

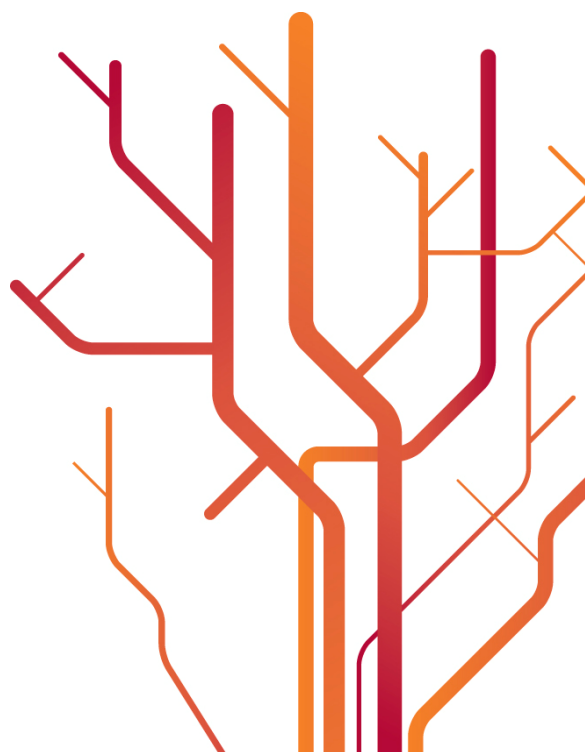
Verdivurdering av Aker Solutions ASA



Christina With

Masteroppgave i økonomi og administrasjon
-studieretning bedriftsøkonomi (30 stp)

Juni 2012



Forord

Denne masteroppgaven representerer den avsluttende delen av min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Tromsø. Oppgaven er en obligatorisk del av masterstudiet og tilsvarer 30 studiepoeng.

Arbeidet med verdivurderingen av Aker Solutions har vært en utrolig lærerik og til tider også svært krevende prosess. Jeg har lært mye både om selskapet og om norsk leverandørindustri for olje og gass, hvilket er viktig kunnskap jeg vil dra nytte av i fremtiden. Samtidig har jeg fått anvendt den kunnskapen jeg har tilegnet meg i løpet av mitt femårige studie, og oppgaven har vært en fin måte å oppsummere studietiden. Resultatet er at jeg nå har langt større innsikt i verdivurderingsprosessen, et viktig økonomisk fagfelt.

Avslutningsvis vil jeg takke min veileder, professor Terje Vassdal, for konstruktiv kritikk og gode innspill underveis. Jeg har satt pris på din tilgjengelighet i arbeidsprosessen. Samtidig vil jeg takke mine venner, familie og min samboer for all støtte i studietiden.

Tromsø, 1. juni 2012.

Christina With

Sammendrag

Tema for oppgaven er en verdivurdering av det børsnoterte selskapet Aker Solutions ASA. Formålet har vært å finne en verdi på selskapet og på bakgrunn av denne gi en anbefaling på selskapets aksje. Prosessen resulterte i en verdi på egenkapitalen på 31 489 millioner NOK og en verdi per aksje på 116,72 NOK. Dette impliserer at aksjen er underpriset i markedet da aksjekursen per 14. mai 2012 er 86,55 NOK.

Verdivurderingen er gjort i henhold til rammeverket fundamental analyse. Første del av oppgaven innebærer en utredning av selskapet og bransjen det opererer i. Videre blir det redegjort for det teoretiske fundamentet oppgaven bygger på. Neste trinn innebærer en strategisk analyse av selskapet. Den strategiske analysen identifiserer kritiske faktorer som er av avgjørende betydning for selskapets fremtidige lønnsomhet og vekst. Deretter foretar jeg en analyse av selskapets regnskap hvor jeg blant annet identifiserer Aker Solutions "normale" driftsresultat. Innsikten fra strategisk og regnskapsmessig analyse bunner ut i en prognose av selskapets fremtidige konsernregnskap, samt en estimering av selskapets avkastningskrav på totalkapitalen. Disse opplysningene benyttes deretter for å diskontere selskapets fremtidige frie kontantstrømmer og resulterte i den overnevnte verdien på selskapet.

Avslutningsvis er det foretatt en rimelighetsvurdering av resultatet ved hjelp av blant annet relativ prising, samt en sensitivitetsanalyse. Dette ledet fram til en diskusjon og konklusjon av verdiestimatene.

Nøkkelord:

Aker Solutions ASA, verdivurdering, strategisk analyse, regnskapsanalyse, petroleumsrettet leverandørindustri.

Innholdsfortegnelse

1 Innledning.....	1
1.1 Bakgrunn	1
1.2 Problemstilling	2
1.3 Avgrensninger	2
1.4 Oppgavens struktur	3
2 Bransje- og selskapsbeskrivelse	4
2.1 Bransjebeskrivelse.....	4
2.1.1 Petroleumsnæringen	4
2.1.2 Oppstrøms leverandørindustri	5
2.1.3 Aktuelle konkurrenter.....	6
2.2 Selskapsbeskrivelse	9
2.2.1 Introduksjon til selskapet	9
2.2.2 Selskapets virksomhet	10
2.2.3 Eierstruktur.....	13
2.2.4 Kursutvikling.....	14
3 Teoretisk fundament.....	15
3.1 Rammeverk	15
3.2 Verdsettelsesmetoder	16
3.2.1 Balansebaserte modeller.....	16
3.2.2 Resultatbaserte modeller	17
3.2.3 Dividendemodeller	19
3.2.4 Kontantstrømbaserte modeller	20
3.2.5 Opsjonsprisbaserte modeller	27
3.2.6 Valg av verdivurderingsmodell.....	28
3.3 Nøkkelparametre for valgt verdivurderingsmodell	29
3.3.1 Avkastning på investert kapital (ROIC).....	29

