2008	2009	2010
Seadrill Limited	1,47	0,81	1,11	1,15
Fred Olsen Energy	0,95	2,33	1,52	1,66
Diamond Offshore	2,79	2,88	4,17	2,98
Songa Offshore	0,68	0,43	0,69	1,69
ENSCO	2,24	3,27	3,41	4,12
Noble	1,75	1,83	3,42	1,15
Pride International	2,38	2,49	2,32	2,29
Transocean	0,54	1,98	1,24	1,61
Gjennomsnitt industri	1,62	2,17	2,39	2,21
Industri median	1,75	2,33	2,32	1,69

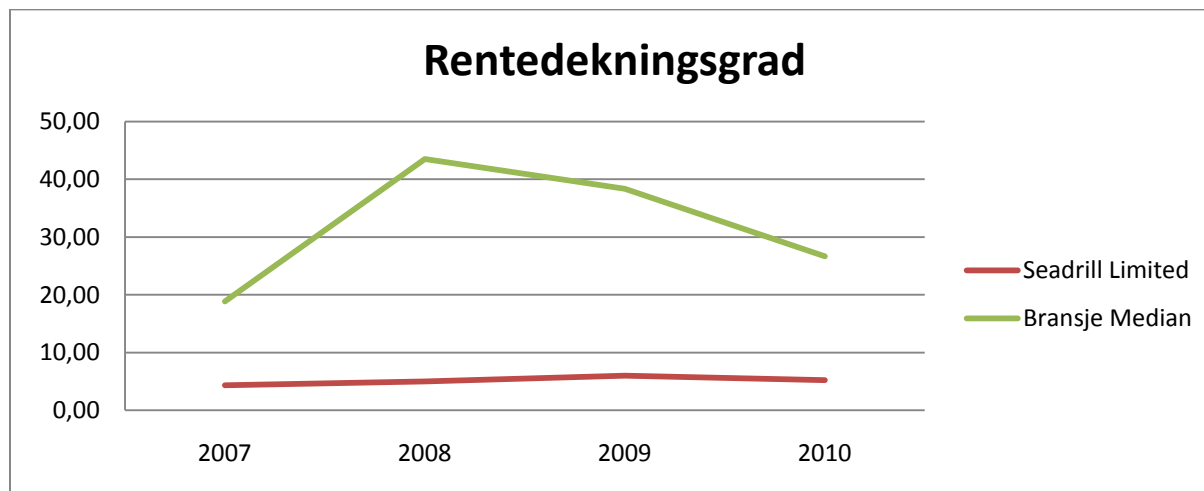
Tabell 18: Likviditetsgrad 1 til Seadrill og sammenlignbare selskaper.

Industrien har en mye høyere likviditetsgrad enn Seadrill. En for høy likviditetsgrad kan antyde at selskapet har for mye kontanter. Disse ressursene burde kanskje ha blitt brukt til andre investeringer. ENSCO opererer med en likviditetsgrad på hele 4,11 i 2010, noe vi mener er for høyt. Riggsektoren er preget av flere langsiktige investeringer, ikke kortsiktige. Vi mener at selskaper innenfor riggsektoren bør ha en likviditetsgrad 1 på minimum 1,5.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden måler selskapets evne til å betale langsiktige forpliktelser. Dette

forholdstallet har vi beregnet ved å ta $\frac{EBIT}{Rentekostnader}$.



Figur 25: Rentedekningsgrad til Seadrill og bransjen.

Seadrill opererer med en mye lavere rentedekningsgrad sammenlignet med bransjen. Dette betyr at den operasjonelle delen til Seadrill genererer mindre kontanter for å dekke rentekostnadene, sammenlignet med sine konkurrenter. Historisk sett har rentedekningsgraden gjennomsnittlig vært 5 i perioden 2007-2010, mot bransjens median på 26,64. Vi bruker median i denne beregningen fordi selskaper som Pride og Noble har en rentedekningsgrad på 4133 og 1206.

Seadrill har de siste årene gjort store investeringer i nybygg. Dette har ført til at selskapet frem mot 2008 har balanseført omtrent halvparten av rentekostnadene i forbindelse med disse investeringene, i stedet for å belaste resultatregnskapet. Dette fører til en forbedring i rentedekningsgraden og Seadrill sin faktiske rentedekningsgrad er noe lavere enn vist i figur 25. Etter hvert som flere av nybyggene har blitt ferdigstilt, ser vi at andelen av de balanseførte rentekostnadene har sunket kraftig.

Justerte rentekostnader	2006	2007	2008	2009	2010
Rentekostnader i resultatregnskapet	\$79 800	\$112 700	\$130 000	\$228 400	\$312 400
Balanseførte rentekostnader	\$63 400	\$134 000	\$176 400	\$80 300	\$58 600
Totale rentekostnader	\$143 200	\$246 700	\$306 400	\$308 700	\$371 000

Tabell 19: Justerte rentekostnader.

Seadrill har i 2009 og 2010 balanseført mindre andeler av rentekostnadene, sammenlignet med tidligere år. Dette har økt rentekostnadene som belaster resultatregnskapet, noe som reduserer rentedekningsgraden. Til tross for reduksjon i balanseførte rentekostnader i 2009 og 2010 har Seadrill sin høyeste rentedekningsgrad disse to årene. Dette henger sammen med at selskapet siden 2005 har hatt en økende EBIT. Nedenfor presenterer vi den justerte (faktiske) rentedekningsgraden for Seadrill.

Seadrill Limited	2007	2008	2009	2010
Rentedekningsgrad	4,33	4,99	6,01	5,21
Justert rentedekningsgrad	1,98	2,12	4,45	4,38

Tabell 20: Justert rentedekningsgrad.

Tabellen ovenfor viser at rentedekningsgraden reduseres ved å inkludere de balanseførte rentekostnadene i resultatregnskapet. Vi mener at Seadrill, til tross for en mye lavere rentedekningsgrad sammenlignet med industrien, har en god rentedekningsgrad i 2009 og 2010. En rentedekningsgrad på 4 betyr at den operasjonelle delen av selskapet genererer 4 ganger så mye kontanter som rentekostnadene. Nedenfor presenterer vi rentedekningsgraden for alle selskapene som presenterer sammenligningsgrunnlaget til Seadrill. Seadrill sin rentedekningsgrad er ujustert i denne tabellen.

Rentedekningsgrad	2007	2008	2009	2010
Seadrill Limited	4,33	4,99	6,01	5,21
Fred Olsen Energy	8,13	4,47	18,00	26,64
Diamond Offshore	55,90	189,20	38,36	20,05
Songa Offshore	1,02	0,36	6,46	6,68
ENSCO	38,74	64,88	45,48	29,40
Noble	113,71	434,91	1205,99	101,34
Pride International	8,17	43,48	4133,00	34,27
Transocean	18,83	11,42	9,09	3,29
Bransje Gjennomsnitt	34,93	106,96	779,48	31,67
Bransje Median	18,83	43,48	38,36	26,64

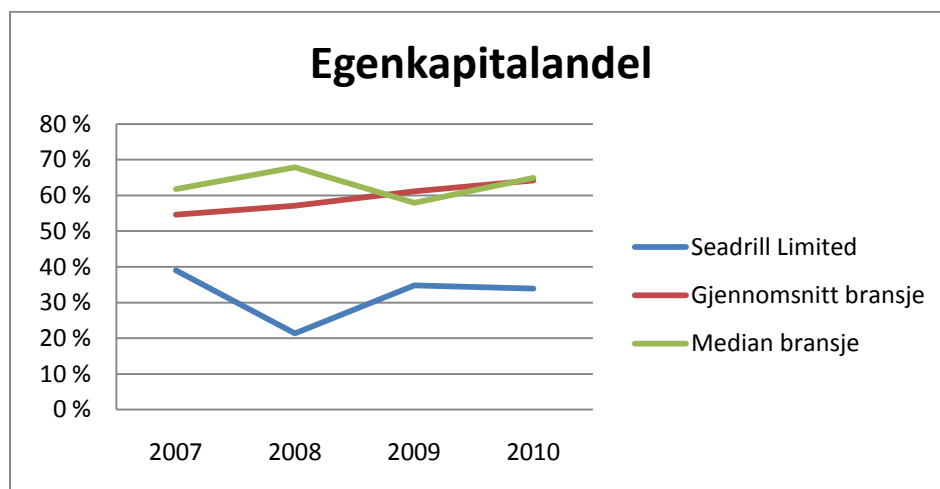
Tabell 21: Rentedekningsgrad til Seadrill og bransjen.

5.2.3. Soliditetsanalyse av Seadrill

I denne delen av oppgaven skal vi se på finansieringen til Seadrill. Kapitalstrukturen kan være avgjørende for selskapets evne til å stå imot dårlige resultater og uforutsette ting som kan oppstå. Soliditetsanalysen vil analysere selskapets egenkapitalandel, gjeld og syntetiske rating.

Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er beregnet ved å ta bokført egenkapital dividert på total kapital. I figuren nedenfor er den historiske egenkapitalen for Seadrill og bransjen presentert.



Figur 26: Egenkapitalandelen til Seadrill og bransjen.

Sammenlignet med sine konkurrenter har Seadrill en svært lav egenkapitalandel. Selskapet rapporterer i 2010 en egenkapitalandel på 34 % mot industriens 65 %. Historisk sett har industrien hatt en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 59 %, 27 % høyere enn Seadrill. Dette antyder at selskapet er dårligere skikket til å stå i mot tøffere tider enn sine konkurrenter, fordi egenkapitalen skal være i stand til å dekke negativ inntjening over en lengre periode. Seadrill har siden oppstarten vist solid vekst i EBIT, selv under finanskrisen. Dette viser at den operasjonelle delen av selskapet er robust og i stand til å generere positive resultater i perioder hvor markedet svikter.

Vi mener at den lave egenkapitalandelen til Seadrill ikke utgjør en risiko for selskapets soliditet. Den lave egenkapitalandelen kan forklares av selskapets høye vekstrate. Investeringene krever store beløp, som emisjoner og selskapets selvfinansiering alene ikke er i stand til å dekke. Låneavtalene til Seadrill gjør at selskapet foretrekker gjeld fremfor emisjoner. Den balanseførte egenkapitalandelen i 2010 brukes når vi skal finne den syntetiske ratingen.

Gjeld

Seadrill har en stor andel av totalkapitalen som gjeld. Denne gjelden består av flere konvertible lån, banklån og obligasjonslån. Selskapet har forpliktet seg overfor kreditorer til å oppfylle visse krav knyttet til balanseførte kontanter og ekvivalenter, rentedekningsgrad, likviditetsgrad 1, egenkapitalandel og gjeldsandel (Årsrapport Seadrill, 2009). Analysen nedenfor vil nå avdekke om Seadrill oppfyller kravene fra kreditorer. Dette er viktig på grunn av den høye gjeldsandelen til Seadrill og den risikoen dette medfører.

Kontanter og ekvivalenter

Seadrill må til enhver tid ha 100 millioner dollar i kontanter og ekvivalenter tilgjengelig. Historisk sett har Seadrill oppfylt dette kravet tilfredsstillende. I 2010 har Seadrill balanseført 755 millioner USD i kontanter og 598 millioner USD i omsettelige verdipapirer. Seadrill oppfyller kravet fra kreditorer med stadig økende margin.

Rentedekningsgrad

Kreditorer krever at Seadrill har en EBIT margin som tilsvarer 2,5 ganger rentekostnaden. I 2006 var EBIT 2,63 ganger rentekostnaden, mens i 2010 er rentedekningsgraden 5,2. Det er positivt at Seadrill øker rentedekningsgraden til tross for at gjeld og rentekostnader øker. Vi mener at kravet overfor kreditorer er innfridd.

Likviditetsgrad 1

Seadrill har forpliktet seg til å ha en likviditetsgrad på over 1 til enhver tid. Analysen i kapittel 5.1.3 viser at Seadrill oppfyller dette kravet. Vi synes allikevel at en likviditetsgrad på 1,11 og 1,15 i 2009 og 2010 er for nærme grenseverdien. Seadrill må vurdere å øke sine omløpsmidler eller redusere sine kortsiktige forpliktelser for å forbedre likviditeten.

Egenkapitalandel

Kravet til egenkapitalandelen i selskapet er 30 %. Årsrapporten i 2009 sier at verdien på egenkapitalen og totalkapitalen justeres mellom bokført og virkelig verdi. Den bokførte egenkapitalandelen til Seadrill var i 2008 under kravet mens i 2009 og 2010 har den vært 30 % og 34 %. Vi presenterer egenkapitalandelen justert for virkelige verdier i tabell 26. Den justerte andelen er over 50 % av totalkapitalen i alle år, utenom 2008. Vi mener at den justerte egenkapitalandelen oppfyller kravet tilfredsstillende.

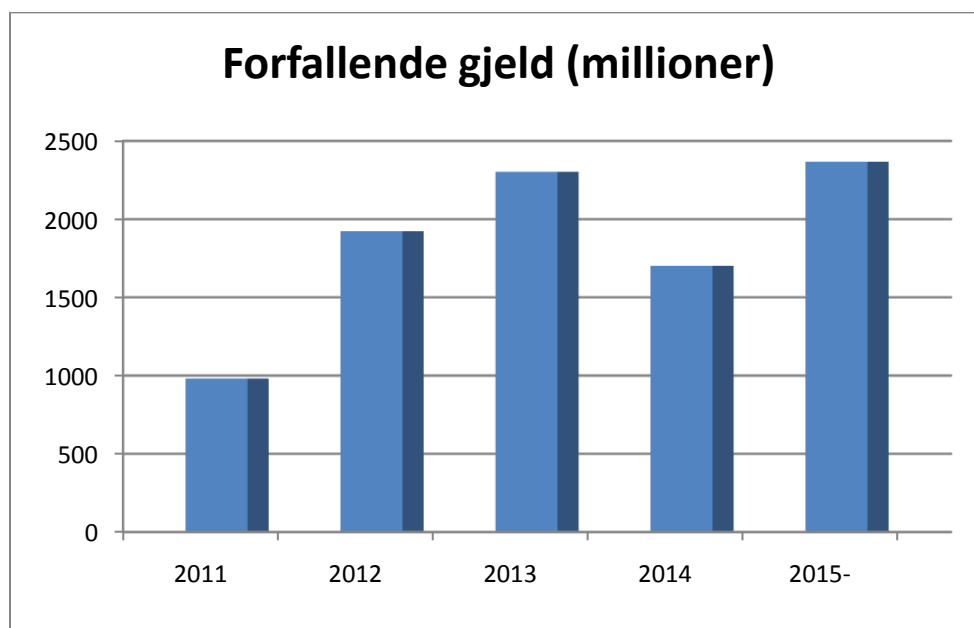
Gjeldsandel

Seadrill er forpliktet til å ha en EBITDA margin som er 4,5 ganger større enn netto rentebærende gjeld. Selskapet trekker i fra kontanter og ekvivalenter når de beregner netto rentebærende gjeld. Våre beregninger viser at Seadrill hadde en stigende EBITDA margin fra 6.4 til 7.9 frem mot 2009. I 2010 rapporterte selskapet en margin på 3,5. Tallene fra 2010 er ikke reviderte¹⁰, men vi mener at kreditorer bør stille spørsmål rundt det lave forholdstallet.

¹⁰ Årsrapport for 2010 var ikke tilgjengelig i skrivende stund. Tallene er hentet fra kvartalsrapport 4.kvartal 2010.

Vår analyse viser at Seadrill oppfyller de fleste av kravene fra kreditorene. Vi mener allikevel at investorer og kreditorer bør være kritiske til den høye gjeldsandelen. Seadrill sin rentedekningsgrad er svært nær den kritiske grensen og bør økes i fremtiden. Vi skal nå se på den forfallende gjelden til Seadrill og hvordan selskapet er skikket til å betale gjeld når den forfaller.

Forfallende gjeld



Figur 27: Gjeldsforfall. Kilde: Seadrill, 4.kvartalsrapport 2010.

I 2011 forfaller et av Seadrill sine langsiktige lån. Lånet er pålydende 980,6 millioner dollar og Seadrill bør klare å innfri dette uten problemer. I 2012 og 2013 forfaller to store lån på til sammen 4,2 milliarder dollar. Seadrill viser økende EBIT og resultater, i tillegg til flere nybygg ferdigstilles. Vi antar at noen av lånene blir refinansiert og/eller konvertert til egenkapital. På bakgrunn av dette mener vi fremtidsutsiktene for å innfri lånene er gode.

5.2.4. Syntetisk rating

Syntetisk rating baserer seg på likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet. Ratingen gir et mål på hvor solid et selskap er, en konkurssansynlighet. Basert på konkurssansynligheten viser Standard & Poor's ratinger hvor stor risikopremie selskapet opererer med. Denne risikopremien anvendes i WACC beregningen i den fundamentale verdsettelsen av Seadrill.

Syntetisk rating Seadrill Ltd.	2006	2007	2008	2009	2010	Gjennomsnitt	Rating
Likviditetsgrad 1	1,03	1,47	0,81	1,11	1,20	1,15	BB
Rentedekningsgrad	1,58	1,98	2,12	4,45	4,38	3,23	A
Egenkapitalandel	40 %	39 %	21 %	30 %	34 %	31 %	BB
Justert EBIT/ Totale eiendeler		5,41 %	6,12 %	10,57 %	11,56 %	8,42 %	BBB
Syntetisk rating Seadrill	BB						
Syntetisk rating bransjen	A						

Tabell 22: Seadrill sin syntetiske rating.

Seadrill opererer med en vektet syntetisk rating på BB. Denne ratingen sier, ifølge Standard & Poor's (2009), at selskapet har en stor risiko knyttet til sine finansielle forpliktelser og at selskapet bærer en risiko for å misligholde sine finansielle forpliktelser. BBB ratingen, hakket over BB, mener at et selskap er i stand til å innfri sine finansielle forpliktelser. Seadrill sin rating på BB viser at selskapet er solid, men er utsatt for konjunktursvingninger i markedet.

Bransjen har i gjennomsnitt A i syntetisk rating. Denne ratingen indikerer at bransjen har sterke finansielle "muskler" til å møte sine forpliktelser. Ratingen sier også at bransjen i større grad er utsatt for svingninger i økonomien, sammenlignet med høyere ratinger (Standard & Poor's, 2009).

Seadrill opererer med en større risiko enn bransjen generelt. Vi mener det er viktig å legge frem at selskapet er relativt nytt og har vist en positiv trend siden oppstarten. Den positive trenden tyder på at Seadrill vil styrke sine finansielle "muskler" og etter hvert rating. Egenkapitalandelen

er det eneste nøkkeltallet som har blitt redusert i perioden 2006-2010. Dette er typisk John Fredriksen kontrollerte selskaper. Fredriksen betaler konsekvent utbytte, fremfor å øke egenkapitalen og kontantbeholdningen i sine selskaper. På bakgrunn av dette ser vi ikke dramatik knyttet til den forholdsvis lave egenkapitalandelen.

5.2.4. Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhetsanalysen skal avdekke selskapets evne til å tjene penger. Vi har brukt rentabilitetsmål som ROE og RNOA for å måle lønnsomheten til selskapet. Vi har også sammenlignet den faktiske avkastningen mot det historiske avkastningskravet for å avdekke en eventuell superprofitt.

Historiske avkastningskrav

Et avkastningskrav presenterer hvilken avkastning en investor må ha igjen, gitt risiko investeringen gir. Vi har brukt CAPM og WACC for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen og total kapitalen.

Avkastningskravet til egenkapitalen

For å finne avkastningskravet til egenkapitalen har vi brukt CAPM modellen. Modellen finner avkastningskravet, gitt selskapets systematiske risiko, risikofri rente i markedet og forventet avkastning til markedet.

Egenkapitalbeta

Ifølge CAPM er den systematiske risikoen til et selskap tallfestet gjennom selskapets beta. Beta kan matematisk beregnes ved å ta kovariansen mellom markedet og selskapet dividert på variansen til markedet. Vi har estimert betaen til Seadrill ved hjelp av regresjoner. Når vi gjennomfører regresjoner er det flere valg som må gjøres. Først må vi ta hensyn til at Seadrill handles i USA og Norge, i tillegg til at de opererer i USD. Vi må også velge om vi skal benytte

daglig, ukentlig eller månedlig avkastning. Vi har valgt å bruke MSCI¹¹ indeksen som forklaringsvariabel når vi estimerer Seadrill sine betaverdier. OSBX indeksen ble ikke valgt fordi den er sterkt vektet innenfor energimarkedene og opererer i en annen valuta enn Seadrill. Regresjonsresultatene våre estimerte en betaverdi på Seadrill tilsvarende 1 og bekreftet at OSBX og Seadrill er sterkt korrelerte. På bakgrunn av dette resultatet besluttet vi å benytte MSCI indeksen, siden denne vil være en relevant referanseindeks for internasjonale investorer. MSCI indeksen vil gi et mer korrekt bilde av risikoen til Seadrill og viser hvor syklisk industrien er. I regresjonen benyttet vi ukentlig avkastning over 2 år i perioden 2008-2010. Optimalt ville vi ha brukt månedlig avkastning over 5 år, men vi har ikke klart å oppdrive data på dette.

Når vi skal estimere betaverdier må vi vurdere om vi skal ta høyde for gjeld og egenkapital. Seadrill har en relativt høy gjeldsgrad sammenlignet med andre riggselskaper (jf. figur 45). Beta til et selskap kan estimeres ved å bruke gjennomsnittlig beta til bransjen justert for kapitalstruktur (Damodaran, 2002). Dette er en metode som primært anvendes på selskaper som ikke er børsnoterte og vi mener at denne metoden ikke er relevant. Vi har allikevel valgt å gjøre andre justeringer og har justert betaverdien med formelen $justert\ beta = \frac{2}{3} beta + \frac{1}{3}$. Denne løsningen ble valgt fordi betakoeffisienten tenderer til å bevege seg mot 1 over tid (Bodie, Kane & Marcus 2009, side 268). Det er den justerte betaverdien som anvendes i CAPM modellen.

Risikofri rente R_f

I denne utredningen har vi drøftet om vi skal benytte 10 eller 30 års amerikanske statsobligasjoner. I tillegg til dette har vi gjort en avveining om det er hensiktsmessig å benytte norske statsobligasjoner. Vi har valgt amerikanske statsobligasjoner, fordi Norge ikke har obligasjoner med varighet mer enn 10 år, og fordi Seadrill opererer i USD. Valget mellom 10 og 30 års obligasjoner avhenger av lengden på kontantstrømmen, samt avveiningen med likviditeten. En offshorerigg har en anslått levetid på 30 år og vi har derfor valgt 30 års

¹¹ Verdensindeksen

amerikanske statsobligasjoner som risikofri rente i vår analyse. En svakhet med 30 års statsobligasjoner er at disse er relativt illikvide i forhold til 10 års amerikanske statsobligasjoner.

Risikopremie

Hvis vi antar at nivået på risikoaversjon ikke endrer seg over tid, betyr dette at den historiske risikopremien er et godt estimat. Et annet viktig moment er å ta stilling til om vi skal benytte lange renter (t-bonds), eller korte renter (t-bills). Damodaran hevder at valget av risikofri rente, må være konsistent med estimering av risikopremie. Gitt valget av risikofri rente, vil denne utredningen ta i bruk t-bonds når vi estimerer risikopremien. En annen utfordring ved kalkulering av risikopremie er valget av tidshorisont for beregning av gjennomsnitt.

Aksjemarkedet mellom 2008-2010 har vært svært volatilt på grunn av ulike hendelser, og har inneholdt mye støy. Disse volatile periodene i markedet er ikke unike, men perioder som inntreffer med ulike mellomrom. Mangelen på noen målbar trend over korte perioder, fører til at vi må benytte så lang tidsserie som mulig (Koller et al., 2005). Det siste viktige momentet er å vurdere hvordan vi skal estimere den gjennomsnittlige avkastningen på t-bonds og aksjemarkedet. Det finnes to metoder for dette, aritmetisk og geometrisk gjennomsnitt. Som vist i tabell 23 vil valget gi relativt store utslag. Det aritmetiske gjennomsnittet vil alltid være høyere enn det geometriske. Den aritmetiske metoden viser det faktiske gjennomsnittet, mens det geometriske ser på det neddiskonterte. Det er derfor hensiktsmessig å bruke aritmetisk gjennomsnitt ved estimering og geometrisk når vi skal se bakover i tid. Vi har brukt aritmetisk gjennomsnitt i perioden 1928-2006 i beregningen av det historiske avkastningskravet. I den fundamentale verdsettelsen bruker vi risikopremien fra 1928-2010. Tabell 23 viser forskjellen mellom aritmetisk og geometrisk gjennomsnitt.

Stocks - Treasury-bonds		
År	Geometrisk	Aritmetisk
1928-2010	4,31 %	6,03 %
1961-2010	3,09 %	4,13 %
2001-2010	5,12 %	-2,26 %
1928-2006		6,57 %

Tabell 23: Historisk risikopremie. Kilde: Damodaran, 2010.

Historisk avkastningskrav på egenkapitalen

I tabellen nedenfor har vi presentert det historiske avkastningskravet til egenkapitalen. Dette avkastningskravet er beregnet på forutsetninger forklart ovenfor.

Historisk avkastningskrav til egenkapitalen	2006	2007	2008	2009	2010
30 års statsobligasjoner (USA)	4,81 %	4,45 %	2,69 %	4,63 %	4,34 %
Risikopremie	6,57 %	6,57 %	6,57 %	6,57 %	6,57 %
Beta	0,51	0,78	1,22	1,60	1,54
Avkastningskrav egenkapital	8,17 %	9,61 %	10,73 %	15,12 %	14,43 %

Tabell 24: Historisk avkastningskrav på egenkapitalen. Kilde: www.federalreserve.gov, Damodaran, 2010.

Siden 2006 har avkastningskravet til egenkapitalen økt frem mot 2010. Avkastningskravet øker når selskapets beta øker. Seadrill sin beta har økt fra 0,51 i 2006 til 1,54 i 2010, noe som har ført til at avkastningskravet har økt fra 8,17 % til 14,43 %. Denne økningen i avkastningskravet kan forklares av økt gjeldsgrad i Seadrill og økt risikopremie på grunn av uro i finansmarkedene.

Historisk kapitalkostnad

For å beregne kapitalkostnaden til alle investorer bruker vi WACC modellen. Vi trenger Seadrill sin avkastning på egenkapital, rentekostnader, skattesats og gjeldsgrad de ulike årene for å finne avkastningskravet. Avkastningen på egenkapitalen er allerede beregnet ovenfor. Vi skal nå vise den historiske rentekostnaden til Seadrill i tabellen på neste side.

Historisk rentekostnad (\$1000)	2006	2007	2008	2009	2010
Finansielle forpliktelser (Balanseført)	\$2 814 700	\$4 600 500	\$7 436 800	\$7 395 900	\$9 051 900
Operasjonelle forpliktelser (Balanseført)	\$1 001 000	\$964 800	\$1 645 700	\$1 622 600	\$1 969 200
Resultatførte rentekostnader	\$79 800	\$112 700	\$130 000	\$228 400	\$312 400
Balanseførte rentekostnader	\$63 400	\$134 000	\$176 400	\$80 300	\$58 600
70% nybygg, reklassifiserte operasjonelle forpliktelser	\$1 417 780	\$2 337 860	\$2 562 350	\$1 001 630	\$873 040
Operasjonelle forpliktelser etter reklassifisering	\$2 418 780	\$3 302 660	\$4 208 050	\$2 624 230	\$2 842 240
Finansielle forpliktelser etter reklassifisering	\$1 396 920	\$2 262 640	\$4 874 450	\$6 394 270	\$8 718 360
Justert rentekostnad	5,71 %	4,98 %	2,67 %	3,57 %	3,58 %
Skattekostnad	9,32 %	9,32 %	9,32 %	9,32 %	9,32 %
Netto justert rentekostnad	5,18 %	4,52 %	2,42 %	3,24 %	3,25 %
Gjennomsnittlig rentekostnad	3,72 %				

Tabell 25: Historisk rentekostnad.

Den justerte rentekostnaden er beregnet på bakgrunn av det omgrupperte regnskapet og er funnet ved å ta resultatførte rentekostnader, delt på finansielle forpliktelser etter reklassifisering. Vi har brukt den gjennomsnittlige normaliserte skattesatsen for å finne netto justert rentekostnad. Den netto justerte rentekostnaden har siden 2006 blitt redusert fra 5,18 % til 3,25 %. Dette er interessant siden Seadrill sin gjeld og finansielle forpliktelser har økt kraftig i perioden 2006-2010. Den reduserte rentekostnaden kan begrunnes med lavere utlånsrente etter finanskrisen og at Seadrill sin kredittverdighet har økt.

De to delberegningene historisk avkastningskrav på egenkapital og historisk rentekostnad gjør at vi kan finne Seadrill sin kapitalkostnad ved å bruke WACC modellen. Vi må i tillegg finne den virkelige verdien av egenkapital og gjeld for å kunne beregne avkastningskravet til Seadrill (Koller et.al, 2005). Forholdet mellom gjeld og egenkapital som er brukt i WACC beregningen er presentert nedenfor.

Seadrill Limited	2006	2007	2008	2009	2010
Virkelig verdi egenkapital	\$6 379 168,05	\$8 092 294,25	\$3 205 973,70	\$9 092 640,00	\$13 564 980,00
Gjeld	\$3 815 700,00	\$5 565 300,00	\$9 082 500,00	\$9 018 500,00	\$11 021 100,00
Totalkapital	\$10 194 868,05	\$13 657 594,25	\$12 288 473,70	\$18 111 140,00	\$24 586 080,00
Egenkapitalandel	62,57 %	59,25 %	26,09 %	50,20 %	55,17 %
Gjeldsandel	37,43 %	40,75 %	73,91 %	49,80 %	44,83 %

Tabell 26: Kapitalstrukturen til Seadrill.

Vi har beregnet virkelig verdi på egenkapitalen ved å ta aksjekurs 31.12 hvert år og multiplisert denne med antall utstedte aksjer samme år. Vi antar at gjelden i balansene representerer markedsverdien på gjelden og bruker denne i gjeldsgradberegningen for WACC modellen. Nedenfor vises Seadrill sitt historiske avkastningskrav til totalkapitalen i perioden 2006-2010.

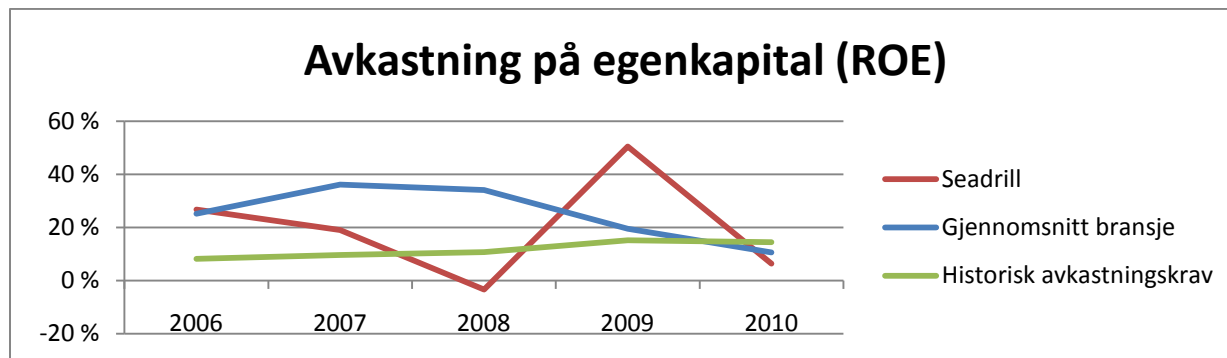
Historisk avkastningskrav for Seadrill Ltd	2006	2007	2008	2009	2010
Avkastningskrav på egenkapital	8,17 %	9,61 %	10,73 %	15,12 %	14,43 %
Justert rentekostnad	5,18 %	4,52 %	2,42 %	3,24 %	3,25 %
EK/Totalkapital	63 %	59 %	26 %	50 %	55 %
Gjeld/Totalkapital	37 %	41 %	74 %	50 %	45 %
Historisk avkastningskrav	7,05 %	7,53 %	4,59 %	9,20 %	9,42 %

Tabell 27: Historisk avkastningskrav for Seadrill Ltd.

Tallene viser at det historiske avkastningskravet har økt hvert år siden 2006. Finanskrisen inntraff høsten 2008 og vi ser en tilnærmet dobling av avkastningskravet fra 2008 til 2009. Økningen i det historiske avkastningskravet kan også knyttes til økningen i avkastningskravet på egenkapitalen og økt andel av egenkapital. Den faktiske risikopremien var trolig høyere i 2008, men vi har valgt en 30 års investeringshorisont og finanskrisen vil derfor gi mindre utslag på risikopremien. Den lange tidshorisonten skyldes i utgangspunktet levetiden til riggene og at den fundamentale verdsettelsen bygger på en lang tidshorisont.

ROE

ROE er et tall som viser prosentvis hvor mye netto inntekter tilfører bokført egenkapital. Vi sammenligner ROE med avkastningskravet til egenkapitalen. Dersom ROE er høyere enn kravet, genererer selskapet superprofitt.



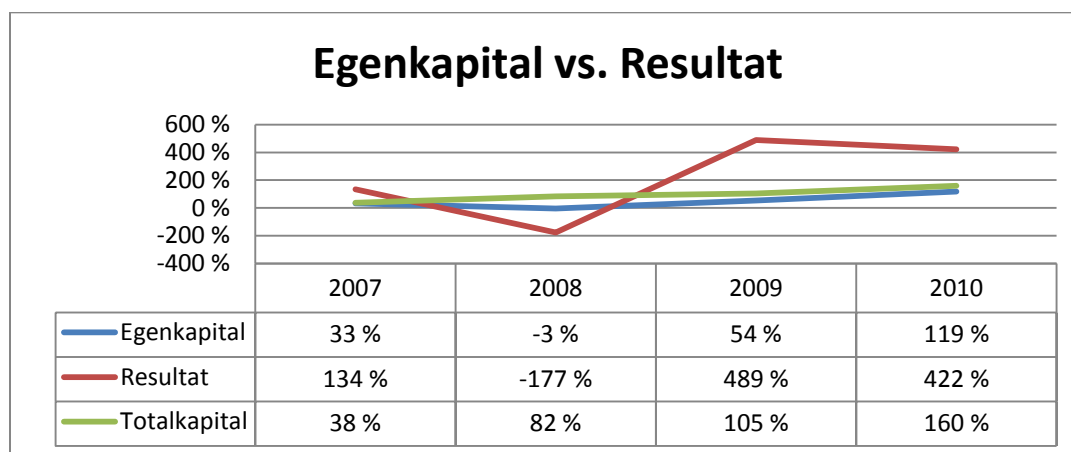
Figur 28: Avkastning på egenkapitalen til Seadrill og bransjen.

Seadrill har historisk sett hatt en lavere avkastning på egenkapitalen enn bransjen, bortsett i fra 2009. Dette kan ha en sammenheng med at selskapet er relativt ungt sammenlignet med sine konkurrenter. Bransjen er her representert av Transocean, Diamond Offshore, Ensco, Noble og Pride. I 2008 har Seadrill en vesentlig lavere avkastning enn utvalget. Dette skyldes en kraftig verdireduksjon på verdipapirer og finansielle derivater. I 2010 er Seadrill sin ROE fullt på høyde med bransjeutvalget, men ligger noe under avkastningskravet. Tabellen nedenfor viser hvordan Seadrill har prestert i forhold til avkastningskravet som er beregnet av CAPM modellen.

ROE	2006	2007	2008	2009	2010	Gjennomsnitt
Seadrill	27%	19%	-3%	50%	6%	19,83%
Historisk avkastningskrav	8,17%	9,61%	10,73%	15,12%	14,43%	11,61%
Superprofitt	18,59%	9,36%	-14,11%	35,28%	-8,01%	8,22%
Gjennomsnitt bransje	25%	36%	34%	19%	11%	
Median bransje	27%	34%	28%	16%	9%	

Tabell 28: Superprofitt.

Tabellen og grafen på forrige side viser store variasjoner i avkastningen på egenkapitalen. I gjennomsnitt har Seadrill levert en superprofitt på 8,22 % over en 5 års periode. De store svingningene i ROE gjør at vi allikevel er forsiktige med å påberope Seadrill en superprofitt. Seadrill har i år hvor de ikke har kostnadsført store tap knyttet til verdipapirer og valuta levert svært god avkastning på egenkapitalen. De finansielle tapene kan knyttes til de store svingningene som har herjet i verdensøkonomien. Vi har sammenlignet utviklingen i egenkapitalen og resultatet for å avdekke avkastningen på egenkapitalen. Et selskap som har lav egenkapital sett i forhold til selskapets total kapital vil rapportere høyere ROE.



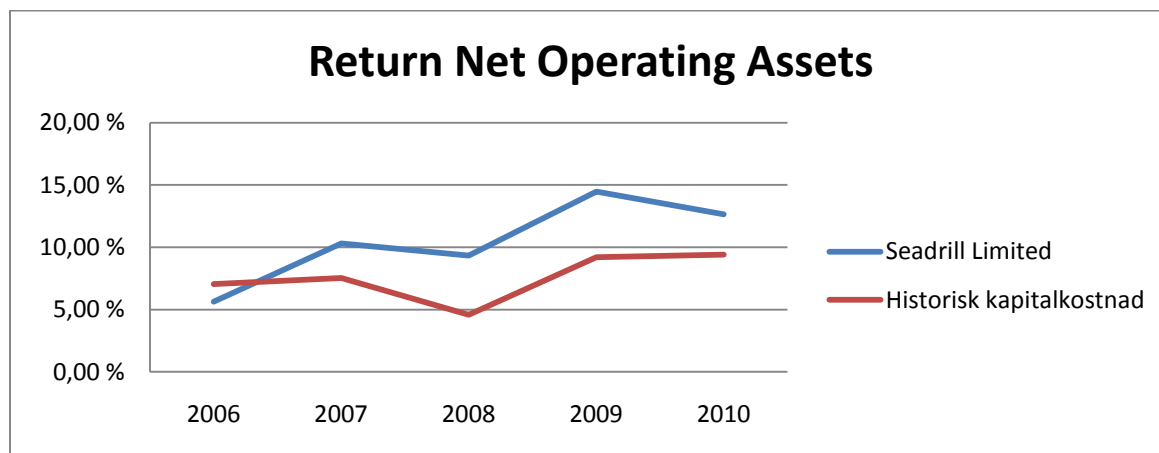
Figur 29: Egenkapitalen vs. Resultat.

Figuren ovenfor viser den prosentvise utviklingen i resultat, egenkapital og total kapital siden 2006. Den viser også at egenkapitalandelen i selskapet har vært stabil gjennom selskapets vekst. Dette betyr at økningen i ROE skyldes en forbedring i Seadrill sine resultater, ikke i en lavere egenkapitalandel.

Vi tror at avkastning på egenkapitalen vil vokse i fremtiden når verdensøkonomien stabiliseres. Seadrill har lange kontrakter og flere nybygg som ferdigstilles frem mot 2012. Disse faktorene, i tillegg til økende etterspørsel i UDW markedet, gjør at Seadrill kan generere superprofitt i fremtiden.

RNOA

RNOA er et nøkkeltall som måler lønnsomheten til netto operasjonelle eiendeler. Vi har beregnet RNOA på bakgrunn av netto operasjonelle eiendeler fra den omgrupperte balansen og EBIT fra resultatregnskapet. Vi sammenligner Seadrills RNOA med historisk kapitalkostnad for selskapet nedenfor.



Figur 30: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler.

Seadrill har vist solid oppgang i RNOA i perioden 2006 til 2010. Siden 2007 har Seadrill levert høyere avkastning enn avkastningskravet. Den sterke økningen i RNOA i 2009 kan skyldes at flere av nybyggene til Seadrill ble ferdigstilt dette året. Ifølge balansen økte verdien på boreenheter fra 4,6 til 7,5 milliarder i samme periode. Denne økningen utgjør 62 % mens Seadrill sin EBIT økte med hele 115 %. EBIT øker fordi Seadrill har flere rigger i drift som genererer inntekter.

5.2.5. Trendanalyse

Vi har foretatt en trendanalyse for å avdekke hvordan utviklingen i inntekter og kostnader er for Seadrill. Trendanalysen har tatt utgangspunkt i resultatregnskapet og analysert de viktigste postene for selskapets lønnsomhet. Trend og EBIT analysen gir en investor et bilde på hvordan den historiske utviklingen har vært i selskapet.

Trendanalyse	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsinntekter	100 %	134 %	182 %	282 %	350 %
- Driftskostnader	100 %	128 %	166 %	210 %	263 %
- Avskrivninger & nedskrivninger	100 %	9 %	28 %	70 %	21 %
= Driftsresultat/EBIT	100 %	216 %	287 %	607 %	719 %
+ Netto finansinntekter	100 %	-250 %	-1834 %	247 %	-722 %
= Resultat før skatt & minoriteter	100 %	145 %	-37 %	552 %	499 %
- Skattekostnad	100 %	-350 %	216 %	536 %	711 %
= Resultat	100 %	234 %	-77 %	589 %	522 %

Tabell 29: Trendanalyse.

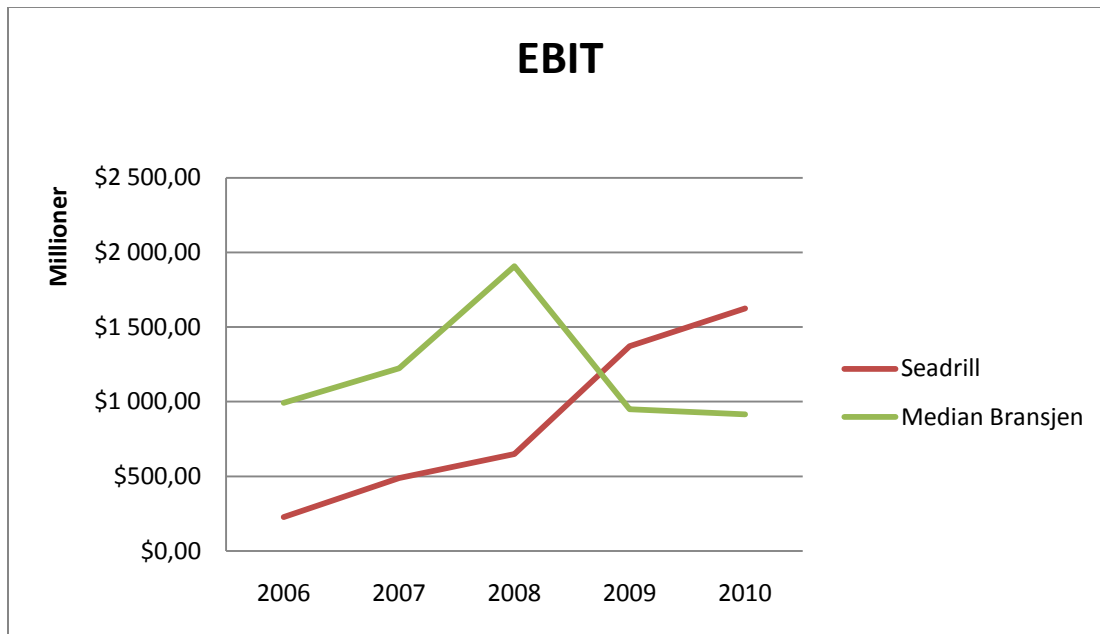
Seadrill sin EBIT margin har økt siden 2006 og har hatt en positiv trend i hele analyseperioden. Det er verdt å merke seg at EBIT marginen økte til tross for at finanskrisen rammet verdensøkonomien. Nedgangen i resultatet i 2008 skyldes tap på verdipapirer og finansielle derivater. Netto finansinntekter ble redusert med hele 1834 % sammenlignet med 2006. Dette gjorde et stort innhugg i resultatet og Seadrill måtte rapportere et negativt resultat på 77 % sammenlignet med 2006.