3.3.2 Vekst.....	29
3.3.3 Avkastningskrav (WACC)	30
3.3.4 Kapitalverdimodellen (CAPM)	30
4 Strategisk analyse.....	33
4.1 Rammeverk for strategisk analyse	33
4.2 Ekstern analyse.....	34
4.2.1 PESTEL.....	34
4.2.2 Porter's Five Forces	37
4.3 Intern analyse – VRIN.....	41
4.3.1 Materielle ressurser	42
4.3.2 Immaterielle ressurser	45
4.4 Oppsummering strategisk analyse.....	47
5 Regnskapsanalyse.....	48
5.1 Formål ved analysen.....	48
5.2 Rammeverk	48
5.3 Forutsetninger.....	49
5.3.1 Fokus i analysen	49
5.3.2 Analysenivå.....	49
5.3.3 Analyseperiode.....	50
5.3.4 Benchmark	51
5.4 Presentasjon av konsernregnskapet	51
5.5 Steg i omgrupperingen av regnskapet	53
5.5.1 Omgruppering av avsatt utbytte	53
5.5.2 Kartlegging av brudd på kongruensprinsippet	53
5.5.3 Normale og unormale poster	54
5.5.4 Driftsrelaterte og driftsfremmende eiendeler	54
5.5.5 Driftsrelatert og finansiell gjeld	56

5.6 Justering av målefeil.....	57
5.6.1 Kapitalisering av FoU	58
5.6.2 Kapitalisering av operasjonelle leiekontrakter	58
5.7 Endelig omgruppering av regnskapet.....	59
5.7.1 Omgruppert balanse	59
5.7.2 Omgruppert resultatregnskap	59
5.8 Nøkkeltallsanalyse	61
5.8.1 Analyse av risiko	61
5.8.2 Analyse av lønnsomhet	67
5.8.3 Oppsummering av nøkkeltallsanalyse.....	71
6 Prognose for fremtiden.....	72
6.1 Rammeverk for prognostisering.....	72
6.1.1 Prognosemodell	72
6.1.2 Steg i prognostiseringen	72
6.1.3 Prognoseperiode	73
6.2 Analyse av historiske regnskapsdata.....	73
6.3 Prognose av fremtidige salgsinntekter	76
6.4 Prognose av resultatregnskap	79
6.4.1 EBITDA-margin.....	80
6.4.2 Resultatelementer før EBITDA.....	81
6.4.3 Resultatelementer etter EBITDA	83
6.4.4 Prognostisert resultatregnskap.....	85
6.5 Prognose av balansen	86
6.5.1 Driftsrelatert arbeidskapital.....	86
6.5.2 Varige driftsmidler	86
6.5.3 Finansielle eiendeler.....	88
6.5.4 Finansiell gjeld	89

6.5.5 Egenkapital og minoritetsinteresser	89
6.5.6 Prognostisert balanse	89
6.6 Prognose av ROIC og fri kontantstrøm	90
7 Avkastningskrav (WACC)	91
7.1 Avkastningskrav egenkapitalen	91
7.1.1 Risikofri rente	91
7.1.2 Markedets risikopremie	93
7.1.3 Beta	94
7.1.4 Utrekning av avkastningskrav egenkapital	100
7.2 Avkastningskrav gjeld	101
7.3 Markedsverdier på gjeld og egenkapital	102
7.4 Utrekning WACC	103
8 Verdiberegning	104
8.1 Diskontert fri kontantstrøm	104
8.2 Relativ prising	106
8.2.1 Price-to-earnings (P/E)	106
8.2.2 Price-to-book (P/B)	108
8.2.3 Enterprise Value-to-EBITDA (EV/EBITDA)	108
8.3 Likviditetspremie	110
9 Sensitivitetsanalyse	111
9.1 Endringer i WACC og langsiktig vekst	111
9.2 Endringer i WACC og ROIC	112
9.3 Reverse Engineering	113
9.3.1 WACC	113
9.3.2 Forventninger til terminalverdien kontra planleggingsperioden	114
9.4 Inntekter og driftskostnader i planleggingsperioden	114
10 Diskusjon og konklusjon	116

Referanseliste	118
Vedlegg	128
Vedlegg 1: Inntektsfordeling leverandørindustrien.....	128
Vedlegg 2: EBITDA-margin per forretningsområde 2011	128
Vedlegg 3: Aker Solutions 20 største aksjonærer per 31.12.2011	129
Vedlegg 4: Aker Solutions inntekter fordelt på geografiske områder.....	129
Vedlegg 5: Spotpriser råolje og naturgass 2000 – 2012.....	130
Vedlegg 6: Resultatregnskap Aker Solutions.....	131
Vedlegg 7: Balanse Aker Solutions	132
Vedlegg 8: Dirty surplus (other comprehensive income)	134
Vedlegg 9: Fordeling av pensjonskostnader	134
Vedlegg 10: Fullstendig omgruppert balanse.....	135
Vedlegg 11: Finansielt resultat.....	136
Vedlegg 12: Fullstendig omgruppert resultatregnskap	137
Vedlegg 13: Mellomregninger prognostisering	138
Vedlegg 14: Mellomregninger prognostisering II.....	138
Vedlegg 15: Prognostisert NOPLAT og investert kapital.....	139
Vedlegg 16: Estimering av 5-årig beta med månedlig avkastning.....	140
Vedlegg 17: Estimering av 3-årig beta med daglig avkastning.....	142
Vedlegg 18: Mellomregninger for relativ prising	144
Vedlegg 19: Omgruppert balanse for Aker Solutions likemenn	146

Tabeller

Tabell 1: Valutakurser for omregning	3
Tabell 2: Varianter av DCF-modellen.....	22
Tabell 3: Totalkapitalmetoden del II.....	23
Tabell 4: Oppsummering Porter's Five Forces	41
Tabell 5: Universum Professional Survey.....	45
Tabell 6: Resultatregnskap 2007 – 2011	52
Tabell 7: Balanse 2007 – 2011	52
Tabell 8: Omgruppert balanse	59
Tabell 9: Driftsrelatert skattesats.....	60
Tabell 10: Omgruppert resultatregnskap	60
Tabell 11: Analyse av kapitalstruktur	65
Tabell 12: Covenants.....	66
Tabell 13: Fordeling av inntekter per segment og subsegment 2010 – 2011.....	75
Tabell 14: Prognostiserte inntekter.....	79
Tabell 15: Prognostisert vekst i inntekter.....	79
Tabell 16: Historisk EBITDA-margin.....	80
Tabell 17: Prognostisert resultatregnskap	85
Tabell 18: Prognostisert vekst i resultatelementer	86
Tabell 19: Prognostisert balanse	89
Tabell 20: Prognostisert vekst i balanseposter	90
Tabell 21: Prognostisert fri kontantstrøm.....	90
Tabell 22: Gjennomsnittlig rente statsobligasjoner.....	92
Tabell 23: Regresjonsstatistikk for beregning av beta	98
Tabell 24: Historisk gjeldskostnad	102
Tabell 25: Diskontert fri kontantstrøm planleggingsperioden	104
Tabell 26: Verdi per aksje med DCF-modellen	105
Tabell 27: Relativ prising med P/E	106
Tabell 28: Relativ prising med P/E*	107
Tabell 29: Relativ prising med P/B	108
Tabell 30: Relativ prising med EV/EBITDA	109
Tabell 31: Sensitivitetsanalyse for WACC og langsiktig vekst	111
Tabell 32: Sensitivitetsanalyse for WACC og ROIC.....	112
Tabell 33: Anbefaling på aksjen.....	116

Figurer

Figur 1: Oljeutvinning i 6 steg	4
Figur 2: Verdikjede oljeservicesektor	6
Figur 3: Sammenligning av inntekter per 2011 målt i USD	8
Figur 4: Aker Solutions selskapsstruktur	10
Figur 5: Nøkkeltall per forretningsområde i 2011	12
Figur 6: EBITDA-margin per forretningssegment.....	13
Figur 7: Kursutvikling siden børsnotering	14
Figur 8: Top-down analyse	34
Figur 9: Prosentvis endring aksjekurs kontra oljepriser.....	35
Figur 10: Prognose fremtidige oljepriser	36
Figur 11: Prognose av fremtidig tilbud av petroleumsprodukter	40
Figur 12: Sammenligning egenkapitalprosent.....	43
Figur 13: Likviditetsgrad 1.....	62
Figur 14: Likviditetsgrad 2.....	62
Figur 15: Egenkapitalprosent	63
Figur 16: Gjeldsgrad.....	64
Figur 17: Rentedekningsgrad	65
Figur 18: Totalkapitalrentabilitet.....	67
Figur 19: Resultatgrad	68
Figur 20: Totalkapitalens omløpshastighet	69
Figur 21: Egenkapitalrentabilitet.....	70
Figur 22: Avkastning på investert kapital (ROIC).....	70
Figur 23: Inntekter og EBITDA-margin eksklusive P&C og Kværner	74
Figur 24: Inntekter per forretningsområde eksklusive P&C og Kværner	74
Figur 25: Totale inntekter 2010 – 2011 per segment	76
Figur 26: Rullerende råbeta.....	97
Figur 27: Rullerende volatilitet 12 måneder	97
Figur 28: Sensitivitetsanalyse av WACC og langsiktig vekst i stjernerdiagram.....	112
Figur 29: Sensitivitetsanalyse av WACC og ROIC i stjernerdiagram	113
Figur 30: Sensitivitetsanalyse av inntekter og driftskostnader i planleggingsperioden	115

Forkortelser

AKSO:	Aker Solutions ASA
AKH:	Aker Kværner Holding AS
CAM:	Cameron International Corporation
CAPM:	Capital Asset Pricing Model
DCF:	Discounted Cash Flow
DRT:	Drilling Technologies
EBIT:	Resultat før renter og skatt
EBITDA:	Resultat før renter, skatt, avskrivninger og amortisering
ENG:	Engineering
EPC:	Engineering, Procurement and Construction
EUR:	Euro
FTI:	FMC Technologies Inc.
GAAP:	Generally Accepted Accounting Principles
IFRS:	International Financial Reporting Standards
INTSOK:	Internasjonalisering og samordning av oljeaktiviteten
MLS:	Mooring & Loading Systems
MMBTU:	1 million British Thermal Units
MMO:	Maintenance, Modifications & Operations
NKT:	Norsk kontinentalsokkel
NOK:	Norske kroner
NOV:	National Oilwell Varco Inc.
OMA:	Oilfield Services & Marine Assets
P&C:	Process & Construction
PRS:	Process Systems
ROIC:	Return on Invested Capital
SLB:	Schlumberger Ltd
SUB:	Subsea
SUBC:	Subsea 7
TEC:	Technip SA
UMB:	Umbilicals
USD:	Amerikanske dollar
WACC:	Weighted Average Cost of Capital
WIS:	Well Intervention Services
WTI:	West Texas Intermediate (crude oil)

1 Innledning

I dette kapitlet vil jeg presentere bakgrunnen for valg av oppgave, samt problemstilling og formål. Videre vil jeg diskutere de avgrensninger jeg har foretatt i oppgaven. Avslutningsvis følger en beskrivelse av oppgavens struktur.

1.1 Bakgrunn

Denne masteroppgaven omhandler en verdivurdering av selskapet Aker Solutions, et av Norges største privateide selskap målt i omsetning og antall ansatte. I prosessen med å avgjøre hvilket tema masteroppgaven min skulle ha, falt valget raskt på en verdivurdering. Dette skyldes i hovedsak min veileder, Terje Vassdal, sin evne til å selge inn fagområdet under sin presentasjon av temaet verdivurdering. Der poengterte han at hvis ikke økonomer kan verdsette foretak, hvem skal da gjøre det? Verdsetting baserer seg på et bredt utvalg av fagområder innen økonomi, blant annet finans, strategisk analyse, regnskapsanalyse m. fl.. I tillegg er det et relativt praktisk fagområde, og dermed ble oppgaven en fin oppsummering av viktig kunnskap jeg har opparbeidet meg gjennom min femårige utdanning.

Årsaken til at valget falt på selskapet Aker Solutions, var først og fremst at jeg ønsket å lære mer om olje- og gassindustrien, en av Norges viktigste næringer. I løpet av mine studier ved nordnorske universiteter har det vært liten fokus på petroleumsnæringen. Ofte har fokus naturlig nok vært på de næringer som tradisjonelt assosieres med Nord-Norge. Fordi oljeproduksjonen i Norge er fallende, vil nye, kommersielle funn bli viktige i fremtiden. Trolig befinner de fleste uoppdagede ressurser på norsk kontinentalsokkel (NKT) seg i Barentshavet, hvor det nylig ble gjort et stort funn. Dermed spås det at olje- og gassnæringa blir viktigere i Nord-Norge i tiden som kommer (Olje- og energidepartementet og Oljedirektoratet, 2011:5-6). Som en respons på dette besluttet blant annet Aker Solutions høsten 2011 å styrke sin tilstedeværelse i Nord-Norge ved å etablere et stort ingeniørkontor i Tromsø hvor målet er 200 – 300 ansatte i løpet av 3 – 5 år. Olje- og gassindustrien vil trolig i stor grad bidra til fremtidig verdiskapning i Nord-Norge, og Aker Solutions kan bli et av de selskapene som bidrar til dette. Dermed er det viktig å øke kompetansen i Nord-Norge innen petroleumsnæringen, slik at vi på best mulig måte kan utnytte den muligheten som ligger foran oss. En verdivurdering av Aker Solutions har dermed vært et viktig hjelpemiddel for å øke min kunnskap innen et felt som er viktig for meg som økonom, og en næring jeg mener vil bli sentral for verdiskapning i Nord-Norge i fremtiden.