Den positive trenden som viser seg i EBIT er svært lovende for Seadrill. Dette viser at den operasjonelle delen av virksomheten stadig forbedrer sin lønnsomhet. I 2009 øker avskrivningene med 70 %. Dette skyldes at 10 nybygg ble ferdigstilt i 2008 og at avskrivningen av disse startet for fullt i 2009.

Trendanalysen viser at det er bare de finansielle eiendelene som har en negativ trend. Dersom Seadrill klarer å begrense eller luke bort tapene på finansielle eiendeler kan selskapet få solide overskuddstall i fremtiden.

Seadrill vs. Bransjen

Seadrill har vist forbedringer i EBIT siden oppstarten. Vi skal nå sammenligne Seadrill med bransjen for å se om dette er spesifikt for Seadrill eller bransjen generelt.



Figur 31: Utvikling i EBIT.

Seadrill har en økende EBIT sammenlignet med bransjen som opplever en nedgang i 2008-2009. Den økende EBIT marginen til Seadrill fra 2008 til 2009 skyldes at hele 10 nybygg ble ferdigstilt i 2008 og 4 i 2009 (Seadrill, 2011 e). I 2009 har Seadrill en høyere EBIT margin enn bransjegjennomsnittet og differansen øker i 2010. Vi tror at Seadrill vil fortsette å øke sin EBIT margin frem mot 2013 på grunn av den nye og moderne flåten, lovende markedsutsikter og økende etterspørsel i UDW markedet. I tillegg til dette vil Seadrill ferdigstille 11 nybygg frem mot 2013.

5.3. Regnskapsanalysens betydning for verdsettelsen

Regnskapsanalysen danner fundamentet for kontantstrømanalysen. Målet med regnskapsanalysen er å avdekke lønnsomheten, soliditeten og trenden til Seadrill. I tillegg brukes flere av nøkkeltallene fra regnskapsanalysen i kontantstrømanalysen, blant annet risikopremien fra den syntetiske ratingen og skattesatsen.

6. Rammeverk for verdsettelsen av Seadrill Limited.

I vår oppgave har vi verdsatt Seadrill ved hjelp av 3 forskjellige verdsettelsesmetoder.

Metodene er kontantstrømanalyse, relativ verdsettelse og NAV verdsettelse (Net Asset Value).

Nedenfor vil vi forklare styrker og svakheter med de ulike verdsettelsesmetodene før vi diskuterer tall i neste kapittel.

6.1. Neddiskontert kontantstrømanalyse

I fri kontantstrøm til selskapet eller Free Cash Flow to Firm (FCFF) modellen ser vi på selskapets fremtidige kontantstrømmer for å finne verdien på Seadrill. Selskapets verdi beregnes ved å neddiskontere den frie kontantstrømmen fra de operasjonelle eiendelene, samt addere verdien fra de ikke-operasjonelle eiendelene (Damodaran, 2002 side 384). Neddiskonteringsfaktoren eller avkastningskravets størrelse er avhengig av risikoen på investeringen. Høy risiko gjør at investorer setter et høyere avkastningskrav. Vi finner den frie kontantstrømmen til selskapet ved følgende formel (Damodaran, 2002 side 383):

$$FCFF = EBIT \times (1 - \text{Skattesats}) + \text{Avksrivninger} - \text{CAPEX} - \Delta\text{Arbeidskapital}$$

EBIT = Inntekter før finansposter og skatt. CAPEX = Capital expenditure.

Denne verdsettelsesmetoden er tidkrevende og kanskje den vanligste metoden av de tre vi har valgt. I FCFF metoden har analytikeren større frihet når det gjelder å estimere fremtidige inntekter og kostnader. Dette krever at verdsettelsen tar hensyn til makroøkonomisk utvikling, bransjeutvikling, avkastningskravet til investorer, skattesats, selskapets vekstrate, etc. Innhenting av slik informasjon er tidkrevende og ofte er ikke all informasjon tilgjengelig. Dette fører til at analytikeren må gjøre forutsetninger og estimer, noe som skaper usikkerhet i verdsettelsen. FCFF modellen er svært sensitiv i forhold til hvilket avkastningskrav som brukes. Små endringer kan gjøre store utslag på kursmålet for selskapet.

6.1.1. Terminalverdi

Det kan være vanskelig å estimere kontantstrømmer inn i evigheten. Den vanligste fremgangsmåten er å estimere kontantstrømmer for de neste 5-7 årene for så å legge til en terminalverdi. Terminalverdien kan estimeres på tre måter. Den første metoden antar at selskapets eiendeler blir solgt i terminalåret og terminalverdien blir lik estimert salgsverdi på eiendelene. Den andre metoden bruker en multipl på inntekter, kostnader eller bokført verdier for å finne verdien på selskapet i terminalåret. Den tredje, den vi bruker, antar at kontantstrømmen til et selskap vil vokse med en stabil vekstrate i evig tid (Damodaran, 2002). Terminalverdien beregnes ved å ta den frie kontantstrømmen i terminalåret og dividere denne på avkastningskravet minus vekstrate.

$$Terminalverdi = \frac{FCFF}{Avkastningskrav - vekstrate}$$

En viktig antakelse som gjøres i denne beregningen er at selskapet vil fortsette driften og ha en konstant vekst i kontantstrømmene etter terminalåret. For å finne selskapsverdien tar vi de fremtidige kontantstrømmene til selskapet, plusser på terminalverdien og neddiskonterer disse med et avkastningskrav (Damodaran, 2002 side 303).

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

De to viktigste faktorene ved en slik verdsettelse er avkastningskravet og vekstraten. Små endringer kan utgjøre store forskjeller for hva selskapet er estimert til å være verdt. Dersom differansen mellom avkastningskravet og vekstraten er liten, vil terminalverdien bli svært høy og øke selskapsverdien betraktelig. Vi har estimert vår vekstrate basert på estimer fra oljepris, E&P (Exploration & Production), vekst i BNP, og fremtidsutsikter i riggmarkedet. Damodaran hevder at et selskap som opererer internasjonalt ikke kan ha en høyere vekstrate enn veksten i BNP på lang sikt.

Vi har ikke tatt hensyn til problematikk knyttet til inflasjon, valuta og sale/leaseback i kontantstrøm analysen.

6.2. Relativ verdsettelse

I en kontantstrømanalyse er målet å finne verdien til et selskap gitt fremtidige kontantstrømmer, vekst og risiko. Den relative verdsettelsen har en annen innfallsvinkel. Her brukes prisingen til sammenlignbare selskaper i markedet for å finne verdien til et selskap (Damodaran, 2002). Den relative verdsettelsen bruker multipler eller forholdstall for å sette verdien på et selskap. Multipler er enkle og intuitive å bruke, men kan også gi misvisende resultater. Fordelen med relativ verdsettelse, sammenlignet med FCFF metoden, er at den er mye raskere å utføre, samtidig som du trenger å ta færre forutsetninger i utregningene. Ifølge Damodaran reflekterer denne type verdsettelse tilstanden i markedet på en bedre måte enn andre verdsettelsesmetoder.

Potensielle fallgruver

Når vi foretar en relativ verdsettelse bruker vi multipler fra sammenlignbare selskaper. Det er viktig å gjøre grundig forarbeid for å finne ut om selskapene faktisk er sammenlignbare. Selskaper som opererer i samme industri/sector er ikke nødvendigvis sammenlignbare. De kan ha store forskjeller når det gjelder fundamentale faktorer som risiko, vekst, kontantstrøm og kapitalstruktur. Dette gir rom for en analytiker til å manipulere kursmålet. Ved å velge multipler på bakgrunn av et ønsket resultat kan vedkommende rettferdiggjøre en hvilken som helst verdi på selskapet. I forrige avsnitt ble multiplenes evne til å reflektere tilstanden i markedet fremhevet som en styrke, men dette kan også være en svakhet. Et eksempel er når markedet er i en høy konjunktur. Optimismen i markedet har da en tendens til å overvurdere selskaper og prise de langt høyere enn hva eiendelene faktisk er verdt. Når dette inntreffer, kan multipler som P/E og P/B være misvisende fordi de vil prise et selskap for høyt i forhold til fundamentale verdier.

6.2.1. Price/Earnings

De fleste analytikere definerer P/E tallet som aksjekurs dividert med fortjeneste pr. aksje (EPS¹²). Det finnes ulike P/E varianter som forward P/E, trailing P/E og P/E uten ekstraordinære poster. Vi har brukt den siste varianten. I denne multippelen er de ekstraordinære inntektene og kostnadene fjernet slik at vi får en EPS som representerer et "normalår". Størrelsen på denne multippelen er også avhengig av avkastningskravet til egenkapitalen og vekstraten (Damodaran, 2002). Nedenfor ser du definisjonen på P/E.

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{EPS} = \frac{Utbytteratio \times (1 + Gn)}{Ke - Gn}$$

P= Markedsverdi på egenkapital. E=Netto inntekter. Gn=Vekstrate. Ke=Egenkapitalkostnad.

Et raskt blikk på 2 selskaper med P/E på henholdsvis 7 og 11 vil intuitivt vise at selskapet med lavest P/E er priset lavest. Dette er nødvendigvis ikke riktig dersom selskapet med lavest P/E har en høyere vekstrate (Damodaran, 2002). Dette skaper usikkerhet rundt multippelberegningen. P/E tallet påvirkes også av regnskapsføringen og hvor det aktuelle selskapet er i sin livssyklus. Dersom selskapene i utvalget har forskjellige regnskapsprinsipper kan dette føre til store utslag på EPS og P/E. Årsaken til dette kan være hvordan avskrivninger, skatt og kostnader behandles. Større kostnader og avskrivninger vil redusere EPS og derfor øke P/E tallet. Et selskap som er i oppstartfasen vil gjøre flere investeringer og kan derfor ha større avskrivninger enn ett selskap som har eksistert lenger. Den rapporterte skattesatsen til Seadrill er, som tidligere illustrert i oppgaven, svært volatil. Seadrill skatter til Bermuda, hvor de har avtale med statsministeren om 0 % skatt på ordinære inntekter og finansielle fortjenester (Årsrapport Seadrill, 2009). Disse faktorene gjør at P/E estimatet kan bli noe usikkert. Vi har likevel vurdert det slik at det er hensiktsmessig å ta med P/E i den relative verdsettelsen.

¹² Earnings Per Share.

6.2.2. EV/EBITDA

EV/EBITDA multiplene har fått større anerkjennelse de to siste tiårene. En av årsakene til dette er at den kan brukes i flere tilfeller enn for eksempel P/E tallet. P/E kan ikke brukes, eller blir meningsløs, dersom et selskap rapporterer negativ EPS. Det finnes færre selskaper som rapporterer negativ EBITDA, noe som gjør at multiplene kan brukes i flere tilfeller. EBITDA er fortjeneste før finanskostnader, skatt, avskrivninger og nedskrivninger. Multiplene utelukker derfor problematikk knyttet til de ekskluderte elementene, i tillegg kan den lettere sammenlignes på tvers av selskaper med ulik kapitalstruktur. Denne multiplene er best egnet for industri og sektorer som krever store investeringer over lang tid, med andre ord velegnet for oljeservice sektoren (Damodaran, 2002). Damodaran definerer EV/EBITDA multiplene på følgende måte:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Markedsverdi gjeld} - \text{Kontanter}}{EBITDA}$$

EV = Selskapsverdi. EBITDA = Inntekter før finansposter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger.

EV/EBITDA beregninger kan være misvisende for selskaper som Seadrill, hvor minoriteter eier andeler av selskapet. Årsaken til dette er at telleren (EV) i brøken inkluderer minoritetsposten, mens EBITDA ikke tar høyde for at en tilhører minoriteten(e). Dette vil føre til at multiplene blir lavere og selskapet kan derfor bli underpriset.

6.2.3. Pris/Salg

EV/EBITDA og P/E er fortjenestemultipler. Forskjellen ligger i nevnerne, hvor EBITDA brukes som en proxy for kontantstrøm fra drift, mens E er fortjeneste. Ulempen med å bruke denne type multipler er at fortjenesten til et selskap kan variere mye fra år til år. Dette slår mest ut i P/E og mindre for EV/EBITDA. Her kan inntektsmultipler, som for eksempel Pris/Salg, være bedre egnet, spesielt på nystartede selskaper hvor fortjenesten kan være negativ de første årene. Inntektsmultipler er ikke like volatile som fortjenestemultipler. Grunnen til dette er at det ofte er mindre endringer i salgsinntekter fra år til år, enn i fortjeneste. Fortjenestemultipler

tar ikke høyde for bokføringsprinsipper, avskrivningssatser, behandling av FoU (Forskning og Utvikling), balanseføring av transaksjoner, og ekstraordinære poster, noe som gjør de svært anvendelige (Damodaran, 2002). Inntektsmultipler som f.eks. Pris/Salg har også svakheter, blant annet fordi den ikke tar hensyn til fortjeneste og gjeldsgrad. Det er derfor viktig å analysere selskapets kontantstrømmer, evne til å generere positiv EPS og kapitalstruktur, i tillegg til P/S. Et selskap kan ha store inntekter og derfor lav P/S, men dette er ikke ensbetydende med at selskapet tjener penger. Dersom et selskap har høy gjeldsgrad vil dette redusere P/S og kan føre til overprising av selskapet. Til tross for svakhetene er P/S den multiplere som er best egnet til å sammenligne selskaper på tvers av sektorer (Damodaran, 2002). Vi har brukt følgende formel i våre P/S beregninger.

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Pris}}{\text{Salgsinntekter}} = \frac{\text{Profittmargin} \times \text{Utbytte ratio} \times (1 + G_n)}{(K_e - G_n)}$$

P = Markedsverdi egenkapital. S=Salgsinntekter. Utbytte ratio = Netto inntekt/antall aksjer.
G_n = Vekstrate. K_e=Egenkapitalkostnad

6.3. Net Asset Value

Net Asset Value (NAV), eller netto driftseiendeler (NDE), er den tredje metoden vi har brukt i vår verdsettelse. Denne metoden forutsetter at et selskap er verdt det samme som summen av netto driftseiendeler. Kort oppsummert finner vi netto driftseiendelene ved å ta de totale anleggsmidlene og trekker i fra gjeld (Arnold, 2005 side 909). Problemet med denne metoden er at den fanger ikke opp immaterielle eiendeler som for eksempel human kapital, verdien på merkevare, erfaring til ledelsen, selskapets posisjon i markedet, etc. Dette er verdier som investorer verdsetter høyt og som har stor betydning for selskapets fremtidige inntjening.

NAV verdsettelse egner seg veldig bra når et selskap er i finansielle vanskeligheter. Andre verdsettelsesmetoder, som for eksempel relativ verdsettelse, baserer seg på inntekter eller fortjeneste. I slike tilfeller kan det være bedre å ta utgangspunkt i balansene til selskapet for å finne den virkelige verdien. Ved oppkjøp av selskaper er aksjeeierne ofte tvunget til å selge

under NAV verdien. Dette kan føre til at det overtakende selskapet møter problematikk knyttet til oppblåste balanser, fordi selskapet som skal selges prøver å presse kjøpsprisen opp (Arnold, 2005).

En annen måte å foreta en NAV verdsettelse på er å finne estimer på salgsverdier. Morgan Stanley har estimert salgsverdien på hver enkelt rigg, avhengig av alder og type (Morgan Stanley, 2010 b). Disse estimatene representerer virkelig verdi på de balanseførte eiendelene. Vi har brukt disse estimatene i vår NAV verdsettelse.

7. Verdsettelse av Seadrill Limited

De 3 verdsettelsesmetodene har vist seg å gi ulike verdier på Seadrill Ltd, hvor NAV har verdsatt SDRL til 77 kr per aksje, mens FCFF og den relative verdsettelsen priser selskapet høyere.

Aksjekursen i skrivende stund (15.04.2011) er \$34,49 på New York Stock Exchange (NYSE), som tilsvarer 200,04kr gitt vårt USD/NOK forhold på 5,80kr.

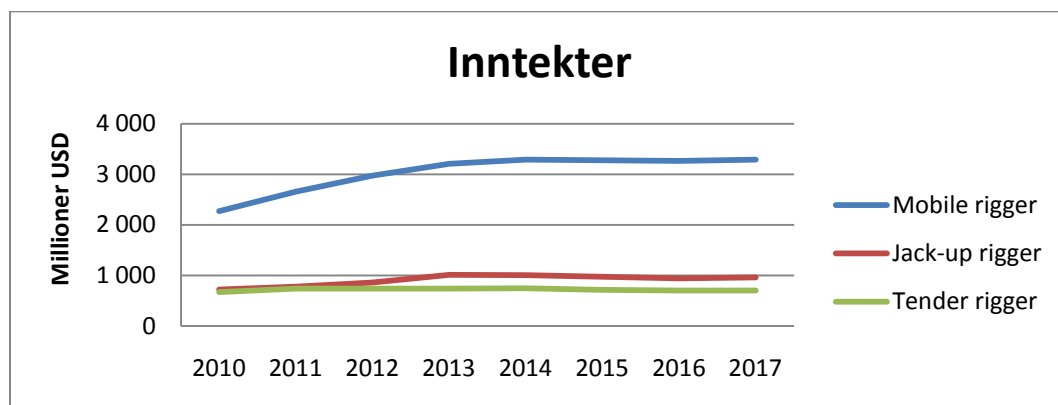
7.1. Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen er vår viktigste brikke i verdsettelsen av Seadrill. Vi har beregnet en egen kontantstrøm for hver av de 56 riggene Seadrill eier. Her har vi hentet inn data fra Seadrill, ODS Petrodata, Reuters, Morgan Stanley, EIA, IEA, Pareto Securities og andre institusjoner for å kunne estimere en verdi på selskapet. Vi vil i de neste avsnittene vise hvilke forutsetninger som er lagt til grunn i den fundamentale verdsettelsen.

7.1.1. Forutsetninger i den fundamentale verdsettelsen

Dagrater

Dagratene som er brukt i FCFF modellen er estimert på bakgrunn av fremtidsestimater fra Seadrill, ulike finansinstitusjoner, og makroanalysen i kapittel 4. Figur 32 viser estimert utvikling i inntekter for de ulike riggene.



Figur 32: Estimert utvikling i Seadrill sine inntekter.

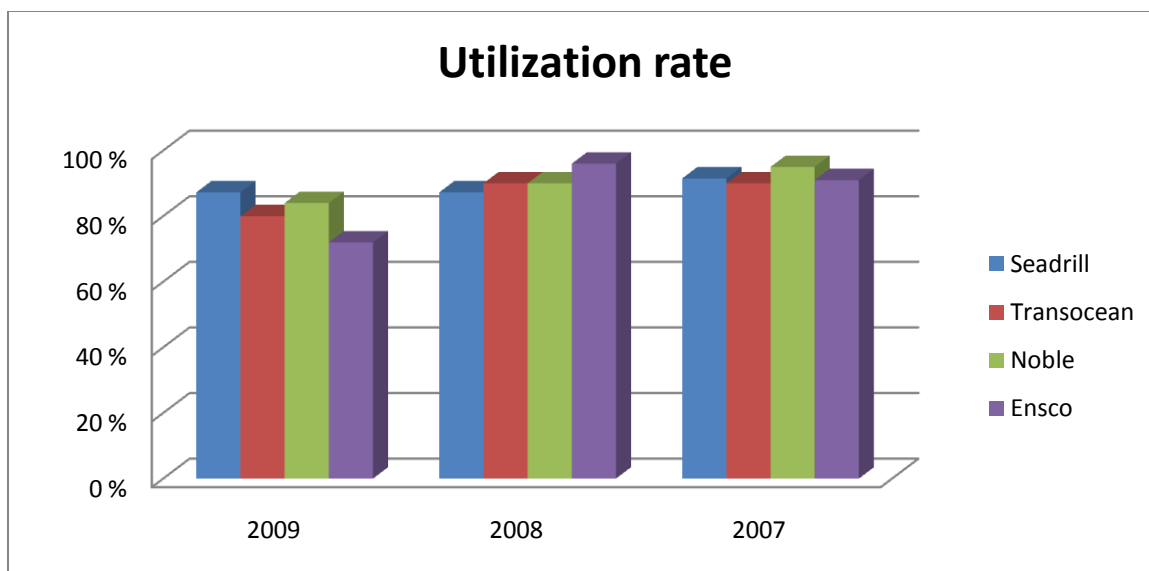
Figur 32 viser at Seadrill vil ha økende inntekter i mobile og jack-up rigger frem mot 2013. Seadrill vil i perioden 2010-2013 motta levering på 11 nye rigger og flere av nybyggene har allerede fått tildelt kontrakter. Dette vil generere inntekter umiddelbart etter levering. I årene etter 2013 vil flere nybygg bli tilgjengelige i markedet og vi forutsetter en stabilisering av Seadrill sine inntekter.