1.2 Problemstilling

Formålet med oppgaven er å estimere verdien på selskapet Aker Solutions ASA og med bakgrunn i dette gi en anbefaling i forhold til børsverdien på selskapet. Oppgaven innebærer dermed å verdivurdere selskapet ut i fra sentrale verdivurderingsmetoder, og målet er å finne et svar på følgende problemstilling:

Hva er verdien på selskapet Aker Solutions ASA?

Denne verdien vil videre sammenlignes med børsnotert verdi, og jeg vil drøfte hvorfor verdien eventuelt avviker med verdien markedet anslår på selskapet. Fordi selskapet er et syklisk selskap i stadig endring har det også vært relevant å få erfaring i hvordan en verdivurdering av et selskap som opererer under slike forhold utarter seg.

1.3 Avgrensninger

På grunn av manglende tilgang på informasjon, samt begrenset tid og antall sidetall, er det foretatt en rekke avgrensninger i oppgaven og følgelig kunne også enkelte elementer blitt omhandlet enda mer utførlig. Fordi formålet er å gi en anbefaling på aksjen, er oppgaven blant annet begrenset til et investorperspektiv, ikke kreditors. Dette innebærer videre at de analyser og konklusjoner jeg foretar i oppgaven i hovedsak er ment å være relevante for potensielle og nåværende eiere av selskapets aksjer.

Informasjonen benyttet for å foreta verdivurderingen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, eksempelvis årsrapporter, kvartalsrapporter, media samt rapporter fra meglerhus. Dette innebærer at jeg ikke har innhentet informasjon direkte fra selskapet. Dette kan medføre begrenset innsikt i selskapets fortid og fremtid. Blant annet har det gjort det svært vanskelig å aggregere analysen ned på enhetsnivå, og de fleste analyser er dermed gjort på konsernnivå. Selskapet har også gjennomgått store interne endringer de siste årene. Endringene innebærer blant annet en fisjon med Kværner sommeren 2011. Som følge av dette fremstår selskapet som et helt annet selskap i dag enn for noen år tilbake siden. I tillegg opererer selskapet i en syklisk bransje, noe som bidrar til å ytterligere komplisere prosessen med å estimere et godt grunnlag for fremtidig inntjening. Dette medfører at jeg har måttet foreta en rekke forutsetninger i oppgaven, spesielt i forhold til prognostiseringen av fremtidig regnskap.

Det er også foretatt en del forutsetninger i forhold til sammenligningsgrunnlaget benyttet i analysene. Å finne likemenn for selskapet er en utfordring fordi leverandørindustrien består av en rekke diversifiserte områder. Noen selskaper operer innenfor en svært avgrenset del av verdikjeden, mens andre operer på tvers av hele verdikjeden. I tillegg er mange av konkurrentene av ulik størrelse og nasjonalitet, samt at kapitalstrukturen varierer. Å innhente informasjon om samtlige konkurrenter er svært tidkrevende, og jeg har derfor foretatt et utvalg jeg mener er representativt på bakgrunn av en avveining mellom nytte og relevans.

Avslutningsvis vil jeg oppsummere hvilke forutsetninger jeg har gjort i oppgaven vedrørende valutakurser. De aktuelle kursene er hentet 15. mars 2012 [1]:

Tabell 1: Valutakurser for omregning

Valuta	Kurs
USD/NOK	5,800
USD/EUR	0,765

1.4 Oppgavens struktur

I det påfølgende kapittel gjennomføres en utredning av selskapet og bransjen det opererer i. Videre vil jeg i kapittel 3 presentere teorigrunnlaget oppgaven bygger på før jeg begir meg ut på en strategisk analyse av selskapet i kapittel 4. Den strategiske analysen har som mål å identifisere kritiske faktorer som er av avgjørende betydning for selskapets fremtidige lønnsomhet og vekst. Deretter vil jeg i kapittel 5 foreta en analyse av selskapets regnskap hvor jeg forsøker å identifisere Aker Solutions "normale" driftsresultat, samt sammenligne selskapets risiko og lønnsomhet med konkurrentenes. Innsikten fra strategisk og regnskapsmessig analyse vil bunne ut i en prognose av selskapets fremtidige konsernregnskap i kapittel 6. I kapittel 7 vil jeg videre estimere selskapets avkastningskrav på totalkapitalen, og i kombinasjon med prognosen vil dette utgjøre grunnlaget for verdivurderingen. Selve verdivurderingen gjennomføres i kapittel 8 hvor diskontert fri kontantstrøm benyttes for å verdivurdere selskapet, samt at relativ prising benyttes for å rimelighetsvurdere verdien fra DCF-metoden. Avslutningsvis vil usikkerheten rundt verdiestimatet analyseres i kapittel 9, før det i kapittel 10 gis en konklusjon i form av anbefalt handlingsstrategi for potensielle og nåværende aksjonærer.

2 Bransje- og selskapsbeskrivelse

I dette kapitlet vil jeg innledningsvis presentere den bransjen Aker Solutions opererer i. Mer spesifikt vil presentasjonen fokusere på å beskrive selskapets posisjon i petroleumsnæringen. Videre vil jeg introdusere selskapet og dets operasjoner.

2.1 Bransjebeskrivelse

2.1.1 Petroleumsnæringen

Petroleumsnæringen inkluderer virksomheter som utforsker, utvinner, raffinerer, transporterer og markedsfører petroleumsprodukter [2]. Oljedirektoratet definerer petroleumsprodukter som ”alle flytende og gassformige hydrokarboner som finnes i naturlig tilstand i undergrunnen samt andre stoffer som utvinnes i forbindelse med slike hydrokarboner” [3]. De vanligste petroleumsproduktene er råolje, naturgass og naturgasskondensat. De foretak som er involvert i denne industrien er oljeselskap samt leverandører og underleverandører til oljeselskapene, ofte kalt oljeserviceselskap. Oljeutvinning er en prosess som består av seks steg [4]:



Figur 1: Oljeutvinning i 6 steg

Aktivitetene ovenfor kan videre deles inn i tre komponenter: oppstrøms-, midtstrøms- og nedstrømsaktiviteter [2]. Oppstrømsaktiviteter betegner de aktiviteter som inntreffer før råolje forlater terminalen og før gass forlater gassbehandlingsanlegget. Dette innebærer utforsking, utvinning og produksjon av olje og gass [5]. I modellen ovenfor innebærer dette steg 1 og 2. Midtstrømsaktiviteter betegner prosessering, lagring, markedsføring og frakt av ikke-raffinert petroleum, det vil si steg 3 i modellen ovenfor [6]. Nedstrømsaktiviteter er en samlebetegnelse på all olje- og gassvirksomhet som er knyttet til raffinering, distribusjon og salg av petroleumsprodukter. Dette omhandler om de aktivitetene som foregår etter at oljen og gassen har forlatt terminalen og blir behandlet, raffinert, transportert og solgt til forbrukeren [5]. Nedstrømsaktiviteter innebærer steg 4, 5 og 6 i prosessen ovenfor. Det er svært vanlig at oljeselskapene selv er til stede i hele prosessen ovenfor. Eksempelvis er Statoil delaktig både i leting, utvinning, produksjon, raffinering samt at de selger både uraffinerte og raffinerte produkter. I tillegg har selskapet sin egen befraktningsenhet [7]. Statoil har også egne bensinstasjoner som de nå har besluttet å selge [8]. Tidligere var det enda vanligere at

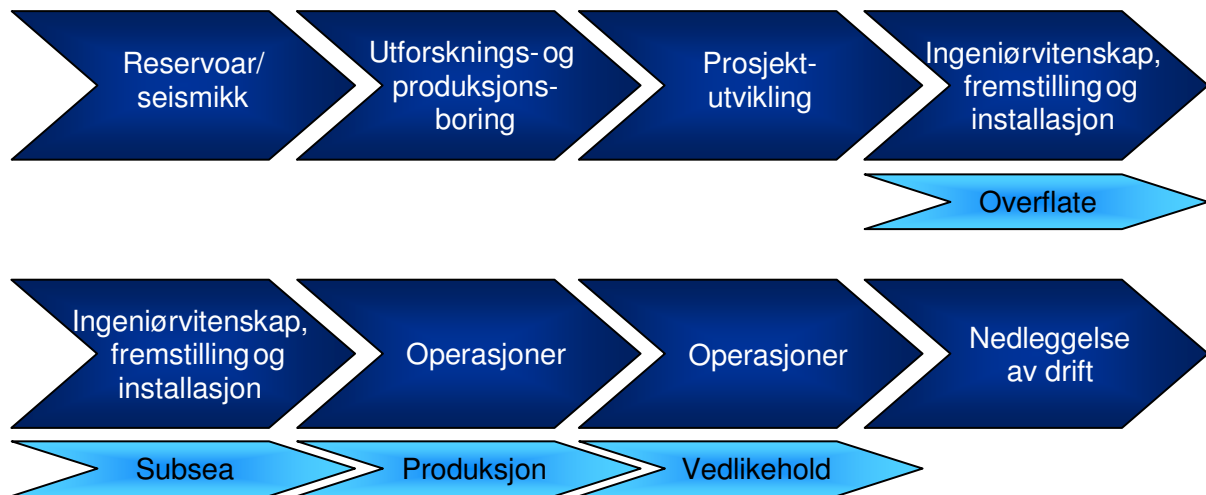
oljeselskapene var integrert vertikalt langs hele verdikjeden, mens oljeselskapene i dag også slipper andre aktører til (Inkpen og Moffett, 2011:13). Fordi Aker Solutions leverer tjenester til oppstrøms olje- og gassindustri, vil jeg gå nærmere inn på oppstrømssektoren til petroleumsnæringen i neste avsnitt.

2.1.2 Oppstrøms leverandørindustri

Acha og Cusmano (2005:6) forklarer at markedet til oppstrøms petroleumsindustri kan deles inn i to deler. Oljeselskapene konkurrerer i markeder for råolje og naturgass og oljeserviceselskapene konkurrerer i markeder for produkter og tjenester til prøveboring og produksjon av olje og gass. Oljeselskapene utfører primæraktivitetene i oljeindustrien, utforskning og utvinning, men de er avhengige av oljeserviceselskapene og deres støtteaktiviteter for å utføre sine oppgaver. Leverandørindustrien er aktiv innenfor letevirksomhet, feltutbygging, drift, vedlikehold, modifikasjoner og avvikling av felt. Noen selskap konsentrerer seg om ett av disse markedene, mens andre har virksomhet i flere deler av verdikjeden (Olje- og energidepartementet og Oljedirektoratet, 2011:24). Ernst & Young forklarer i sin årlige analyse av den norske oljeservicesektoren at leverandørene kan deles inn i følgende grupper [9]:

- Borekontraktører (riggselskaper)
- Diversifiserte oljeserviceselskaper
- Kontraktører – overflate
- Kontraktører – subsea
- Produktleverandører
- Leverandører av enkelttjenester

Flere norske leverandører har fått en sterk internasjonal posisjon det siste tiåret, og samarbeidet mellom oljeselskapene, leverandørindustrien og forskningsmiljøet har gitt gode resultater. Fra 1995 til 2009 har norsk leverandørindustri mer enn femdoblet den internasjonale omsetningen. Veksten har vært størst i Kina, Sørøst-Asia og Australia. For å styrke norsk petroleumsindustri internasjonalt, etablerte styresmaktene og industrien stiftelsen INTSOK i 1997. Sammen arbeider de for at norske leverandører skal få oppdrag på internasjonale markeder (Olje- og energidepartementet og Oljedirektoratet, 2011:24). Ernst & Young har designet følgende verdikjede for oljeservicesektoren [9]:



Figur 2: Verdikjede oljeservicesektor

Av de ulike segmentene ovenfor representerer ingeniørvitenskap, fremstilling og installasjon for overflate, samt utforsknings- og produksjonsboring de to største segmentene med over 60 % av totale inntekter i norsk leverandørindustri (Vedlegg 1).