Dagratene er beregnet individuelt for hver rigg og er fastsatt i henhold til geografisk posisjon, alder, type, teknologi, operasjonell vanddybde og tidligere dagrater. Konsensusestimater for fremtidige dagrater er også tatt med i våre forutsetninger. Vi mener at våre dagrater er relativt konservative, til tross for at vi er positive til riggmarkedet på kort og lang sikt.

Den mobile flåten, bestående av boreskip og semi-submersibles, har en gjennomsnittlig kontraktslengde på 4 år, mens jack-up og tenderrigger har en snittlengde på 2 og 3 år. Vi har forutsatt at hver enkelt rigg fornyer sin kontrakt i det samme geografiske området den allerede opererer i, og at den får samme kontraktslengde som dagens gjennomsnitt. De makroøkonomiske utsiktene er positive og vi antar at alle rigger får kontrakt i fremtiden.

Utnyttelsesgrad eller "utilization rate" måler prosentvis hvor mange dager i året en rigg er i drift. Vi opererer med satsene 95 %, 95 % og 98 % på mobile, jack-up og tenderrigger. Den mobile flåten har en høyere forventet utnyttelsesgrad, men vi har valgt å være moderate i våre estimater på grunn av at riggene opererer i vanskelig farvann. Riggene har også nedetid i forbindelse med en sertifisering som foretas hvert 5.år. Nedetid er når en rigg ikke er operasjonell, og den genererer derfor ikke inntekter.

Vi har også lagt inn en 31 dagers nedetid i forbindelse med hver kontraktsfornyelse og sertifiseringen som utføres hvert 5.år. Denne nedetiden reduserer den reelle utnyttelsesgraden. Figuren på neste side viser rapportert utilization rate på Seadrill og de 3 største konkurrentene.



Figur 33: Utnyttelsesgraden til Seadrill og 3 konkurrenter.

Seadrill har i 2009 den høyeste utnyttelsesgraden innenfor riggsektoren sammen med Noble. Seadrill har i perioden 2007-2009 hatt en gjennomsnittlig utnyttelsesgrad på 89 %. Vi tror at kombinasjonen av ny flåte og moderne teknologi vil forbedre utnyttelsesgraden i fremtiden.

Kostnader

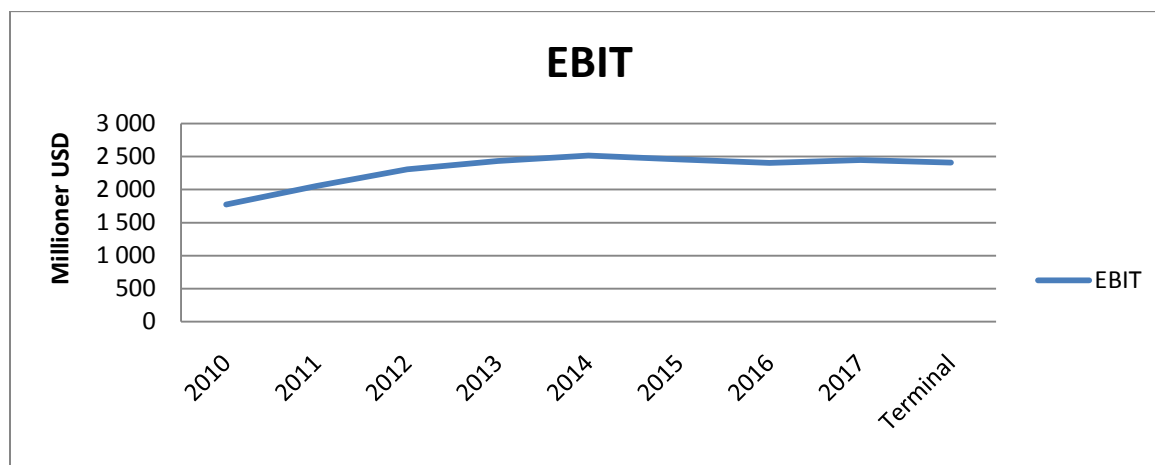
De operasjonelle kostnadene som er lagt til grunn er hentet fra Seadrill sine egne estimater. Kostnadene varierer etter geografisk posisjon og ulike riggtyper. Rigger i norsk farvann opererer med de høyeste kostnadene på grunn av høye personalkostnader og sertifiseringskostnader knyttet til sikkerhetskrav i Nordsjøen. Kostnadene går løpende 365 dager i året og tar ikke høyde for nedetid. Vi antar at de kostnadene selskapet sparer med å ikke operere, erstattes av vedlikeholdskostnader eller andre kostnader knyttet til riggens nedetid.

Avskrivningene er basert på kjøpsprisen på riggen, innhentet fra blant annet SEC filings¹³.

Selskapet opererer med 30 års lineære avskrivninger for hver enkelt rigg. Vi beregnet avskrivningene ved å ta kjøpspris dividert på forventet økonomisk levetid. Det viste seg at våre avskrivningskostnader ble for lave sammenlignet med resultatregnskapet i 2010.

¹³ www.sec.gov

Avskrivningene vi brukte i FCFF modellen for 2010 ble hentet fra resultatregnskapet samme år. I 2011 og utover har vi brukt avskrivningene for 2010, men har lagt til avskrivninger etter hvert som nybygg har blitt ferdigstilt. Årlige avskrivninger for hvert nybygg er beregnet ved å ta kjøpspris dividert på 30 års økonomisk levetid. Vi har valgt å "skrape" 3 av de eldste tenderriggene i løpet av analysehorisonten. Figuren nedenfor viser estimert EBIT utvikling i Seadrill.



Figur 34: Utvikling i EBIT.

EBIT er inntekter minus operasjonelle kostnader, avskrivninger og administrasjonskostnader. Den stigende marginen i EBIT viser at inntektene øker mer enn kostnadene. Dette er en positiv utvikling for Seadrill. I 2014 antar vi at EBIT marginen er på sitt høyeste nivå. Dette skyldes at alle nybyggene som er under produksjon er ferdigstilt og i drift.

Skattekostnad

Seadrill opererer med 0 % skatt på ordinære inntekter og finansinntekter (Årsrapport Seadrill, 2009). Årsaken til dette er en avtale med Bermudas statsminister som løper til 2016. Vi antar at selskapet fornyer denne avtalen etter 2016. Historisk sett har Seadrill operert med en normalisert skattesats på 9,32 % (jf.tabell 15). Denne skattesatsen varierer på grunn av at Seadrill opererer internasjonalt og under ulike skatteregimer. Den fundamentale verdsettelsen opererer med en skattesats på 10 % i hele analyseperioden.

Arbeidskapital

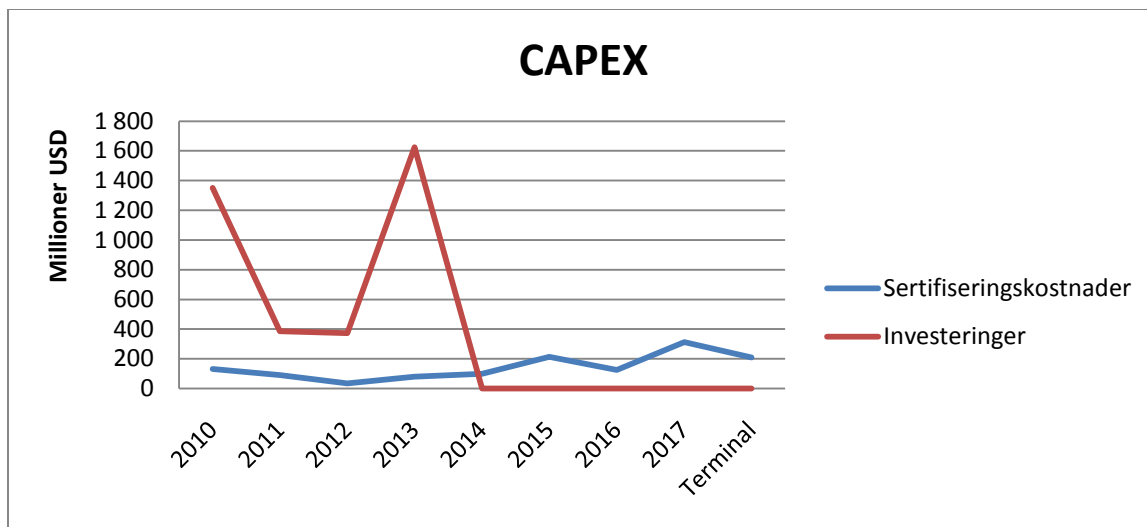
Arbeidskapitalen i 2010 er funnet ved å ta omløpsmidler minus kortsiktig gjeld.

$$\text{Arbeidskapital} = \text{omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld}$$

Det er vanskelig å estimere størrelsen på arbeidskapital i fremtiden. Vi beregnet endring i arbeidskapital for 2010 basert på balansene til selskapet samme år og antatt en reduksjon i 2011 tilsvarende 500 millioner dollar. Årsaken til dette er at antall investeringer reduseres og denne kostnaden vil derfor avta. De resterende årene har vi satt endring i arbeidskapitalen til 0 og får støtte for dette av Pareto Securities sjefsanalytiker på rigg, Frank Harestad.

CAPEX

Hvert 5. år må hver enkelt rigg sertifiseres. Den første gangen koster sertifiseringen 10-15 millioner dollar, deretter 25-30 millioner dollar. Sertifiseringskostnaden er også avhengig av type og alder på riggen. I forbindelse med sertifiseringen har riggen nedetid. Vi har tatt hensyn til dette når vi har beregnet kontantstrømmen. CAPEX inneholder også kostnader i forbindelse med investeringer. CAPEX inneholder kjøpsprisen til riggen pluss 15 % som skal dekke utstyr, kostnader, inventar, etc. til riggene. Figuren på neste side viser utviklingen i sertifiseringskostnader og investeringskostnadene til Seadrill.



Figur 35: Utvikling i CAPEX og investeringskostnader.

Kostnadsutviklingen viser at Seadrill gjør store investeringer frem mot 2013. Dette har en sammenheng med alle nybyggene som ferdigstilles i 2013. I en pressemelding rett før påske sier Seadrill at de vil benytte seg av færre opsjoner og redusere antall investeringer. Den økende utviklingen i sertifiseringskostnadene har en sammenheng med at Seadrill eier flere rigger, og at sertifiseringskostnadene blir dyrere etter hvert som riggene blir eldre.

7.1.2. Avkastningskravet

Vi har beregnet avkastningskravet ved bruk av WACC modellen. WACC modellen beregner avkastningskravet for totalkapitalen. Denne modellen beregner, som tidligere nevnt, et avkastningskrav basert på risikofri rente, risiko, kapitalstruktur, skattesats og risikopremie i markedet.

Våre regresjonsresultater viser at Seadrill har en beta på 1,905 for dagens investor. Betaen er beregnet med å kjøre endring i MSCI indeksen mot endring i aksjekursen til Seadrill. Den matematiske formelen for kalkuleringen er $\frac{\text{kovarians}(R_m, R_e)}{\text{varians}(R_m)}$, hvor R_m er avkastningen til referanseindeksen og R_e er avkastningen til Seadrill. Betaen som er brukt i vår WACC modell er justert. Den justerte betaverdien som brukes i WACC modellen er 1,603.

I WACC modellen trenger vi risikofri rente og risikopremien til markedet for å beregne avkastningskravet. Den risikofrie renten i WACC modellen er 30 års amerikanske statsobligasjoner. Risikofri rente er hentet fra Bloomberg 22.mars og gir 4,75 % avkastning. Markedets risikopremie har vi hentet i fra Damodaran (jf. tabell 23). Han mener at markedets risikopremie er på 6,03 % med aritmetisk gjennomsnittsberegning.

Vi har beregnet gjeldskostnaden til Seadrill på bakgrunn av den syntetiske ratingen. Den syntetiske ratingen har gitt Seadrill en rating på BB. Ifølge Standard & Poor's gir dette Seadrill et risikopåslag. Rentekostnaden er beregnet ved å ta risikofri rente multiplisert med risikopåslaget (jf.syntetisk rating), pluss risiko fri rente. Gjeldskostnaden vi bruker i WACC modellen er netto, dvs. rentekostnad minus skatt.

Vi bruker kapitalstrukturen til Seadrill når vi skal beregne et avkastningskrav. Her bruker vi ikke historisk giring av selskapet i beregningen, men forventet giring (Koller et. al 2005). Vi tror at Seadrill vil øke sin egenkapitalandel til 40 % i fremtiden. Bakgrunnen for dette er at selskapet ikke vil fortsette å investere og øke belåningen på selskapet i evig tid. Vi antar at Seadrill vil ha en egenkapitalandel på 40 % og at gjeldsandelen utgjør 60 % fremover.

WACC	
Risikofri rente	4,75 %
Markedets risikopremie	6,03 %
β_e	1,603
Avkastningskrav egenkapital	14,42 %
Rentekostnad	7,60 %
Skattesats	10 %
Gjeldskostnad	6,84 %
E/EV	0,4
D/EV	0,6
WACC	9,87 %

Tabell 30: Avkastningskrav til Seadrill.

WACC beregningen viser at Seadrill har et avkastningskrav på 9,87 %. Vi neddiskonterer kontantstrømmen i vår verdsettelse med dette avkastningskravet.

7.1.3. Vekstrate

Tidligere i oppgaven fortalte vi betydningen av vekstraten i en FCFF verdsettelse. Små endringer i vekstraten kan gjøre store utslag på den estimerte verdien til et selskap. Dette skal vi illustrere i sensitivitetsanalysen i kapittel 7.1.5. Vekstraten er konstant, og tallfester veksten Seadrill har i årene etter 2017. Et internasjonalt selskap kan ikke ha en høyere vekst enn veksten i BNP (Damodaran, 2002). Vi har valgt vekstrate på bakgrunn av den makroøkonomiske analysen i kapittel 4. Makroøkonomiske analyser viser at OECD-land vil ha en forventet vekst i BNP på 2 %, mens land utenfor OECD har en forventet vekst på 5 %. Den høye veksten i land utenfor OECD knyttes til befolkningsvekst og et økende energibehov. Vi tror at Seadrill vil ha en vekstrate på 2,5-3 %, basert på vår makroanalyse i kapittel 4.

Sesongjustering

En tradisjonell FCFF modell neddiskonterer alle inntekter og kostnader 31.12. i løpet av et år. Vi må ta dette med i beregningen og foreta en såkalt sesongjustering (mid-year adjustment).

Sesongjustering antar at selskapet i gjennomsnitt får sine inntekter og kostnader halvveis i året.

Denne justeringen er foretatt på den frie kontantstrømmen til selskapet minus gjeld, multiplisert med roten av $1+WACC$

$$\text{Justert verdi egenkapital} = (FCFF - \text{Gjeld}) * (1 + WACC)^{0,5}$$

7.1.4. Resultater fra FCFF analysen

Vi vil nå presentere resultatene fra vår FCFF analyse. De påfølgende sidene viser kontantstrømmen til mobile, jack-up og tenderrigger. Figurene viser også segmentenes bidrag til Seadrill sin aksjekurs.

Mobile rigger

I tabell 31 viser vi våre kontantstrømberegninger for Seadrill sin mobile flåte. Vi viser beregningene for årene 2010-2013 og terminalåret. Årsaken til dette er at veksten er størst frem mot 2013, og det er små forskjeller mellom årene 2014-2017 og terminalåret.

Mobile rigger (\$1000)	2010	2011	2012	2013	Terminal
Inntekter	\$2 269 464	\$2 658 728	\$2 971 129	\$3 205 822	\$3 253 026
- Operasjonelle kostnader	\$751 900	\$819 485	\$919 800	\$1 036 600	\$1 036 600
- Administrasjonskostnader	\$48 214	\$48 214	\$48 214	\$48 214	\$48 214
- Avskrivninger	\$297 376	\$340 222	\$394 706	\$443 921	\$451 106
= EBITA	\$1 171 974	\$1 450 807	\$1 608 408	\$1 677 087	\$1 717 106
EBITA %	52 %	55 %	54 %	52 %	53 %
- Tax	\$117 197	\$145 081	\$160 841	\$167 709	\$171 711
= NOPLAT	\$1 054 776	\$1 305 726	\$1 447 568	\$1 509 378	\$1 545 395
+ Avskrivninger	\$297 376	\$340 222	\$394 706	\$443 921	\$451 106
- Økning i arbeidskapital	\$1 082 623	-\$160 714	\$0	\$0	\$0
- CAPEX (sertifiseringskostnader)	\$55 000	\$25 000	\$0	\$60 000	\$78 000
- CAPEX (Forpliktet CAPEX + 15%)	\$691 170	\$296 240	\$0	\$1 218 713	\$0
= FCFF	-\$476 641	\$1 485 422	\$1 842 274	\$674 586	\$26 029 683
= Beregningsgrunnlag nåverdi	-\$476 641	\$1 485 422	\$1 842 274	\$674 586	
Mobile rigger					
FCFF	\$20 112 935				
/ Antall aksjer	443 308				
= Bidrag pr. aksje	\$45,37				
Dollar/NOK	kr 5,80				
= Bidrag pr. aksje	kr 263,15				

Tabell 31: Kontantstrøm mobile rigger (tall i tusen bortsett fra bidrag pr.aksje).

Seadrill sin mobile flåte genererer størst inntekter og har høyest EBITA margin. Årsaken til dette er de høye dagratene innenfor dypvannsegmentet. Seadrill ønsker å ekspandere i dette segmentet gjennom flere nyinvesteringer. I dag eier Seadrill 13 mobile rigger og forventer levering av 3 nye semi-submersibles i løpet av 2011, og ytterligere 2 boreskip i 2013. Den mobile flåten har et bidrag per aksje på 263,15 kr til Seadrill sin aksjekurs. Vår makroanalyse viser at markedet for mobile enheter vil vokse kraftig i fremtiden.

Jack-up rigger

I tabellen nedenfor vises kontantstrømberegningen for jack-up flåten. Seadrill eier totalt 16 jack-up rigger og denne type rigger utgjør majoriteten i Seadrill sin flåte. I løpet av 2011 leveres jack-up riggen West Elara og 4 nye jack-up rigger i løpet av 2012-2013.

Jack-up rigger (\$1000)	2010	2011	2012	2013	Terminal
Inntekter	\$723 773	\$781 307	\$861 777	\$1 011 475	\$994 516
- Operasjonelle kostnader	\$261 010	\$321 340	\$348 575	\$421 150	\$405 150
- Administrasjonskostnader	\$56 250	\$56 250	\$56 250	\$56 250	\$56 250
- Avskrivninger	\$78 325	\$94 569	\$96 072	\$121 916	\$122 733
= EBITA	\$328 188	\$309 147	\$360 881	\$412 159	\$410 382
EBITA %	45 %	40 %	42 %	41 %	41 %
- Tax	\$32 819	\$30 915	\$36 088	\$41 216	\$41 038
= NOPLAT	\$295 369	\$278 233	\$324 792	\$370 943	\$369 344
+ Avskrivninger	\$78 325	\$94 569	\$96 072	\$121 916	\$122 733
- Økning i arbeidskapital	\$1 263 060	-\$187 500	\$0	\$0	\$0
- CAPEX (sertifiseringskostnader)	\$20 000	\$0	\$30 000	\$15 000	\$68 000
- CAPEX (Forpliktet CAPEX + 15%)	\$483 102	\$56 350	\$372 600	\$406 238	\$0
= FCFF	-\$1 392 468	\$503 952	\$18 264	\$71 622	\$5 753 761
= Beregningsgrunnlag nåverdi	-\$1 392 468	\$503 952	\$18 264	\$71 622	
Jack-up rigger					
FCFF	\$2 988 722				
/ Antall aksjer	443 308				
= Bidrag pr. aksje	\$6,74				
Dollar/NOK	kr 5,80				
= Bidrag pr. aksje	kr 39,10				

Tabell 32: Kontantstrøm jack-up rigger (tall i tusen bortsett fra bidrag pr.aksje).

Kontantstrømmen viser at jack-up riggene har en positiv avkastning. Jack-up riggene bidrar 39,10 kr pr. aksje og utgjør ca. 20 % av den totale aksjeprisen.