2.1.3 Aktuelle konkurrenter

Aker Solutions konkurrerer mot en rekke større og mindre aktører i leverandørindustrien. Som den største, norske hovedkontraktøren, er det i hovedsak differensierte selskap som konkurrerer mot Aker Solutions. Selskapets viktigste konkurrenter er:

2.1.3.1 Schlumberger Ltd (SLB)

Schlumberger er registrert i Nederland, men har hovedkontoret i USA. Selskapet er et globalt ledende oljeserviceselskap som tilbyr teknologier, informasjonsløsninger og integrert prosjektledelse som optimaliserer prestasjonen til reservoarer for kunder i olje- og gassindustrien. Selskapet ble grunnlagt i 1926 og per i dag har selskapet 113 000 ansatte som jobber i omtrent 85 ulike land. Selskapet består av to forretningssegmenter, oljeservicedelen og selskapet WesternGeco. Oljeservicedelen leverer en rekke produkter og tjenester som støtter operasjonelle kjerneprosesser i industrien. WesternGeco er verdens største seismiske selskap, og leverer avanserte tjenester for innhenting og prosessering av data. Schlumberger hadde en inntekt på 39,54 milliarder USD i 2011, og opererer i følgende geografiske områder: Nord-Amerika, Latin-Amerika, Europa, Afrika, Russland, Midt-Østen og Asia [10].

2.1.3.2 FMC Technologies, Inc. (FTI)

FMC Technologies er et av tre amerikanske selskap i utvalget mitt. Selskapet er en ledende, global tilbyder av teknologiske løsninger for energiindustrien. Selskapet har omtrent 14 200 ansatte og opererer 27 produksjonsfasiliteter i 16 land. FMC Technologies designer, produserer og yter service på teknologisk sofistikerte systemer og produkter for olje og gassindustrien [11]. I 2011 hadde selskapet en inntekt på 5,1 milliarder USD, og selskapets største inntektsland er USA, Norge, Angola og Brasil (FTI årsrapport, 2011).

2.1.3.3 Cameron International Corporation (CAM)

Cameron International er det andre amerikanske selskapet i utvalget mitt. Selskapet er en ledende tilbyder av produkter, systemer og tjenester til den globale olje-, gass- og prosesseringsindustrien. Selskapet jobber med borekontraktører, olje- og gassprodusenter, rørledningsoperatører, raffinerier og andre prosesseiere. Ergo tilbyr selskapet tjenester både til oppstrøms- og nedstrøms oljeindustri. Selskapets historie strekker seg 177 år tilbake i tid, og selskapet har mer enn 18 000 ansatte fordelt over 300 steder verden rundt [12]. Per 2011 hadde selskapet totale inntekter på omtrent 7 milliarder USD, og de største bidrag kommer fra Nord-Amerika, Asia, Afrika, Europa, og Sør-Amerika (CAM årsrapport, 2011).

2.1.3.4 National Oilwell Varco, Inc. (NOV)

Dette selskapet er det tredje og siste amerikanske selskapet i utvalget mitt. Selskapet har levert løsninger til olje- og gassindustrien siden 1841. NOV er en ledende, global tilbyder av en rekke produkter for både offshore og onshore oljeboring og -produksjon. Selskapet tilbyr tjenester til leveransekjeden gjennom sitt nettverk av lokale distribusjonssenter nær store bore- og produksjonsområder verden rundt [13]. I 2011 hadde selskapet omtrent 50 000 ansatte [14]. Totale inntekter for 2011 var 14,7 milliarder, og av disse kom 63 % fra andre land enn USA. Viktige inntektsyttere er blant annet Canada, Sør-Korea, Norge og Storbritannia (NOV årsrapport, 2011).

2.1.3.5 Subsea 7 (SUBC)

Subsea 7 er det eneste norske selskapet i utvalget. Selskapet leverer ingeniørløsninger for havbunn og overflate, konstruksjoner og tjenester til offshore energiindustri over hele verden [15]. Selskapet tilbyr integrerte tjenester og de planlegger, designer og leverer komplekse prosjekter for vanskelige og utfordrende miljøer. Subsea 7 er involvert i aktiviteter til oppstrøms oljeindustri, spesielt sensyklus-aktiviteter som utvinning og produksjon. Selskapet

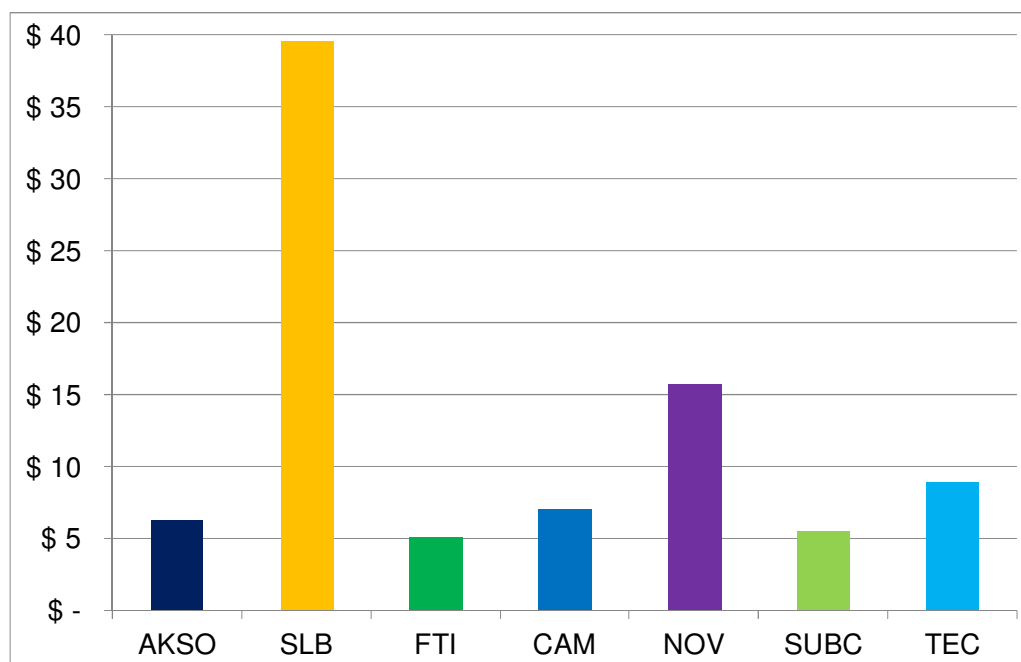
hadde i 2011 inntekter på 5,5 milliarder USD og har mer enn 12 000 ansatte spredt over store deler av verden. Mesteparten av inntektene kom fra Afrika og Mexicogolfen samt Nordsjøen, Middelhavet og Canada. I tillegg kom en del av inntektene fra Brasil og Stillehavsområdet i Asia og Midt-Østen (SUBC årsrapport, 2011).