Tenderrigger

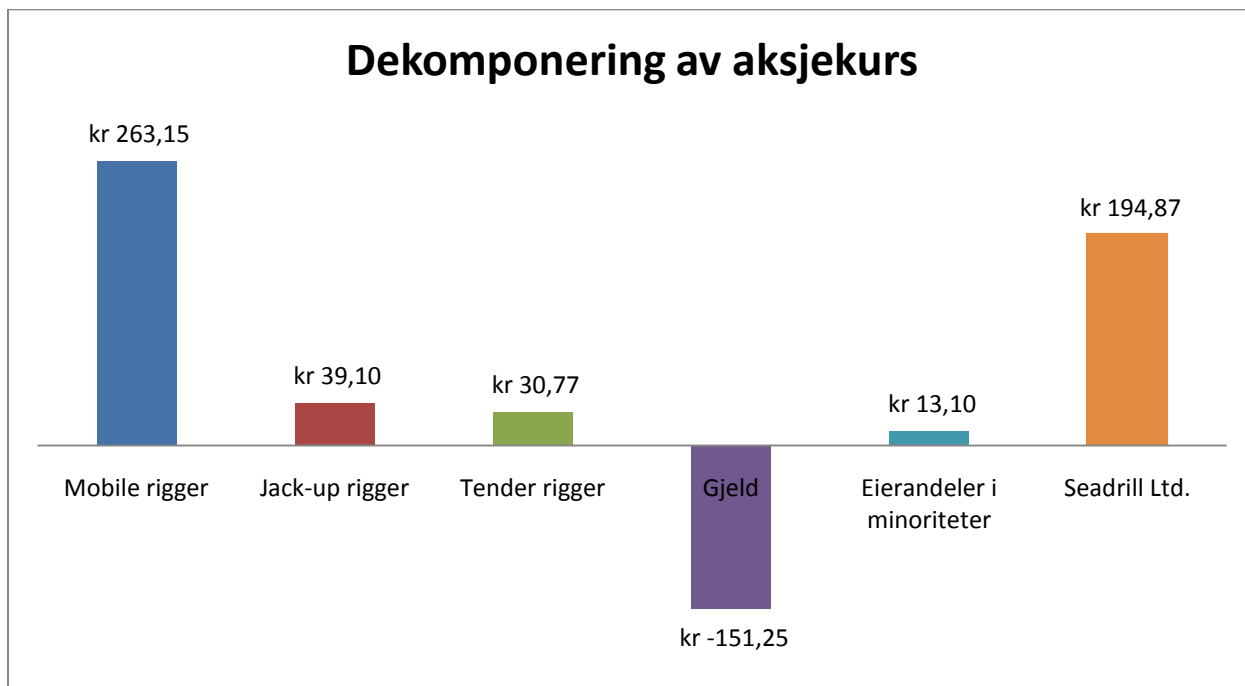
Tenderrigger (\$1000)	2010	2011	2012	2013	Terminal
Inntekter	672 003	738 250	739 237	741 273	652 803
- Operasjonelle kostnader	247 690	272 620	274 480	292 730	273 370
- Administrasjonskostnader	45 536	45 536	45 536	45 536	45 536
- Avskrivninger	57 533	64 533	64 533	66 383	61 367
= EBITA	321 244	355 561	354 688	336 625	272 530
EBITA %	48 %	48 %	48 %	45 %	42 %
- Tax	32 124	35 556	35 469	33 662	27 253
= NOPLAT	289 120	320 005	319 219	302 962	245 277
+ Avskrivninger	57 533	64 533	64 533	66 383	61 367
- Økning i arbeidskapital	1 022 477	-151 786			
- CAPEX (sertifiseringskostnader)	57 500	65 000	5 000	5 000	64 000
- CAPEX (Forpliktet CAPEX + 15%)	176 978	33 810			
= FCFF	-910 302	437 514	378 753	364 345	3 292 122
= Beregningsgrunnlag nåverdi	-910 302	437 514	378 753	364 345	
Tenderrigger					
FCFF	\$2 351 927				
/ Antall aksjer	443 308				
= Bidrag pr. aksje	\$5,31				
Dollar/NOK	kr 5,80				
= Bidrag pr. aksje	kr 30,77				

Tabell 33: Kontantstrøm tenderrigger (tall i tusen bortsett fra bidrag pr.aksje).

Seadrill eier i dag 17 tenderrigger og dette segmentet genererer lavest lønnsomhet. Tenderrigg flåten er en relativt gammel flåte, med kun 3 rigger som er nyere enn 2006. Gjennomsnittlig bygge år for tenderrigg flåten er 1997. Vi tror at lønnsomheten i tenderrigg segmentet vil reduseres gjennom analyseperioden og at veksten i UDW og dypvannsmarkedet vil gå på bekostning av tenderrigg markedet.

Seadrill Limited

Den fundamentale verdsettelsen verdsetter Seadrill til 194,87kr. Figuren nedenfor presenterer hvordan de ulike segmentene bidrar til Seadrill sin aksjekurs.

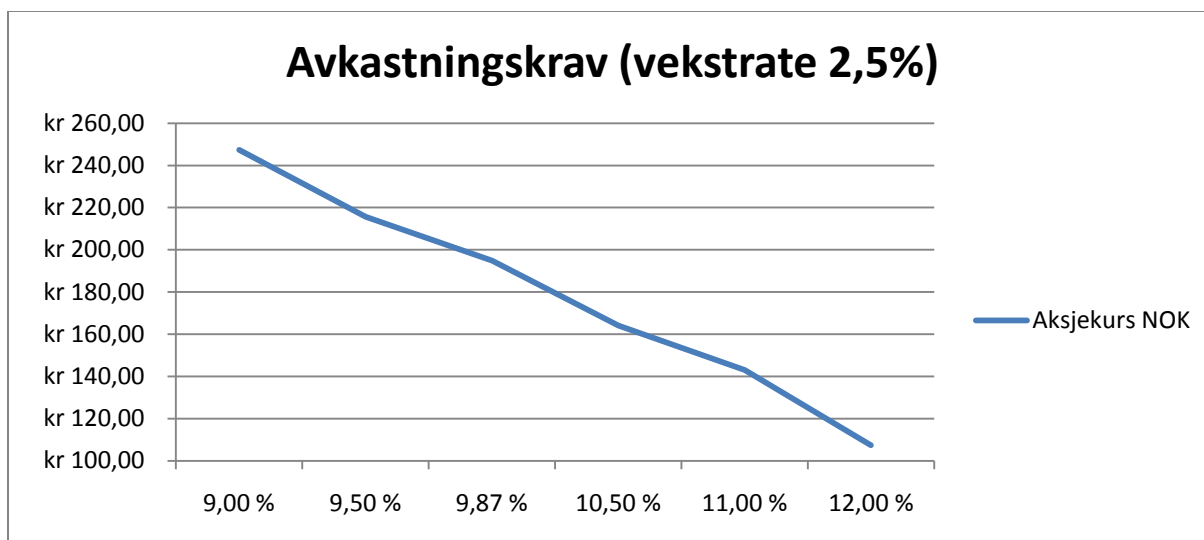


Figur 36: Dekomponering av aksjekurs.

Figur 36 viser at det er den mobile flåten som har høyest lønnsomhet. De mobile riggene opererer med de høyeste dagratene og opererer innenfor UDW og dypvann. Gjelden reduserer aksjekursen med 151,25 kr. Vår analyse viser at markedet priser aksjen riktig sammenlignet med dagens kurs på 34,49 dollar på New York Stock Exchange, gitt et USD/NOK forhold på 5,80 kr.

7.1.5. Sensitivitetsanalyse

I sensitivitetsanalysen vil vi illustrere hvordan aksjekursen påvirkes dersom vi endrer på avkastningskravet og vekstraten. Vi vil først illustrere hvordan aksjekursen beveger seg dersom vi endrer på avkastningskravet, men beholder vekstraten på 2,5 %.

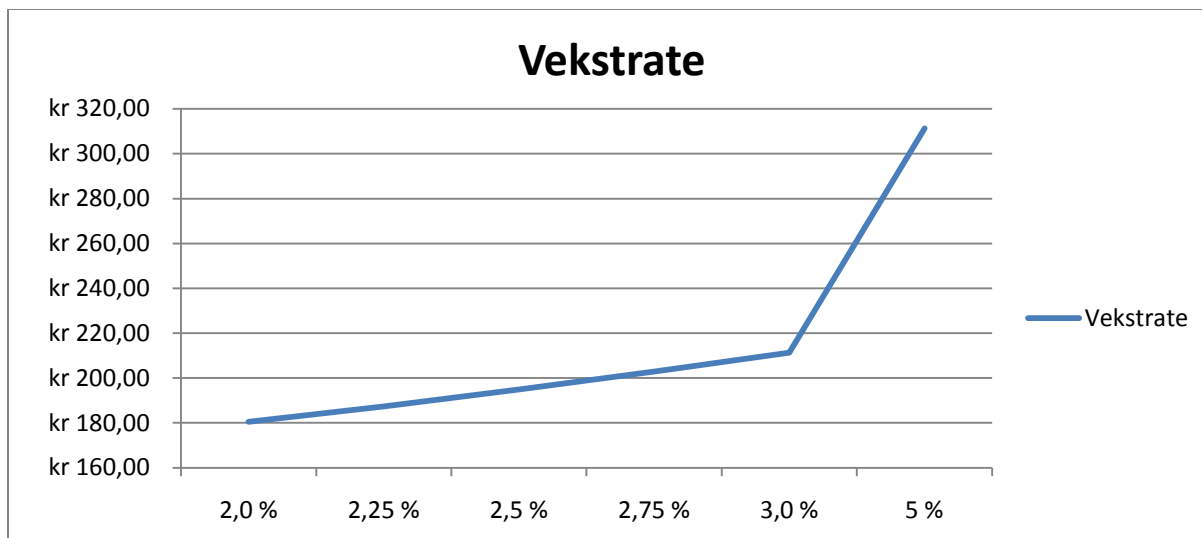


Figur 37: Sensitivitetsanalyse på avkastningskravet.

Figuren viser at ved å sette "feil" avkastningskrav kan vi få svært forskjellige aksjekurser. Kursen kan variere fra 247 kr til 107kr ved å endre avkastningskravet 3 %. Vi har brukt mye tid på å beregne et riktig avkastningskrav for Seadrill og mener 9,87 % er fornuftig. Den største usikkerheten som ligger i WACC beregningen er forventet egenkapitalandel. Vi har satt denne til 40 %, men dersom denne skulle vise seg å bli høyere stiger avkastningskravet. Fredriksen er kjent for å ha en relativt høy gjeldsandel i sine selskaper og vi tror ikke at egenkapitalandelen blir høyere enn 40 %. Dersom egenkapitalandelen skulle vise seg å stabilisere seg på 30 %, vil WACC beregningen sette et avkastningskrav på 9,11 %. Dette betyr at det vil være en betydelig oppside i Seadrill basert på våre estimater.

Vekstrate

Vi har tidligere nevnt at vekstraten påvirker nåverdien på et selskap betydelig i en FCFF beregning. Vekstraten presenterer selskapets konstante vekst etter analysehorisonten. I figur 38 ser vi hvordan endringer i aksjekursen påvirkes av endringer i vekstrate, gitt ett konstant avkastningskrav på 9,87 %.



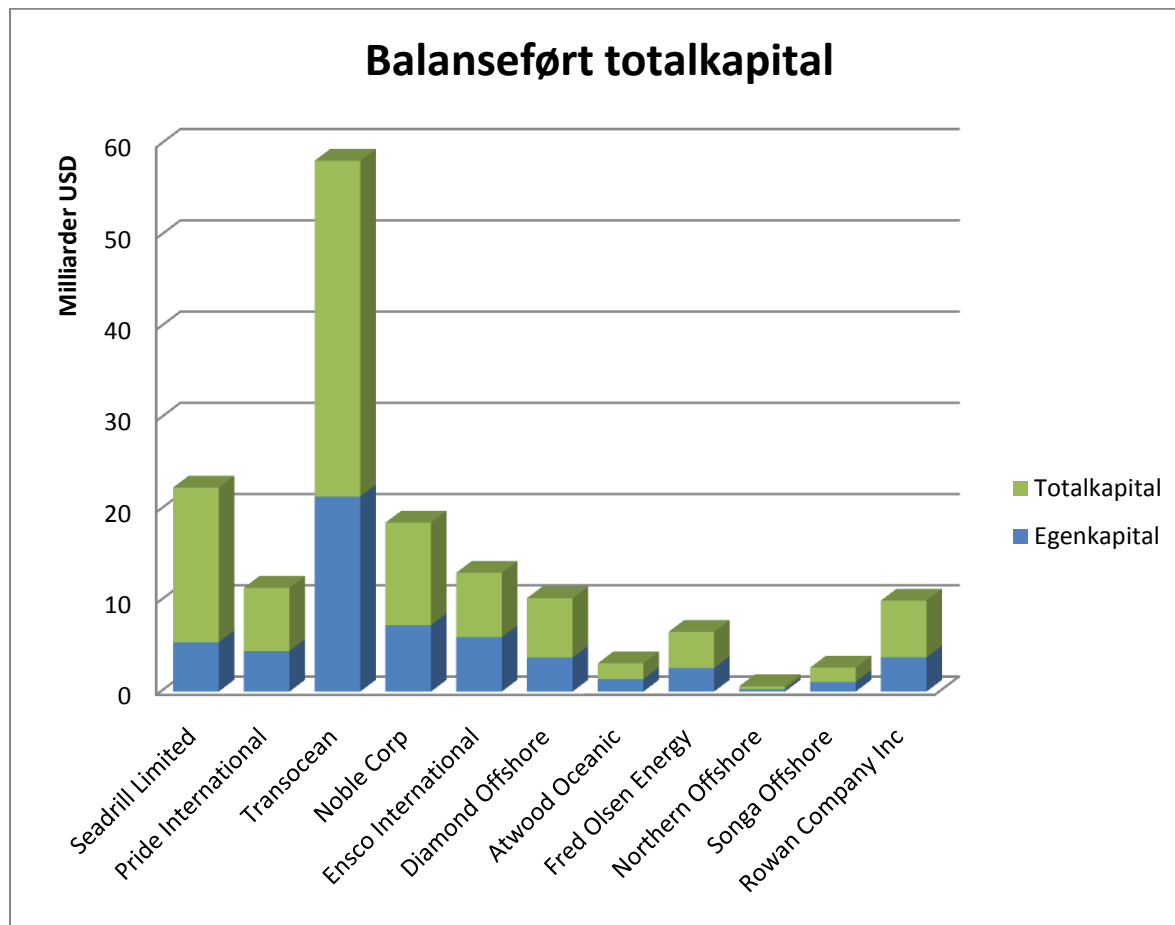
Figur 38: Sensitivitetsanalyse på vekstraten.

Sensitivitetsanalysen viser at en 3 % differanse i vekstrate utgjør en differanse på 130 kr i aksjekursen. Makroanalysen antyder at OECD-land vil ha en gjennomsnittlig vekst i BNP på 2 %. Seadrill vil med en slik vekstrate ha en aksjekurs på 180 kr. Vi tror at Seadrill vil ha en noe høyere vekst, basert på fremtidsutsikter innenfor UDW og dypvann. FCFF analysen vår antar 2,5 % vekstrate. Vår makroanalyse antyder at land utenfor OECD kan ha en vekst i BNP på 5-6 %. Setter vi 5 % vekstrate for Seadrill i terminalåret vil aksjekursen bli 311 kr. Vi tror at Seadrill vil ha en vekst på mellom 2-3 % i fremtiden, avhengig av hvordan etterspørselen i riggmarkedet utvikler seg.

7.2. Relativ verdsettelse

Vi har foretatt en relativ verdsettelse, i tillegg til den fundamentale. Denne verdsettelsesmetoden er ment som en kontroll til den fundamentale verdsettelsen, og bør ikke vektlegges alene. Forskjeller i flåtealder, størrelse, selskapsalder, historisk utnyttelsesgrad, kapitalstruktur, etc. er faktorer som den relative verdsettelsen utelater. Dette er forenklinger som kan ha stor betydning for selskapets markedsverdi. Vi ønsker å belyse forskjeller i selskapsverdi, gjennomsnittlig flåtealder og markedsandeler i UDW segmentet for å bedre beslutningsgrunnlaget til den relative verdsettelsen. Multiplene i den relative verdsettelsen

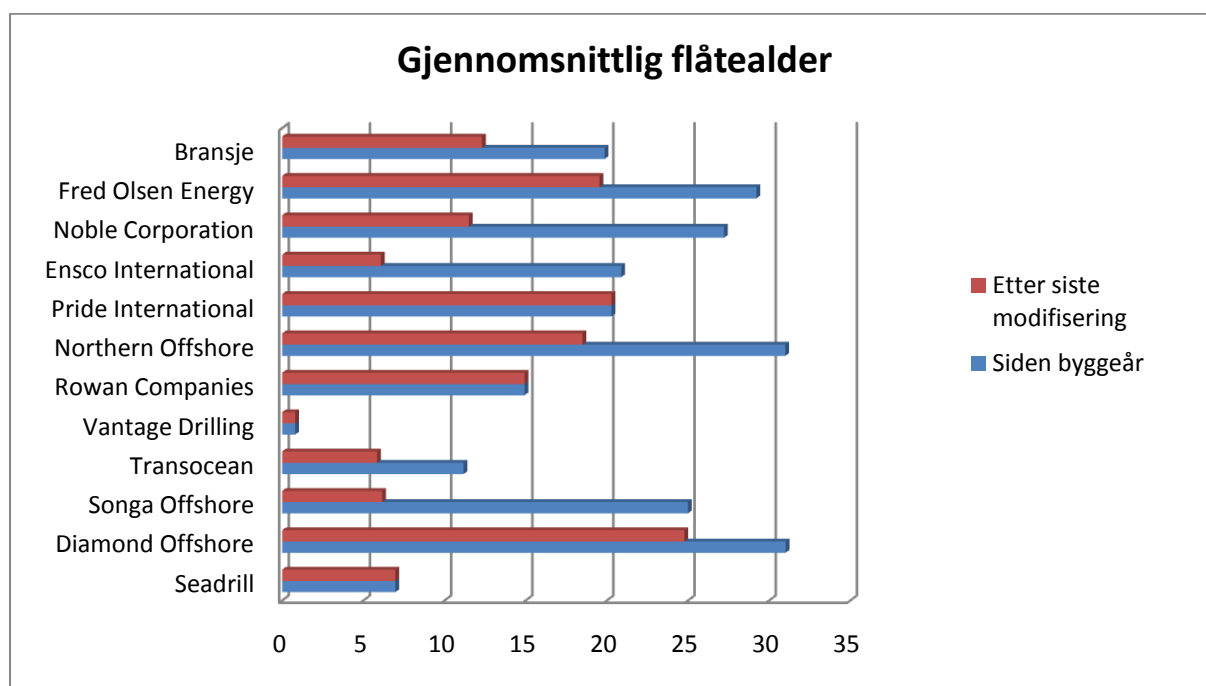
baserer seg på konsensusestimater fra over 30 ulike finansinstitusjoner. Nedenfor illustrerer figuren balanseført totalkapital til Seadrill og deres største konkurrenter.



Figur 39: Balanseført totalkapital til Seadrill og sammenlignbare selskaper.

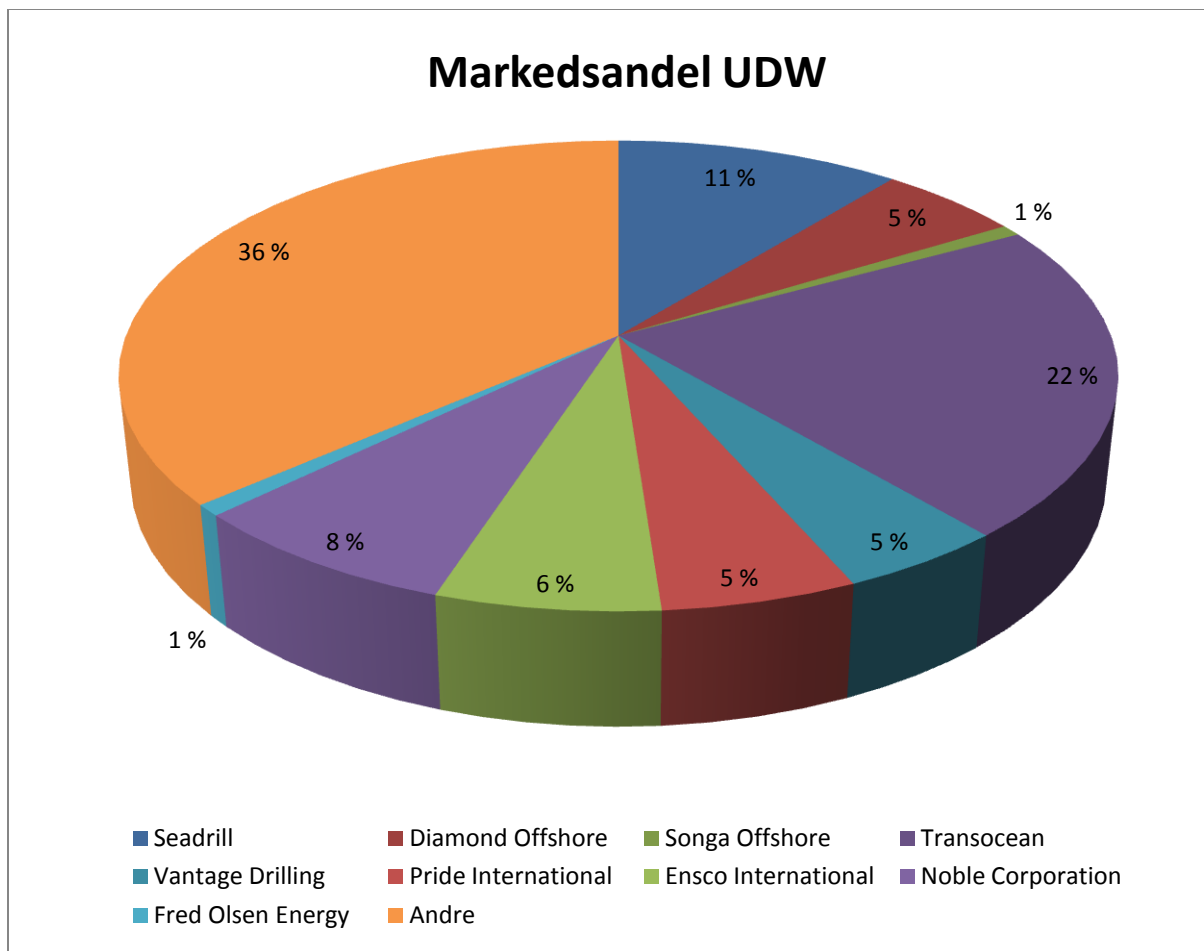
Det er ikke vanskelig å se i figur 39 at Transocean er den største aktøren innen riggsektoren, med en balanseført totalkapital på over 20 milliarder dollar. De relativt små aktørene i markedet Atwood Oceanics og Northern Offshore har en totalkapital på under 2 milliarder dollar. Seadrill sin totalkapital er ca. 20 milliarder dollar og plasserer selskapet som det 2. største riggselskapet i verden. Forskjeller i størrelse byr på utfordringer når selskapet skal verdsettes, i tillegg til at selskapene har forskjellig kapitalstruktur. Vi har tidligere i oppgaven nevnt Seadrill sin nye og moderne flåte. Dette er faktorer som kan føre til fremtidig superprofitt i en begrenset tidsperiode. En moderne flåte med nyere teknologi kan bore i dypere vann og er mer

pålitelig enn eldre installasjoner. Dette kan bety at selskapet kan få en høyere utnyttelsesgrad enn sine konkurrenter, samtidig som de får kontrakter der andre selskaper ikke har mulighet til å operere. Figuren nedenfor illustrerer den gjennomsnittlige alderen til de 11 største riggselskapene i verden. Seadrill sin flåte har en gjennomsnittsalder på 7 år og er den nyeste dersom vi ser bort i fra Vantage Drilling. Gjennomsnittsalderen til rigger som har blitt oppgradert eller modifisert etter byggeåret vises også i figuren. Årsaken til dette er at en modifisert rigg kan ha tilnærmet samme teknologi som et nybygg.



Figur 40: Gjennomsnittlig flåtealder til Seadrill og sammenlignbare selskaper.

Figur 40 viser at 6 av 11 aktører i markedet opererer med en flåte som er eldre enn 20 år. Dette er en klar fordel for selskaper som Seadrill. Før eller siden må de eldre riggene skiftes ut, mens Seadrill allerede har en moderne flåte i drift. UDW markedet spås en høy vekst og ettersom Seadrill er den 2.største aktøren i dette markedet med sine 11 %, er fremtidsutsiktene gode. Seadrill vil sammen med Transocean være markedsledende innenfor dette segmentet.



Figur 41: Markedsandeler i ultra-dypvannsegmentet.

I figurene overfor illustreres noen av forskjellene som finnes på de utvalgte sammenlignbare selskapene til Seadrill. Seadrill skiller seg ut i forhold til sine konkurrenter med tanke på alder, gjeldsgrad, og flåte. Vi har innledningsvis i oppgaven vist i Seadrill sine markedsandeler innenfor riggsegmentet (jf. figur 9). Vi mener at disse faktorene må tas med i betraktningen i den relative verdsettelsen.

Den relative verdsettelsen er basert på de selskapene som er oppført i tabell 34 på neste side. Vi har valgt disse 10 selskapene, i tillegg til Seadrill, basert på hva Seadrill og hva vi selv mener er konkurrenter. Tabell 34 viser ulike multipler til Seadrill og deres største konkurrenter. Vi har funnet sektorens gjennomsnitt med både geometrisk og median tilnærming. Grunnen til dette

er at de har ulike egenskaper, hvor median ikke påvirkes i samme grad av store uteliggere som det geometriske gjennomsnittet. Vi har ikke brukt aritmetisk gjennomsnitt fordi dette ville gitt enda høyere verdier enn det geometriske gjennomsnittet.

Nedenfor er multiplene til Seadrill og utvalget presentert, etterfulgt av aksjekurser beregnet på bakgrunn av P/E, EV/EBITDA, og P/S.

Relativ verdsettelse	Aksjekurs		P/E		EV/EBITDA		P/S	
		31.12.2010	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Seadrill Limited		\$33,92	10,87	10,01	10,15	9,16	3,34	3,09
Pride International		\$33,00	12,69	10,09	9,97	6,32	2,98	2,62
Transocean		\$69,51	12,09	10,04	7,91	6,92	2,22	2,10
Noble Corp		\$86,08	39,13	22,30	9,16	8,01	7,94	6,16
EnSCO International		\$53,38	14,51	9,96	9,70	7,72	3,74	2,63
Diamond Offshore		\$66,87	10,94	12,11	6,88	6,30	2,81	2,89
Atwood Oceanic		\$37,37	9,27	9,27	6,50	6,70	3,64	3,35
Fred Olsen Energy		\$43,17	1,16	1,20	4,61	4,45	0,44	0,44
Northern Offshore	kr	14,25	49,14	41,91	3,15	3,35	10,57	9,42
Songa Offshore	kr	32,00	53,33	45,07	7,84	4,56	9,09	8,11
Rowan Company Inc		\$34,91	14,25	9,19	9,92	6,52	2,25	1,85
Geometrisk gj.snitt			14,40	17,12	7,56	6,08	4,57	3,96
Median sektor			12,69	10,04	7,91	6,52	2,98	2,63

Tabell 34: Multipler. Kilde: Konsensusestimater hentet fra www.reuters.com

Isolert sett indikerer P/E og P/S at Seadrill er underpriset sammenlignet med bransjens gjennomsnitt. EV/EBITDA antyder at Seadrill er overpriset, og priser selskapet høyest i sammenligningen. Vi presenterer resultatet av den relative verdsettelsen nedenfor.

Relativ verdsettelse	P/E		EV/EBITDA		P/S	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Seadrill (median)	kr 229,68	kr 197,50	kr 162,55	kr 135,62	kr 175,21	kr 167,59
Seadrill (geometrisk)	kr 260,62	kr 336,52	kr 150,46	kr 119,24	kr 268,76	kr 251,88
Dollar/Nok	kr 5,80					
Antall aksjer	443 308 487					

Tabell 35: Relativ verdsettelse av Seadrill.

Verdsettelse basert på multipler viser store variasjoner i estimert aksjekurs. Vi skal i avsnittene nedenfor vise hvordan beregningene er foretatt og kommentere resultatene.

Price/Earnings

Seadrills P/E tall er noe lavere enn sektorens eget P/E tall dersom vi ser på den medianske tilnærmingen i 2011. Dette antyder at selskapet er lavt priset sammenlignet med sine konkurrenter. Basert på de strategiske fordelene vi tidligere har nevnt kan dette tyde på at det finnes en betydelig oppside. P/E tallet har priset selskapet til 229,68kr, et estimat som er høyere enn vår fundamentale verdsettelse. En av årsakene til dette kan være at P/E tallet ikke tar hensyn til kapitalstruktur. Vi har beregnet aksjekursen ved å ta forventet EPS * aksjekurs 31.12.

$$\text{Verdi egenkapital} = \text{EPS} \times \text{Aksjekurs 31.12}$$

Forventet EPS er hentet fra Reuters og er konsensusestimater fra over 30 ulike finansinstitusjoner¹⁴.

Enterprise Value/EBITDA

EV/EBITDA estimatet spår et pessimistisk kursmål for Seadrill og antyder at aksjekursen er overpriset sammenlignet med dagens kurs. Vi har beregnet kursmålet ved å ta EV/EBITDA tallet til utvalget multiplisert med selskapets fremtidige EBITDA, og trukket fra rentebærende gjeld. Selskapets høye gjeldsgrad reduserer verdien på egenkapitalen betraktelig.

¹⁴ www.reuters.com

$$\text{Verdi egenkapital} = \frac{EV}{EBITDA} \text{ industri } x \text{ EBITDA} - \text{Netto rentebærende gjeld}$$

Vi mener at dette estimatet er for lavt på grunn Seadrill sine strategiske fordeler sammenlignet med sine konkurrenter. Teori hevder at EV/EBITDA tallet er best egnet av samtlige multiplere for riggsektoren. (Damodaran, 2002). Seadrill sin spesielle kapitalstruktur og høye gjeldsgrad sammenlignet med sine konkurrenter ignoreres i denne multiplere. Vi mener at EV/EBITDA multiplere er en god multiplere, fordi den utelukker kapitalstruktur.

Price/Sales

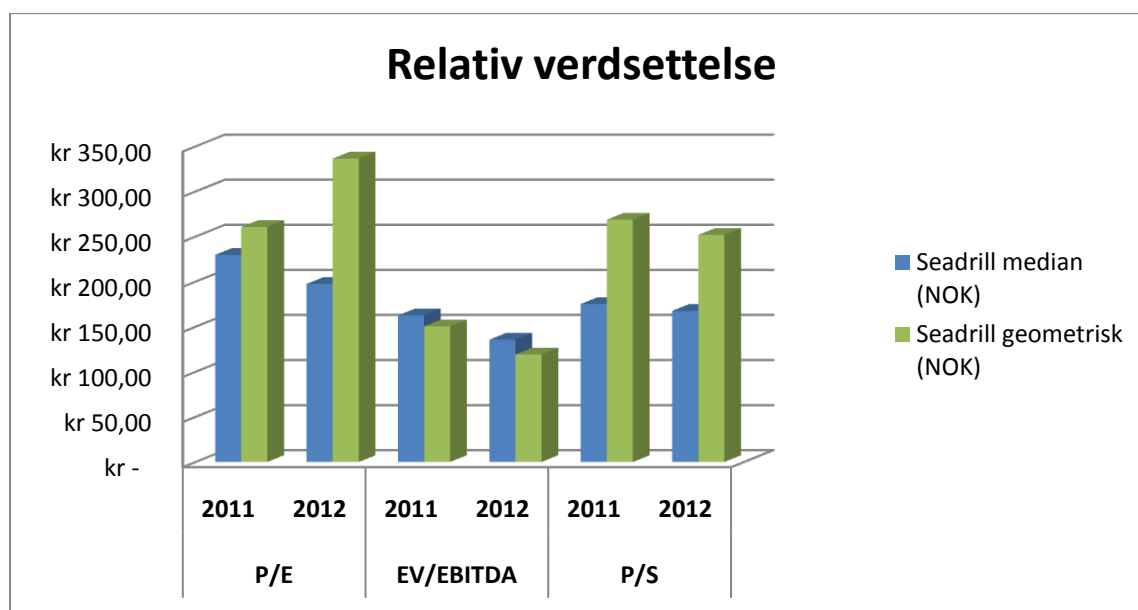
P/S estimatet er beregnet ved å ta gjennomsnittlig P/S for industrien multiplisert med Seadrill sine estimerte inntekter for 2011 og 2012.

$$\text{Verdi egenkapital} = \frac{\text{Pris}}{\text{Salg}} \text{ industri } x \text{ Salgsinntekter}$$

Vi har brukt konsensusestimater fra Reuters når det gjelder estimerte fremtidige inntekter. P/S multiplere tar ikke høyde for kostnader, kapitalstruktur eller skatt. Sammenlignet med utvalget har Seadrill tilnærmet samme P/S som median. Det geometriske gjennomsnittet ligger noe høyere og trekkes opp av selskaper som Northern Offshore, Songa og Noble. P/S priser Seadrill til 175,21kr, noe høyere enn EV/EBITDA. Seadrill sitt P/S tall i 2011 er 3,34 sammenlignet med industriens median på 2,98. P/S verdsettelsen er lavere enn den fundamentale og EV/EBITDA verdsettelsen. Vi mener at Seadrill sin spesielle kapitalstruktur og skatteavtale gjør at P/S verdsettelsen ikke gjenspeiler risikoen og verdien til selskapet.

7.2.1. Oppsummering relativ verdsettelse

Den relative verdsettelsen har variert fra svært optimistiske til negative kursmål for Seadrill. Vi har tidligere nevnt at denne type verdsettelse skal være et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Årsaken til dette er at relativ verdsettelse gjør for mange forenklinger og forutsetninger til at resultatet kan vektlegges alene. I illustrasjonen nedenfor er resultatet fra den relative verdsettelsen presentert.



Figur 42: Resultater fra den relative verdsettelsen

Vi vektlegger P/E tallet tyngst fordi dette tallet tar hensyn til de faktiske kostnadene knyttet til skatt, og finansiering. Det omgrupperte regnskapet viser forskjellen mellom rapportert resultat og comprehensive income. Denne forskjellen gjør at P/E beregninger kan være utsatt for resultatstyring. EV/EBITDA og P/S multiplene fokuserer på den ordinære driften, noe vi mener gir et misvisende bilde av Seadrill på grunn av deres skattesats og gjeldskostnader.

Denne analysen viser at Seadrill ikke er det beste investeringsobjektet. Årsaken til dette er at P/S og EV/EBITDA antyder at Seadrill er overpriset sammenlignet med utvalget, mens P/E antyder selskapet er underpriset. Vi har ikke klart å trekke noen konklusjon ut ifra den relative verdsettelsen, men P/E og P/S estimatene er nærmest den fundamentale verdsettelsen.

7.3. Net Asset Value

I Net Asset Value (NAV) verdsettelsen har vi funnet estimater på hva hver enkelt rigg omsettes for i markedet. Disse estimatene deler inn riggene etter generasjon, type og alder, og er hentet fra Morgan Stanley (Morgan Stanley, 2010 b). Vi har funnet verdien på flåten ved å ta salgsverdien multiplisert med antall enheter. Verdien på Seadrill er flåteverdi addert med minoritetsposter i andre selskaper. For å finne verdien på egenkapital tar vi total kapital minus netto rentebærende gjeld og forpliktet CAPEX.

Net Asset Valuation (\$1000)	Markedsverdi	Verdi pr. aksje(USD)	Verdi pr. aksje(NOK)
+ Verdi mobile enheter	\$13 650 000	\$30,79	kr 178,59
+ Verdi tender rigger	\$2 820 000	\$6,36	kr 36,90
= Verdi flåte	\$16 470 000	\$37,15	kr 215,48
+ Markedsverdi Archer	\$667 526	\$1,51	kr 8,73
+ Markedsverdi Pride	\$7 990	\$0,02	kr 0,10
+ Markedsverdi Seahawk	\$4 521	\$0,01	kr 0,06
+ Markedsverdi Sapura Crest	\$321 000	\$0,72	kr 4,20
= Selskapsverdi	\$17 471 037	\$39,41	kr 228,58
- Netto rentebærende gjeld	\$9 156 400		
- Forpliktet CAPEX	\$2 383 950		
= Egenkapitalverdi Seadrill	\$5 930 687	\$13,38	kr 77,59
Antall aksjer	443 308		
Dollar/Nok	kr 5,80		

Tabell 36: Net Asset Valuation av Seadrill.

NAV estimatet priser Seadrill til 77,59 kr per aksje. Dette er under halvparten av det den fundamentale verdsettelsen estimerer. Høy gjeld og forpliktet CAPEX reduserer NAV estimatet kraftig og denne verdien er svært lav sammenlignet med våre estimater og dagens kurs på Seadrill. En årsak til det lave estimatet kan skyldes lave estimerte salgspriser fra Morgan Stanley. Seadrill sin lave aksjekurs i NAV verdsettelsen kan knyttes til den høye gjelden i

selskapet. Den lave NAV verdsettelsen antyder at markedet priser en aksje basert på et selskaps fremtidig inntjening, ikke størrelsen på omsettelige verdier.

7.4. Oppsummering av verdsettelsen

Verdsettelsen priser den virkelige verdien på egenkapitalen til Seadrill og besvarer ett av spørsmålene i problemstillingen. Den fundamentale verdsettelsen priser aksjen til 194,87kr og antyder at Seadrill er fullpriset sammenlignet med dagens kurs. I perioden januar-april 2011 har aksjekursen til Seadrill variert fra 180-215kr.

Seadrill Ltd	FCFF	P/E 2011	EV/EBITDA 2011	NAV
Verdi egenkapital. (\$1000)	\$14 894 222	\$17 555 016	\$12 424 299	\$5 930 687
NPV pr.aksje	kr 194,87	kr 229,68	kr 162,55	kr 77,59
Differanse	-2,65 %	12,90 %	-23,06 %	-157,82 %
Anbefaling	Hold	Kjøp	Selg	Selg
Kurs 15.04.2011	kr 200,04			

Tabell 37: Oppsummering av verdsettelsen.

På bakgrunn av verdsettelsen mener vi at aksjekursen vil ligge i intervallet 185-230kr avhengig av konjunkturer i markedet. En investor kan også forvente avkastning i form av utbytte på ca. 8 % sammenlignet med dagens kurs.

Selskaper med lavere multipler enn bransjesnittet antyder, isolert sett, at de er lovende investeringsobjekter. Multiplene EV/EBITDA antyder at Seadrill er overpriset sammenlignet med bransjeutvalget, mens P/E antyder en oppside. Prisingen er også avhengig av positive fremtidsutsikter innenfor bransjen.

Vi nevnte tidligere at den fundamentale verdsettelsen vektlegges tyngst i vår verdsettelse. Verdsettelsen vil på bakgrunn av dette resultatet anbefale en nøytral/hold strategi til investorer.

8. Fredriksen effekter

Flere analytikere har uttalt at det kan eksistere personspesifikke premier i aksjemarkedet. Vår oppgave ønsker å avdekke om det finnes en personspesifikk premie knyttet til John Fredriksen i aksjemarkedet. Den fundamentale verdsettelsen antyder at Seadrill er riktig priset i forhold til dagens marked. På bakgrunn av dette tyder det på at det ikke eksisterer noen personspesifikk premie knyttet til Seadrill og John Fredriksen. Verdsettelse er ikke eksakt vitenskap og kan inneholde flere usikre momenter og estimer som gjør verdsettelsen unøyaktig. Vi ønsker derfor å undersøke videre om det finnes en personspesifikk premie ved å se på flere sektorer hvor Fredriksen er representert.

Metodikken vi anvender er analyse av nøkkeltall og regresjonsanalyse. I regresjonsanalysen er venstresidevariabelen pris eller avkastning. Høyresidevariablene inneholder måltall for lønnsomhet, gjeld, samt en kontrollvariabel. Vi har forsøkt å måle Fredriksen effekter gjennom bruk av dummy variabler.

Vi har samlet inn data fra kvartals og årsrapporter i perioden 2006-2010 fra 24 selskaper, hvor 4 av disse er Fredriksen kontrollerte (uthevet i tabellen). Selskapene som er inkludert i datasettet er representert i tabellen nedenfor.

Oppdrett	Rigg	Tank	Tørrbulk
Marine Harvest	Seadrill Limited	Frontline	Golden Ocean
Austevoll Seafood	Transocean	Nordic American Tankers	Genco Shipping & Trading
Cermaq	Diamond Offshore	Teekay Shipping Corporation	Eagle Bulk Shipping
Lerøy Seafood	Ensco	Knightsbridge Tankers	Diana Shipping
Salmar Farming	Noble Corporation	Overseas Shipholding group	DryShips Inc
Domstein	Pride International	Tsakos Energy Navigation	TBS Group

Tabell 38: Utvalgte sammenlignbare selskaper.

Våre beregninger viser at Fredriksen kontrollerte selskaper har en høyere historisk avkastning på børsen enn nevnte konkurrerende selskaper i perioden 2006-2010.



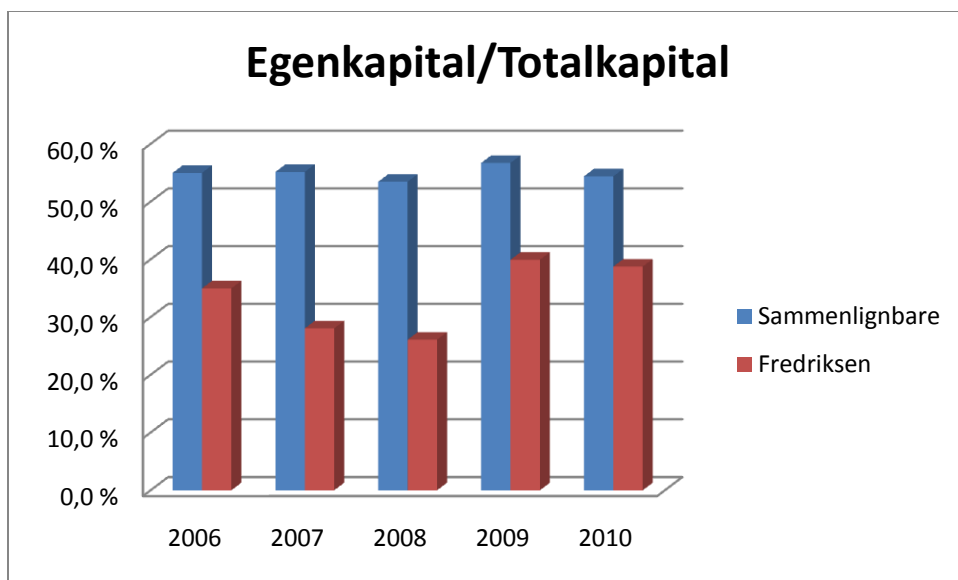
Figur 43: Aksjeavkastning til Fredriksen selskaper mot sammenlignbare selskaper.

Det kan være mange årsaker til en høyere avkastning i Fredriksen selskapene. To av årsakene kan være knyttet til kapitalstruktur og utbyttepolitikk. John Fredriksen er kjent for å være aksjonærvennlig på grunn av sin utbyttepolitikk i aksjemarkedet. Vi vil også sammenligne lønnsomheten i selskapene for å finne en forklaring på den høye avkastningen.