2.1.3.6 Technip SA (TEC)

Technip er et fransk selskap som leverer tjenester til mange sektorer i energiindustrien, men primært olje- og gassindustrien. Selskapet er en global leder innen prosjektledelse, ingeniørvitenskap og konstruksjon for energiindustrien. Selskapet tilbyr løsninger og innovative teknologier til både olje- og gassutvinning på dypt vann og til store og komplekse offshore og onshore infrastrukturer. Selskapet har 30 000 ansatte og har aktiviteter i 48 land på fem kontinenter. Totale inntekter per 2011 var på omtrent 6,8 milliarder EUR. Europa, Russland og Sentral-Asia sto for mesteparten av de totale inntektene, men også Nord- og Sør-Amerika og Midt-Østen var viktige bidragsyttere. Stillehavsområdet i Asia og Afrika bidro med omtrent 15 % hver av totale inntekter [16].

2.1.3.7 Oppsummering konkurrenter

Figur 3 nedenfor viser størrelsesforholdet målt i inntekter for Aker Solutions og selskapets konkurrenter. Som vi ser er Schlumberger betydelig større enn de andre bedriftene i utvalget, men selskapet er likevel i direkte konkurranse med Aker Solutions.



Figur 3: Sammenligning av inntekter per 2011 målt i USD

2.2 Selskapsbeskrivelse

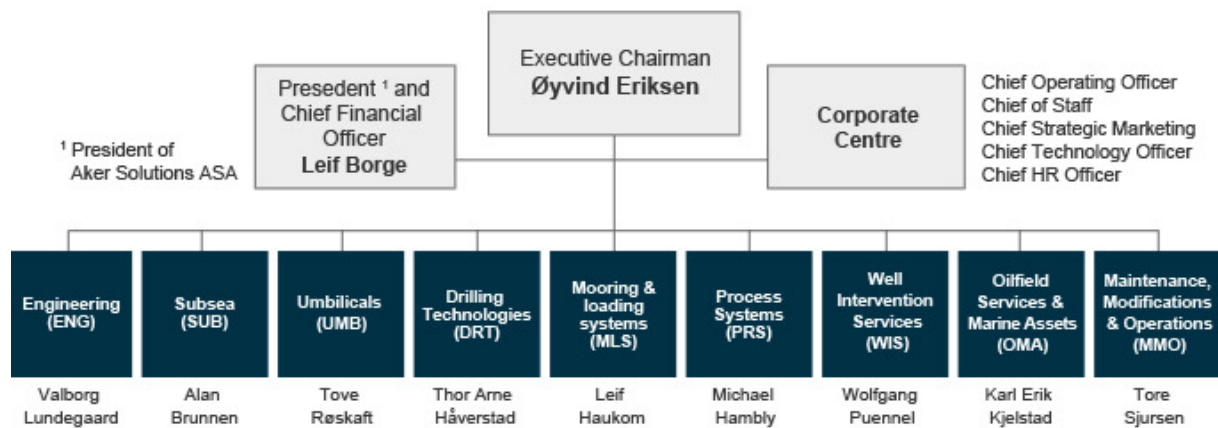
2.2.1 Introduksjon til selskapet

Aker Solutions er et ledende globalt oljeserviceselskap som tilbyr ingeniørtjenester og produktløsninger for oppstrøms olje- og gassindustri. Selskapet er et fullverdig EPC-selskap som tilbyr teknologier, løsninger og tjenester for olje- og gassindustrien. Eksempler på hva selskapets drift innebærer er: boreteknologier for dypt vann, produksjonssystemer for olje- og gass under vann, brønnvedlikehold, fortøynings- og lossesystemer og feltløsninger gjennom vedlikeholds-, modifiserings- og driftsvirksomhet [17]. Selskapets visjon er å være den foretrukne partner for løsninger i olje- og gassindustrien. For å oppnå dette må selskapet kontinuerlig forbedre sitt kundefokus, sine teknologier, sine medarbeidere og sine team og ikke minst sin evne til å konsekvent levere topp kvalitet. Aker Solutions er konstruert som et konsern hvor Aker Solutions ASA er morselskapet. Konsernet er videre organisert i en rekke separate, juridiske enheter og Aker Solutions benyttes som felles merkevare for de fleste av disse enhetene. Når jeg videre refererer til ”selskapet”, er det snakk om konsernet. Selskapet har 23 500 ansatte fordelt på de mange kontorene selskapet har i over 30 land i store deler av verden [18]. Blant annet i Afrika, Amerika, Asia, Oseania, Europa og Midt-Østen [19].

Aker Solutions er et selskap med røtter så langt tilbake i tid som 1853, da Kværner Brug ble grunnlagt i Oslo. På denne tiden var selskapets kjerneaktiviteter vannkraft og treforedling. Først på slutten av 1960-tallet gikk selskapet inn i olje- og gassindustrien. I perioden 2000 – 2002 foregikk prosessen med å integrere selskapene Kværner ASA og Aker Maritime ASA. Aker Maritime var en norskbasert tilbyder av offshoreprodukter, teknologi og tjenester. Resultatet var selskapet Kværner ASA med fire fokuserte forretningsområder: olje- og gass, teknikk og konstruksjon, treforedling og skipsbygging. Som følge av en restrukturering i 2004, adopterte selskapet Aker navnet, og selskapet Aker Kværner ASA ble stiftet. 1. april 2007 ble strukturen igjen endret og fokus ble rettet mot fem forretningsområder: feltutbygging, vedlikehold og modifisering, subsea, produkter og teknologier og prosess og konstruksjon. På ordinær generalforsamling 3. april 2008 endret selskapet navn til Aker Solutions [17]. I 2010 ble det besluttet å rendyrke virksomheten ved å danne tre separate selskap: Aker Solutions slik det er i dag, Kværner, et spesialisert EPC-selskap, og Process & Construction International, en ledende global leverandør av ingeniør- og konstruksjonstjenester til industrisegmenter onshore. P&C ble solgt i februar 2011, mens Kværner og Aker Solutions fisjonerte sommeren 2011.