8.1. Kapitalstruktur

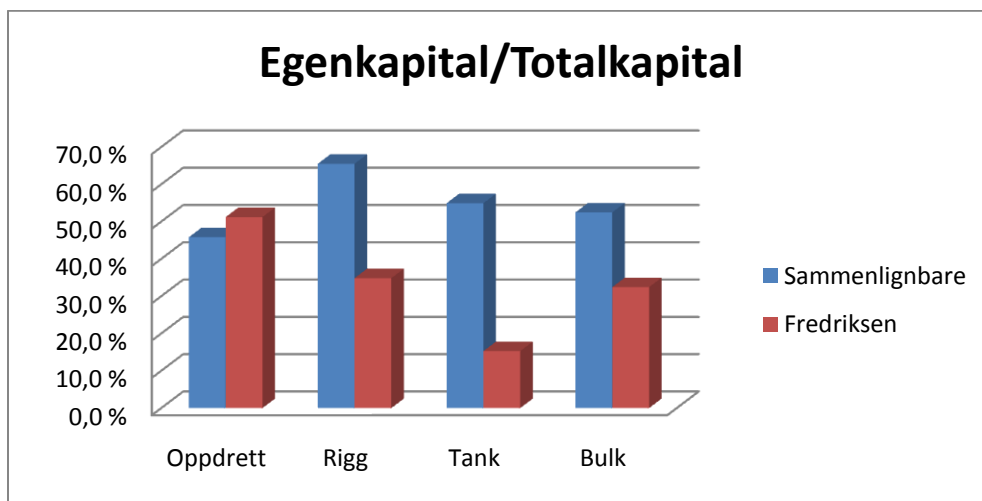
Miller og Modigliani (M&M) teoremet hevder at verdien til et selskap er bestemt av lønnsomhet og risiko på de underliggende eiendelene, uavhengig av hvordan eiendelene er finansiert (Tirol, 2006). Når man tar med skattefradrag på rentekostnadene vil verdien påvirkes av gjeldsgraden. En kan derfor forvente at en økning i gjeldsgraden medfører en høyere verdsetting. Denne effekten avtar når effekten konkursrisikoen på verdsettingen slår inn. Vi har avgrenset oppgaven når det gjelder å finne det optimale punktet for gjeld, men det er naturlig at et selskap ikke kan øke gjelden ubegrenset for å øke verdien.

Fredriksen kontrollerte selskaper skiller seg ut fra konkurrenter når det gjelder gjeldsgrad og opererer konsekvent med en høyere gjeldsgrad enn sine konkurrenter. Nedenfor viser vi finansieringen av eiendelene i Fredriksen selskaper og konkurrerende selskaper.



Figur 44: Kapitalstruktur i Fredriksen selskaper og sammenlignbare selskaper.

Figur 44 illustrerer at gjeldsandelen i Fredriksen selskapene er vesentlig høyere. Gjeldsandelen varierer også fra sektor til sektor, hvor oppdrett har den høyeste egenkapitalandelen. Dette er illustrert i figur 45 nedenfor.



Figur 45: Kapitalstruktur i ulike bransjer.

I oppdrett har Marine Harvest en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 51,2 % mot bransjeutvalgets 45,8 %. Det vil være naturlig med høy egenkapitalandel i oppdrettssektoren

fordi investeringsbeløpene er lavere sammenlignet med offshoresektorene. Dette er åpenbart ettersom offshore bransjen krever store og langsiktige investeringer, sammenlignet med oppdrettsanlegg. Miller og Modigliani hevder at en høy gjeldsgrad krever en høyere avkastning på egenkapitalen på grunn av økt risiko som følge av lav egenkapitalandel.

8.2. Lønnsomhetstall

Vi vil nå se på ulike nøkkeltall fra sektorene oppdrett, rigg, tank og tørrbulk for å sammenligne avkastningen. Vi har sammenlignet gjennomsnittlig ROE og ROA over 5 år. Totalavkastning i tabellene består av aksjekursendring pluss dividende. Vi har sammenlignet lønnsomheten i Fredriksen selskapene mot utvalgets gjennomsnitt og median.

Oppdrett

Oppdrett				
Gjennomsnittlig avkastning siste 5 år	Totalavkastning	Aksjekursavkastning	ROE	ROA
Marine Harvest	83 %	80 %	25 %	11 %
Gjennomsnitt konkurrenter	25 %	22 %	15 %	8 %
Median konkurrenter	29 %	26 %	18 %	10 %
Fredriksen Premie	54 %	55 %	7 %	0,3 %

Tabell 39: Avkastning og lønnsomhet i oppdrettsbransjen.

Tabell 39 viser ulike avkastningstall innenfor oppdrett. Historisk sett har Marine Harvest gitt investorer en meget god aksjeavkastning. Denne avkastningen har vært hele 54 % over bransjesnittet. I gjennomsnitt over 5 år viser ROE at selskapet har generert 25 % avkastning på egenkapitalen. Vi bruker median når vi skal sammenligne Marine Harvest med resten av sektoren. Årsaken til dette er at Domstein har levert negativ avkastning i perioden 2006-2010. Sammenlignet med bransjemedian har Fredriksen og Marine Harvest levert 7 % høyere avkastning på egenkapitalen. Tallene antyder at Fredriksens fortjeneste ligger i aksjemarkedets prising av egenkapitalen, ikke på bakgrunn av selskapets lønnsomhet.

Rigg

Rigg				
Gjennomsnittlig avkastning siste 5 år	Totalavkastning	Aksjekursavkastning	ROE	ROA
Seadrill	56 %	49 %	20 %	8 %
Gjennomsnitt konkurrenter	3 %	1 %	40 %	18 %
Median konkurrenter	7 %	3 %	29 %	18 %
Fredriksen Premie	49 %	46 %	-20 %	-10 %

Tabell 40: Avkastning og lønnsomhet i riggbransjen.

I riggmarkedet viser Seadrill lavere avkastning på egenkapital og eiendeler sammenlignet med sine konkurrenter. Seadrill har over en 5 års periode levert 20 % lavere avkastning på egenkapitalen enn bransjesnittet. Lønnsomhetstallet ROA er også lavere enn bransjesnittet. Ifølge M&M skal investorene kreve en høyere avkastning på egenkapitalen gitt kapitalstrukturen. Lønnsomhetstallene forklarer ikke i dette tilfellet den høye avkastningen på aksjekursen.

Tørrbukk

Tørrbukk				
Gjennomsnittlig avkastning siste 5 år	Totalavkastning	Aksjekursavkastning	ROE	ROA
Golden Ocean	50 %	47 %	122 %	25 %
Gjennomsnitt konkurrenter	24 %	20 %	17 %	10 %
Median konkurrenter	19 %	13 %	18 %	8 %
Fredriksen Premie	26 %	27 %	105 %	15 %

Tabell 41: Avkastning og lønnsomhet innenfor tørrbukk.

Det fremgår av tabell 41 at Golden Ocean har prestert betydelig bedre enn sammenlignbare selskaper i analyseperioden. Vi ser at avkastningen på egenkapitalen overgår alle nøkkeltall. En årsak til dette kan komme av at selskapet har over de 4 siste årene hatt en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 32,4 %, og sammenlignbare har operert med 52,5 % i samme periode. ROA er også betydelig høyere enn sammenlignbare. Med tanke på hvordan avkastningen har vært i

aksjemarkedet, så tyder det derfor på at markedet har tatt til seg resultatene levert av Golden Ocean. Det bør også nevnes at dette er en sektor som har store inntjeningsproblemer i dag. En rekke tørrbolk selskaper har dagrater som knapt dekker kostnadene. Grunnen til dette er en den store kontraheringen av skip over de seneste årene.

Tank

Tank					
Gjennomsnittlig avkastning siste 5 år	Totalavkastning	Aksjekursavkastning	ROE	ROA	
Frontline	9 %	-5 %	63 %	12 %	
Gjennomsnitt konkurrenter	4 %	-2 %	11 %	7 %	
Median konkurrenter	7 %	-4 %	9 %	6 %	
Fredriksen Premie	5 %	-2 %	51 %	6 %	

Tabell 42: Avkastning og lønnsomhet i tankbransjen.

I likhet med tørrbolk har tankmarkedet vært inne i en lavkonjunktur, noe som har medført lavere inntjening for selskapene. Dette bekreftes gjennom den relativ lave totalavkastningen og aksjekursavkastningen. Frontline, som er verdens største tankskiprederi, har trolig hatt tilstrekkelig med finansielle "muskler" i den tunge perioden, i tillegg til John Fredriksen bak roret. Dette har gjort at fallet i Frontlineaksjen har vært lavere enn i sammenlignbare selskaper. Årsaken til at totalavkastning er i pluss kommer av at utbytte har vært utbetalt hvert år. I tillegg er det verdt å bemerke at Frontline har veldig stor ROE, men dette kommer primært av en svært lav gjennomsnittlig egenkapital andel på 15,3 % i analyseperioden. Frontline har også vist en større avkastning på sine eiendeler, sammenlignet med sektoren, og vi mener at dette tallet tegner ett bedre bilde av lønnsomheten. ROA påvirkes ikke i like stor grad som ROE av kapitalstruktur.

Oppsummering av nøkkeltall

I analyseperioden har Fredriksen selskapene gitt en høyere aksjekursavkastning enn sammenlignbare selskaper. I sektorene rigg og oppdrett har Fredriksen kontrollerte selskaper hele 46 % og 55 % høyere avkastning, mens i tørrbulksegmentet er avkastningen 27 % høyere. Dersom vi ser bort i fra riggsegmentet, har Fredriksen selskapene hatt høyere lønnsomhetstall enn konkurrerende selskaper. Vi synes ikke at lønnsomhetstallene er så store at de forklarer den vesentlig høyere avkastningen på aksjekursen.

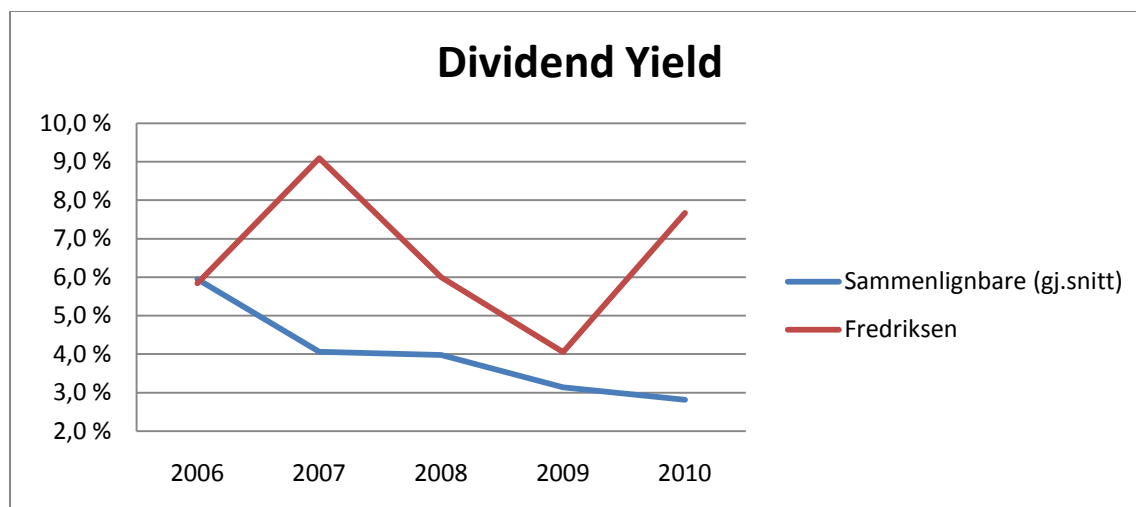
8.3. Utbytte

John Fredriksen er, som tidligere nevnt, kjent for å være en aksjonærvennlig investor gjennom sin utbyttepolitikk.

Miller & Modigliani argumenterer for at i en perfekt verden, vil verdien på et selskap være upåvirket av deres dividende beslutninger. Så det bør derfor ikke være noen formue effekt på kunngjøring av endring i utbytte (Ryan, Besley & Lee, 2000).

På bakgrunn av M&M teori så skal utbytte ikke ha noen formuende effekt fordi selskapets overskudd vil gå tilbake til egenkapitalen eller til utbytte. Egenkapitalen eier aksjonærene og utbytte alene burde derfor ikke være en kursdriver. Empiriske studier hevder derimot at utbytte gir en signaleffekt og påvirker aksjekurs (Ryan et al., 2000). Dersom et selskap øker utbyttebetalingen, sammenlignet med forrige periode, vil dette gi et positivt signal om selskapets fremtidige inntjening og øke aksjekursen (Damodaran, 2010).

Vår analyse viser at Fredriksen selskaper i gjennomsnitt betaler mer utbytte enn sine konkurrenter.



Figur 46: Dividend yield i Fredriksen selskaper og sammenlignbare selskaper.

Utbyttepolitikken kan være en driver for den høye aksjekursavkastningen. Lønnsomhetstallene viser en høyere avkastning i 3 av 4 bransjer. Disse tallene kan være en forklaring til en høyere avkastning, men vi ønsker ikke å konkludere på bakgrunn av disse. Vi mener det er hensiktsmessig å foreta en regresjonsanalyse for å avdekke hvilke forhold som forklarer den høye aksjekursavkastningen.

8.4. Rammeverk for regresjonsanalysen

Vi har kjørt regresjonsanalyser i Excel og foretatt analyser av nøkkeltall for å avdekke en eventuell Fredriksen premie. Regresjonsanalyse er en kvantitativ analyse av sammenhenger mellom en avhengig variabel (Y) og én eller flere uavhengige variabler(X). I lineære regresjoner er målet å estimere kausale effekter på Y, av én enhetsendring i X. En regresjon kan for eksempel benyttes til å avdekke om det er en sammenheng mellom energiforbruk og vekst i befolkningstetthet. Her er energiforbruk Y, mens vekst i befolkningstetthet er X og en forklaringsvariabel. Regresjonen vil vise hvordan veksten i befolkningstetthet påvirker energiforbruket.

Det finnes flere metoder for å tolke resultatet i en regresjonsanalyse.

Determinasjonskoeffisienten R^2 måler andelen av variansen til Y som forklares av

forklaringsvariablene. Dette tallet er mellom 0 og 1, hvor 0 betyr ingen forklaringskraft og 1 betyr perfekt forklaringskraft (Stock & Watson, 2007). Determinasjonskoeffisienten øker automatisk når vi legger til én forklaringsvariabel. Justert R^2 tar hensyn til denne effekten og brukes som kontroll når vi legger til flere variabler.

Signifikansnivået viser sannsynligheten for at en hypotese eller forklaringsvariabel er sann. Et signifikansnivå på 5 % betyr at 95 % av observasjonene støtter opp regresjonsresultatet. Dersom vi setter kritisk signifikansnivå på 5 %, betyr dette at 95 % av alle observasjonene må være innenfor konfidensintervallet for å bekrefte hypotesen. Innenfor drapssaker opererer lovverket med et kritisk signifikansnivå på 1 %. Dette betyr at de må være 99 % sikre på tiltalte har utført en slik handling. Dersom retten mener at det bare er 95 % sannsynlighet, frifinnes tiltalte. I økonomisk sammenheng kan vi akseptere et mildere signifikansnivå. 5 % signifikansnivå er det mest utbredte blant økonometrikere.

Når vi utfører en F-test (significance F) tester den alle deler av en felles hypotese samtidig. F-testen angir signifikansnivået til hele regresjonen. Dette tallet tester sannsynligheten for at hypotesen er sann. Dersom regresjonen er innenfor det kritiske konfidensintervallet analyserer vi signifikansen til hver enkelt forklaringsvariabel. En regresjon kan være signifikant, men dette betyr ikke at alle de uavhengige variablene har forklaringskraft.

Vi bruker p-verdien for å teste signifikansen til hver enkelt forklaringsvariabel. Dersom denne er innenfor kritisk nivå, har denne forklaringsvariabelen noe å si for Y. Er p-verdien høyere enn kritisk nivå, har forklaringsvariabelen ingen forklaringskraft på variansen til Y. Hvis en forklaringsvariabel er signifikant, forteller koeffisienten helningen på regresjonslinjen. Størrelsen på koeffisienten forteller hvor mye Y endres som følge av endring i X.

I noen regresjoner bruker vi forklaringsvariabler som er binære (dummyvariabel). Dette vil si variabler som har verdien 1 eller 0. Verdien 1 kan presentere at selskapet er Fredriksen eid, og

0 viser at Fredriksen ikke har eierskap i selskapet. Koeffisienten til en dummyvariabel påvirker ikke helningen til Y, men skjæringspunktet på linjen. Vi kan for eksempel bruke dummyer for å se på regionale forskjeller innenfor oppdrett. Men i et datasett som inneholder data fra 4 forskjellige fylker trenger vi bare 3 dummyer for å avdekke regionale forskjeller. Dersom vi inkluderer dummyer for alle 4 fylkene oppstår perfekt multikolinearitet (Stock & Watson, 2007). Den såkalte dummy variabel fellen.

8.5. Regresjonsanalyse

I regresjonsanalysen skal vi prøve å avdekke om personen John Fredriksen har en kursdrivende effekt, en premie i aksjemarkedet. Vi har samlet inn data fra perioden 2006-2010 for 24 ulike selskaper. Utvalget består av 4 Fredriksen kontrollerte selskaper innenfor oppdrett, rigg, tank og tørrbulk. Vi har hentet inn data fra 5 sammenlignbare selskaper for hvert Fredriksen selskap.

Vi har forutsatt at alle resultater og funn er basert på en 12 måneders investeringshorisont.

8.5.1. Datasettet

Regresjoner utføres på bakgrunn av et datasett. Vi har ulike datasett som tverrsnittsdata, tidsseriedata og paneldata. Tverrsnittsdata er observasjoner for mange individer observert over én periode. Tidsseriedata baserer seg på ett individ, observert over mange perioder. Paneldata er observasjoner av mange individer, over mange perioder (Stock & Watson, 2007). Vi har brukt paneldata i våre regresjoner. Vårt paneldata er et ubalansert paneldata fordi det ikke inkluderer 2006 tall fra Salmar Seafood, Austevoll Seafood og Golden Ocean.

Datasettet inneholder tall fra perioden 2006-2010 (jf. tabell 38). Vi har hentet inn disse tallene fra selskapenes finansielle rapporter. Etter samtale med sjefsanalytiker Frank Harestad i Pareto Securities og Professor Frank Asche ved UiS har vi endret datasettet fra kvartalsvise til årlige tall. Årsaken til dette er at det er for liten variasjon mellom kvartalstallene. Datasettet

inneholder ulike mål på lønnsomhet, kapitalstruktur, risiko (beta), utbytte (dividend yield), aksjeavkastning, multipler og avkastning på S&P 500 indeksen.

Datasettet kan inneholde svakheter med tanke på at utvalgets størrelse og tidshorizont. Hovedårsaken til den korte tidshorizonten er at flere av Fredriksen selskapene er relativt unge. I tillegg har det vært utfordringer med å finne "gode" sammenlignbare selskaper innenfor oppdrett, tørrbulk og tank.

8.5.2. Målet med analysen

Finnes det en Fredriksen premie i markedet? Denne hypotesen skal besvares av regresjoner. Fredriksens selskaper er kjent for ha en betydelig gjeldsandel i sine selskaper, samtidig som de betaler store utbytter. Vi har testet for disse hypotesene:

Hypotese 1: Kapitalstruktur og utbytte påvirker aksjekurs

I denne hypotesen skal vi teste om kapitalstruktur og utbytte påvirker aksjekurs. Vi har brukt S&P 500 indeksen som en kontrollvariabel til regresjonen. Årsaken til dette er at aksjemarkedet inneholder mye støy og hensikten er at variabelen skal fange opp mye av denne støyen. Målet med regresjonen er å forklare den høye aksjeavkastningen i Fredriksen kontrollerte selskaper.

Regresjonen er definert som:

$$\text{Aksjekursendring i \%} = \alpha + \beta \text{S\&P 500} + \lambda \text{ROA} + \delta \text{Dividend yield} + \theta \text{gjeld/totkap} + \mu$$

- *Aksjekursendring i % endring i aksjekurs fra 1.januar til 31.12. Aksjekursendringen er justert for utbytte.*
- *S&P 500 er den årlige prosentvise avkastningen til referanseindeksen. Kontrollerer for svingninger i aksjemarkedet generelt.*
- *ROA er avkastning på eiendeler. Vi bruker ROA i stedet for ROE på grunn av høy ROE som følge av lav egenkapitalandel i Fredriksen kontrollerte selskaper.*

- *Dividend yield er kalkulert ved å ta utbytte 31.12 dividert på aksjekurs 1.1. Denne variabelen skal måle effekten av utbytte på aksjeavkastningen.*
- *Balanseført gjeld/total kapital. Denne variabelen skal måle effekten av kapitalstrukturen på aksjekursen.*

Regresjonen viser en determinasjonskoeffisient på 36,39 % og F-testen viser at regresjonen har god forklaringskraft. ROA og kontrollvariabelen er signifikante på et 1 % nivå. Variablene dividend yield og gjeld/total kapital er ikke signifikante og har ingen forklaringskraft. Dette betyr at regresjonen forkaster nullhypotesen. Kapitalstruktur og utbytte påvirker ikke aksjekursen.

Miller og Modigliani hevder at utbytte ikke har en formuende effekt for investorer.

Regresjonsresultatet viser at aksjekursen ikke påvirkes av utbytte, og støtter opp M&M teoremet. Riktignok strider dette mot den empiriske analysen til Ryan, Besley og Lee, som viser at utbytte har effekter på aksjekurs. Det kan virke som det er en høyere lønnsomhet (målt med ROA) som forklarer den høye prisingen/avkastningen. På bakgrunn av disse resultatene ønsker vi nå å utvide regresjonsmodellen for å teste om det finnes en personspesifikk premie knyttet til John Fredriksen.

Hypotese 2: Det finnes en personspesifikk premie knyttet til John Fredriksen i aksjemarkedet.

Regresjonen er definert som:

$$\text{Aksjekursendring i \%} = \alpha + \beta \text{S\&P 500} + \lambda \text{ROA} + \delta \text{Dividend yield} + \theta \text{gjeld/total kap} + \zeta \text{FD} + \mu$$

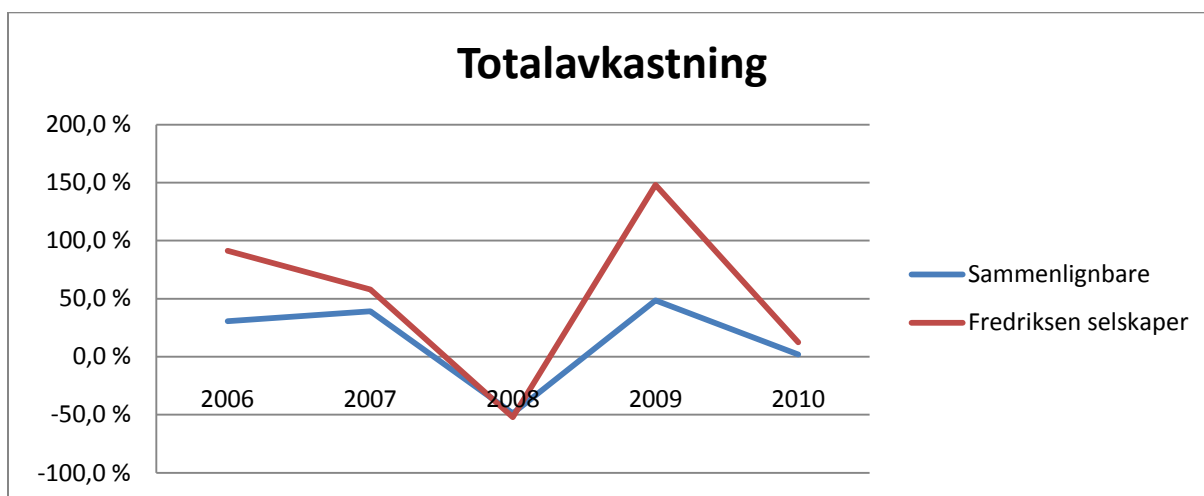
- *Aksjekursendring i % endring i aksjekurs fra 1.januar til 31.12. Aksjekursendringen er justert for utbytte.*
- *S&P 500 er den årlige prosentvise avkastningen til referanseindeksen.*
- *ROA er avkastning på eiendeler.*
- *Dividend yield er kalkulert ved å ta utbytte 31.12 dividert på aksjekurs 1.1.*

- *Balanseført gjeld/totalkapital.*
- *FD er en binær/dummy Fredriksen variabel. Definerer om selskapet er kontrollert av Fredriksen eller ikke.*

Regresjonsresultatet viser at regresjonen er signifikant på et 1 % nivå og har forklaringskraft, samtidig som determinasjonskoeffisienten er 36,84 %. ROA og S&P 500 er igjen signifikante på et 1 % nivå, men de resterende variablene har ingen forklaringskraft. Dette betyr at regresjonen forkaster nullhypotesen. Det er ikke en personspeisifikk premie knyttet til John Fredriksen. Den relativt lave R^2 viser at bare 36,84 % av variasjonen i aksjekursavkastningen er forklart av regresjonsmodellen. På bakgrunn av dette kan vi fortsatt ikke bekrefte eller avkrefte om det finnes en personspeisifikk premie.

8.6. Oppsummering Fredriksen effekter

Analysen viser at en investor får i gjennomsnitt 35 % høyere totalavkastning i et selskap der Fredriksen har majoriteten. Vår analyse viser at Fredriksen selskapene har en høyere avkastning i løpet av den 5 års perioden vi har analysert.



Figur 47: Totalavkastningen til Fredriksen selskaper og sammenlignbare selskaper.

I analysen av nøkkeltallene ROE og ROA legger vi størst vekt på ROA. En av årsakene til dette er fordi Fredriksen kontrollerte selskaper symptomatisk har høyere gjeldsandel. Det har vist seg at avkastningen på eiendelene er høyere enn sammenlignbare i 3 av 4 segmenter. I riggsegmentet, hvor Seadrill har lavere ROE og ROA enn sine konkurrenter, har selskapet likevel 46 % høyere aksjekursavkastning. En høy ROA kan være en av årsakene til at markedet verdsetter Fredriksen selskaper høyere.

Fredriksen selskapene betaler høyere utbytte enn sine konkurrenter. Regresjonsanalysen viser at dette ikke har en kursdrivende effekt, men teori har vist varierende resultater. Damodaran hevder at endringer i utbytte gir en signaleffekt til markedet. Et selskap som øker utbyttetestørrelsen, sammenlignet med forrige periode, får ofte økt aksjekurs, og vice versa. Vår analyse har ikke klart å avdekke noen effekter som følge av utbyttepolitikken.

Vi har ikke klart å avdekke en personspezifikk premie knyttet til John Fredriksen. M&M hevder at verdien til en aksje er helt uavhengig av hvordan den er finansiert, og utbyttepolitikken skal derfor ikke spille noen rolle. Forskjellen mellom teori og virkeligheten er at flere investorer nærmest betaler penger for å få utbytte (Dagens Næringsliv, 2011 a). Felles for John Fredriksen selskapene er at de opererer med samme business modell. Ved å dele ut store deler av overskuddet til aksjonærene gjør at Fredriksen "tvinges" til å finansiere nye prosjekter gjennom kapitalutvidelse eller gjeld. Denne modellen gjør at aksjonærer får innflytelse på nye investeringer. Denne måten å finansiere investeringer på gjør at Fredriksen vil redusere sannsynligheten for å gjøre dårlige beslutninger. Grunnen til dette er at markedet påvirker beslutningsgrunnlaget. Det tyder på at markedet liker denne "modellen", fordi Fredriksen har generelt brukt relativt kort tid på å hente kapital i markedet til nye investeringer. Et eksempel på dette er at Fredriksen hentet 2,4 milliarder kroner på kun få timer, mens Kjell Inge Røkke og Aker konsernet brukte over 2 uker på å gjøre det samme (Dagens Næringsliv, 2011 b).

Vi mener at Fredriksen selskapene har levert god lønnsomhet på eiendeler og egenkapital i analyseperioden. Dette er først og fremst årsaken til den høye aksjekursavkastningen. I tillegg til dette mener vi at businessmodellen Fredriksen benytter verdsettes høyt i markedet. Kombinasjonen av disse faktorene er trolig årsaken til den signifikant høyere avkastningen en investor vil få i et Fredriksen selskap, fremfor konkurrerende selskaper.

9. Konklusjon

Problemstillingen i oppgaven stiller 2 spørsmål, og konklusjonen vil nå besvare disse på en presis og kortfattet måte.

Hva er den virkelige verdien på egenkapitalen til Seadrill?

Vår verdsettelse priser egenkapitalen til Seadrill til 194,87 kr per aksje. Verdsettelse er ikke eksakt vitenskap, men i forhold til dagens aksjeverdi tyder det på at våre valg og forutsetninger har vært fornuftige. Den eventuelle oppsiden vi ser i Seadrill vil være avhengig av hvordan den globale økonomien påvirker riggsektoren.

Finnes det en personspezifikk premie knyttet til John Fredriksen i aksjemarkedet?

Utredningen har ikke klart å avdekke en personspezifikk premie knyttet til John Fredriksen. Vi mener at kombinasjonen av businessmodellen og gode lønnsomhetstall kan forklare den signifikant høyere aksjeavkastningen til en 12 måneders investor. Utfordringer knyttet til datasettets størrelse og utvalg kan ha påvirket kvaliteten på resultatene fra denne analysen. Dette er et tema som kan være interessant og undersøke nærmere ved en annen anledning.

Investeringsanbefaling

På bakgrunn av denne utredningen har vi en nøytral investeringsanbefaling på Seadrill, men anser Fredriksen selskaper generelt som attraktive investeringsobjekter.

Litteraturliste

Bøker

Arnold, G. (1998). *Corporate Financial Management*. (3.utg.). Great Britain: Financial Times Pitman Publishing Imprint.

Bodie, Z., Kane, A., Alan, J.M. (2009). *Investments*. (8.utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.

Brealy, R. Myers, S. Allen, F. (2008). *Principles of Corporate Finance*. (8.utg.). New York: McGraw-Hill International Edition.

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

Kinserdal, A. (2005). *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2005). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. (4.utg.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.

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

Schack, B. (2009). *Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse*. (4.utg.). Danmark: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Stock, J.H., Watson, M.W. (2007). *Introduction To Econometrics*. (2.utg.). Boston: Pearson Education, Inc.

Tirol, J. (2006). *Theory of Corporate Finance*. New Jersey: Princeton University Press.

Rapporter og analyser

ABG Sundal Collier. (2011). *Oil Service, Sector Report*. Oslo, 01-02-2011: ABG Sundal Collier.

Barclays Capital. (2010). *Analysis of Worldwide E&P Expenditures*. New York, desember 2010:

Barclays Capital Equity Research.

Damodaran, A. (2010). *Returning Cash to the Owners: Dividend Policy*. North America:

Damodaran, A. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Besøkt 05-04-2011

ExxonMobil. (2010). *The Outlook for Energy: A View to 2030*. Texas, 2010: ExxonMobil.

http://www.exxonmobil.com/Corporate/energy_outlook.aspx. Besøkt 04-01-2011.

International Energy Agency. (2010). *Oil Market Report*. Frankrike, desember 2010:

International Energy Agency.

International Energy Agency. (2011). *End-use petroleum product prices and average crude oil import costs*. Frankrike, januar 2011: International Energy Agency.

Morgan Stanley. (2010) a. *Global Energy Playbook*. North America: Morgan Stanley Research.

Morgan Stanley. (2010) b. *Oil Services, Drilling & Equipment. Oil Majors Ramping Up Deepwater E&P Budgets*. North America, 11-08-2010: Morgan Stanley Research.

Morgan Stanley. (2011). *Oil Services, Drilling & Equipment. Turning More Constructive On Offshore Drillers*. North America, 04-11-2011: Morgan Stanley Research.

ODS-Petrodata. (2010). *Offshore Rig Monthly*. Oslo, November 2010: ODS-Petrodata.

Pareto Securities. (2010). *Rig, Quarterly report*. Oslo, oktober 2010: Pareto Research.

Pareto Securities. (2011). *Rig- Another Cycle has Begun*. Stavanger, april 2011: Pareto Research.

RS Platou.(2011). *E&P Quarterly 1Q11*. Oslo, april 2011: RS Platou.

Ryan, P.A., Besley, S., Lee, H.W. (2000). *An Empirical Analysis of Reactions to Dividend Policy Changes for NASDAQ Firms*. New York: Journal of Financial and Strategic Decisions.

SEB Enskilda. (2011). *SEB Commodities Monthly, will oil kill the recovery?*. Oslo, 05-04-2011: SEB Commodity Research.

Seadrill. (2011) d. *Howard Weil 39th Annual Energy Conference*. New Orleans. Hentet fra http://www.seadrill.com/investor_relations/presentations

Standard & Poor's. (2009). *Global Credit Portal, Ratings Direct*. New York, 03-06-2009: Standard & Poor's. http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3Dunderstanding_ratings_definitions.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243834063620&blobheadervalue3=UTF-8. Besøkt 26-04-2011.

U.S. Energy Information Administration. (2010). *Annual Energy Outlook*. North America, 2010: Energy Information Administration. <http://www.eia.gov/oiaf/aeo/gas.html>. Besøkt 02-01-2011.

Elektroniske kilder

Bloomberg, (2011)

<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us/>

Dagens Næringsliv, (2011) a. *Deler ut milliarder*. Hentet fra

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2145653.ece> Besøkt 27-05-2011.

Dagens Næringsliv, (2011) b. *Fredriksen banket Røkke*. Hentet fra

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2086271.ece> Besøkt 28-02-2011.

Seadrill, (2011)a.

http://www.seadrill.com/drilling_units/fleet_concepts Besøkt 10-01-2011.

Seadrill, (2011)b.

http://www.seadrill.com/drilling_units Besøkt 10-01-2011.

Seadrill, (2011)c

http://www.seadrill.com/investor_relations/dividends Besøkt 10-01-2011

Seadrill, (2011)e

http://www.seadrill.com/drilling_units/fleet_update_report Besøkt 11-01-2011

Forelesningsnotater

Knivsflå, K.H. (2008) a. "06: Steg 2.2 - Aksepterte målefeil".

<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus425/opplegget2006/plansjar.htm>

Knivsflå, K.H (2008) b. "05: Steg 2.1 – Omgruppering"

<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus425/opplegget2006/plansjar.htm>

Knivsflå, K.H. (2010). "16: Avkastningskrav = målestokk for lønsemd".

<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2010/plansjar.htm>

Figurliste

Figur 1: Strukturen på oppgaven	8
Figur 2: Seadrill sine ulike riggtyper	10
Figur 3: Geografiske områder Seadrill opererer	13
Figur 4: Utdfordringen ved å bore på dypt vann og hva slags geologi som må overvinnes.....	16
Figur 5: Kursutvikling Seadrill, OSX og OSEBX.....	19
Figur 6: Aksjekursutviklingen på Oslo Børs siden notering 2005.	20
Figur 7: Seadrill sin selskapsstruktur.....	21
Figur 8: Flåtealderen til Seadrill sine 10 største konkurrenter.	23
Figur 9: Markedsandeler i riggmarkedet.	24
Figur 10: Korrelasjonen mellom OSX indeksen og brent blend.....	27
Figur 11: Oljeprisens akselerasjon i forbindelse med urolighetene i MENA regionene februar 2011 og jordskjelvet i Japan.....	28
Figur 12: Årlig utvikling i BNP og etterspørsel etter olje..	29
Figur 13: Energikonsum i OECD-land og land utenfor.	30
Figur 14: Globalt konsum av ulike energikilder.	31
Figur 15: Historisk utvikling i oljepris og E&P.	32
Figur 16: Klientbasen til de ulike riggsegmentene.....	35
Figur 17: Tilgjengelighet, rigger i arbeid, og nybygg i perioden 2005-2010.	36
Figur 18: Historisk utnyttelsesgrad og dagrater i jack-up segmentet.	38
Figur 19: Utvinning på dypvann.....	41
Figur 20: Tilbud av ultra-dypvannsrigger.....	42
Figur 21: Dagrater mellomdypt vann.....	43
Figur 22: Rammeverk omgruppering av resultatregnskap.	49
Figur 23: Rammeverk omgruppering av balanse.....	50
Figur 24: Likviditetsgrad 1 til Seadrill mot industrien.....	71
Figur 25: Rentedekningsgrad til Seadrill og bransjen.	73
Figur 26: Egenkapitalandelen til Seadrill og bransjen.....	75

Figur 27: Gjeldsforfall.....	78
Figur 28: Avkastning på egenkapitalen til Seadrill og bransjen.....	86
Figur 29: Egenkapitalen vs. Resultat.....	87
Figur 30: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler.....	88
Figur 31: Utvikling i EBIT.....	90
Figur 32: Estimert utvikling i Seadrill sine inntekter.....	98
Figur 33: Utnyttelsesgraden til Seadrill og 3 konkurrenter.....	100
Figur 34: Utvikling i EBIT.....	101
Figur 35: Utvikling i CAPEX og investeringskostnader.....	103
Figur 36: Dekomponering av aksjekurs.....	110
Figur 37: Sensitivitetsanalyse på avkastningskravet.....	111
Figur 38: Sensitivitetsanalyse på vekstraten.....	112
Figur 39: Balanseført totalkapital til Seadrill og sammenlignbare selskaper.....	113
Figur 40: Gjennomsnittlig flåtealder til Seadrill og sammenlignbare selskaper.....	114
Figur 41: Markedsandeler i ultra-dypvannsegmentet.....	115
Figur 42: Resultater fra den relative verdsettelsen.....	119
Figur 43: Aksjeavkastning til Fredriksen selskaper mot sammenlignbare selskaper.....	123
Figur 44: Kapitalstruktur i Fredriksen selskaper og sammenlignbare selskaper.....	124
Figur 46: Kapitalstruktur i ulike bransjer.....	124
Figur 46: Dividend yield i Fredriksen selskaper og sammenlignbare selskaper.....	129
Figur 47: Totalavkastningen til Fredriksen selskaper og sammenlignbare selskaper.....	134
Tabell 1: Potensielle oljereserver.....	15
Tabell 2: Salgspriser på ulike rigger i perioden 1992-2010.....	18
Tabell 3: Historisk utbytte siden 2007.....	21
Tabell 4: Seadrill sin ordrebok.....	25
Tabell 5: Borekostnader for ny og gammel jack-up.....	39
Tabell 6: Syntetisk rating.....	53

Tabell 7: Historisk resultatregnskap.	58
Tabell 8: Historiske eiendeler.	59
Tabell 9: Historisk egenkapital og gjeld.	60
Tabell 10: Egenkapitalendring 2006-2010.	61
Tabell 11: Comprehensive income.	62
Tabell 12: Ekstraordinære inntekter.	64
Tabell 13: Salg av eiendeler.	64
Tabell 14: Ekstraordinære poster fra resultatregnskapet.	66
Tabell 15: Normalisert skattesats.	67
Tabell 16: Omgruppert balanse.	69
Tabell 17: Omgruppert resultatregnskap.	70
Tabell 18: Likviditetsgrad 1 til Seadrill og sammenlignbare selskaper.	72
Tabell 19: Justerte rentekostnader.	74
Tabell 20: Justert rentedekningsgrad.	74
Tabell 21: Rentedekningsgrad til Seadrill og bransjen.	75
Tabell 22: Seadrill sin syntetiske rating.	79
Tabell 23: Historisk risikopremie.	83
Tabell 24: Historisk avkastningskrav på egenkapitalen.	83
Tabell 25: Historisk rentekostnad.	84
Tabell 26: Kapitalstrukturen til Seadrill.	85
Tabell 27: Historisk avkastningskrav for Seadrill Ltd.	85
Tabell 28: Superprofitt.	86
Tabell 29: Trendanalyse.	89
Tabell 30: Avkastningskrav til Seadrill.	105
Tabell 31: Kontantstrøm mobile rigger (tall i tusen bortsett fra bidrag pr.aksje).	107
Tabell 32: Kontantstrøm jack-up rigger (tall i tusen bortsett fra bidrag pr.aksje).	108
Tabell 33: Kontantstrøm tenderrigger (tall i tusen bortsett fra bidrag pr.aksje).	109
Tabell 34: Multipler.	116

Tabell 35: Relativ verdsettelse av Seadrill.	117
Tabell 36: Net Asset Valuation av Seadrill.	120
Tabell 37: Oppsummering av verdsettelsen	121
Tabell 38: Utvalgte sammenlignbare selskaper.....	122
Tabell 39: Avkastning og lønnsomhet i oppdrettsbransjen.....	125
Tabell 40: Avkastning og lønnsomhet i riggbransjen.....	126
Tabell 41: Avkastning og lønnsomhet innenfor tørrbulk.....	126
Tabell 42: Avkastning og lønnsomhet i tankbransjen.....	127

Vedlegg

Vedlegg 1: Eksempel på kontantstrømberegning for rigg.

West Taurus					
Type	Semi-Submersible				
Kjøpspris	USD 404 000 000,00				
Expected lifetime (in years)	30				
Number of working days	365				
Utilization rate	95 %				
Year	2010	2015	2016	2017	Terminal
Dayrate	USD 650 000	USD 557 123	USD 600 000	USD 600 000	USD 600 000
	Kontrakt	Opsjon	Estimat		
Year	2010	2015	2016	2017	Terminal
Revenue	USD 225 387 500	USD 193 182 500	USD 208 050 000	USD 208 050 000	USD 208 050 000
- Costs	USD 62 050 000,00	USD 62 050 000,00	USD 62 050 000,00	USD 62 050 000,00	USD 62 050 000,00
- Depreciation	USD 13 466 667	USD 13 466 667	USD 13 466 667	USD 13 466 667	USD 13 466 667
+ Amortizations					
= EBITA	USD 149 870 833,33	USD 117 665 833,33	USD 132 533 333,33	USD 132 533 333,33	USD 132 533 333,33
EBITA %	66 %	61 %	64 %	64 %	64 %
- Taxes paid on EBITA	14987083,33	11766583,33	13253333,33	13253333,33	13253333,33
= NOPLAT (Operating Profit)	USD 134 883 750,00	USD 105 899 250,00	USD 119 280 000,00	USD 119 280 000,00	USD 119 280 000,00
+ Depreciation	USD 13 466 667	USD 13 466 667	USD 13 466 667	USD 13 466 667	USD 13 466 666,67
- Increase in Operating Working Capital					
- Increase in other operating assets					
- CAPEX				20 000 000	4 000 000
- Investment in goodwill					
= Free Cash Flow	USD 148 350 416,67	USD 119 365 916,67	USD 132 746 666,67	USD 112 746 666,67	USD 128 746 666,67