2.2.2 Selskapets virksomhet

Mesteparten av informasjonen om selskapets virksomhet er hentet fra årsrapporten 2011. Der forklarer selskapet at de fra og med årsskiftet implementerte en ny rapporteringsstruktur. Historiske tall er omarbeidet for å reflektere denne nye strukturen. Aker Solutions har nå tre rapporteringssegmenter som er de tre strategiske forretningsområdene til gruppen: ingeniørløsninger, produktløsninger og feltløsninger. Disse er videre delt inn i en rekke enheter [18]:



Figur 4: Aker Solutions selskapsstruktur

2.2.2.1 Ingeniørløsninger

Segmentet ingeniørløsninger består av forretningsområdet Engineering (ENG). Aker Solutions leverer konsepter og front-end studier til oljeselskap over hele verden. Selskapets konsepter, kompetanse og erfaring er spesielt relevant for utbygging av komplekse olje- og gassfelt i tøffe omgivelser og for dype farvann hvor flytende produksjonsenheter vanligvis kreves. Enheten leverer også detaljerte ingeniørtjenester til store EPC-kontraktører, enten som partner eller underleverandør. Selskapet har et bredt samarbeid med Kværner. Viktige sentrum er Oslo, Mumbai og Kuala Lumpur. Nye sentre blir nå etablert i London, Perth, Houston og Rio de Janeiro.

2.2.2.2 Produktløsninger

Aker Solutions leverer oljefeltprodukter for hele oppstrøms verdikjeden, alt fra reservoar til bearbeiding. Innen hver virksomhetsenhet leverer Aker Solutions individuelle produkter eller integrerte systemer med høyt teknisk innhold. Livssyklustjenester er også tilgjengelig som en del av det totale tilbudet. Segmentet består av følgende forretningsområder:

- Subsea (SUB)
- Umbilicals (UMB)
- Drilling Technologies (DRT)
- Process Systems (PRS)
- Mooring & Loading Systems (MLS)

Subsea og DRT er to av de største operative enhetene i Aker Solutions. I 2011 representerte de henholdsvis 22 og 19 % av konsernets inntekter. De andre tre enhetene er langt mindre enn de to førstnevnte. Dette betyr ikke at disse enhetene ikke er viktige. Eksempelvis er enheten Umbilicals, som for øvrig er styrekabler for produksjonskontroll og kraftfordeling under vann, en viktig enhet fordi dette er et segment hvor Aker Solutions er ledende på verdensbasis. Subsea leverer på sin side produkter som brønnhoder, samlestocker, ”trær”, kontrollsystemer, kompressorstasjoner, overhalingssystemer, undervannspumper og tjenester i tillegg til integrerte systemer for havbunnsutbygging. Viktige ingeniørkontorer, anlegg og tjenestebaser er lokalisert i Norge, Storbritannia, Brasil, USA og Malaysia. Enhetens viktigste kundegruppe er oljeselskaper og viktige geografiske markeder inkluderer Nordvest Europa, Brasil, Vest-Afrika og Asia. Enheten DRT leverer et bredt spekter av boreprodukter, inkludert borestigerør, kompensatorer og strekkmaskiner, hydrauliske kraftenheter, toppdrevede rotasjonssystemer, boresimulatorer og slampumper. Komplette borepakker og livssyklus-tjenester er også en del av tilbudet. Typiske kunder er oljeselskaper, riggeiere og konstruksjonsverft. Viktige geografiske områder er Nordsjøen, Brasil og Asia. Prosjekt-, service- og salgsorganisasjoner er lokalisert nært kunder og markeder.

2.2.2.3 Feltløsninger

Aker Solutions tilbyr et bredt spekter av tjenester som har et overordnet mål om å øke olje- og gassutvinning fra eksisterende felt, samt forlenge levetiden til feltets eiendeler. Segmentet feltløsninger består av tre forretningsområder:

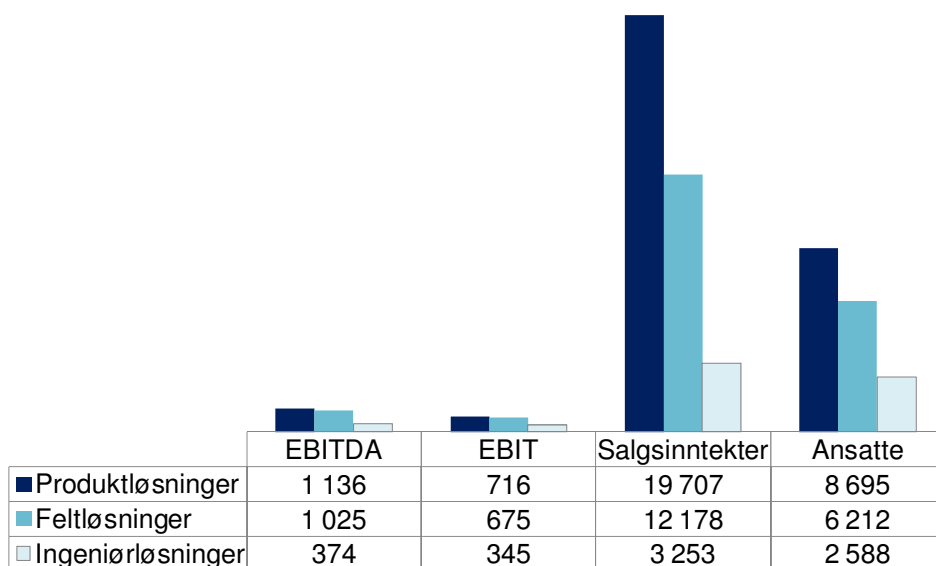
- Maintenance, Modifications & Operations (MMO)
- Well Intervention Services (WIS)
- Oilfield Services & Marine Assets (OMA)

MMO er den største operative enheten i Aker Solutions. Viktige tjenester er konsepter og front-end studier, detaljprosjektering og planlegging samt gjennomføring av modifikasjoner på eksisterende plattformer og andre feltinfrastrukturer. Enheten leverer også vedlikehold og driftstjenester i Nordsjøen, og Aker Solutions er markedsleder innen dette segmentet i Norge.

WIS tilbyr borehullstjenester som optimaliserer flyten fra reservoaret gjennom brønnen. Dette forretningsområdet har en sterk posisjon både i Storbritannia og Norge og et stort potensial andre steder i verden, både for felt onshore og offshore. I 2011 kom omtrent 30 % av inntektene til denne avdelingen fra virksomhet utenfor Nordsjøen. Den siste enheten, OMA, har brønnintervensjon på dypt vann som virksomhetsområde. Enheten opererer tre svært avanserte fartøy. To av dem er på kontrakt i Brasil og den tredje er nylig ferdig med verft og mobilisering for et charter i Vest-Afrika. Enheten eier 8 % av aksjene i Ezra Holdings og har en 50 % eierandel i Aker DOF Deepwater, som eier og opererer fem offshorefartøy.

2.2.2.4 Oppsummering forretningsområder

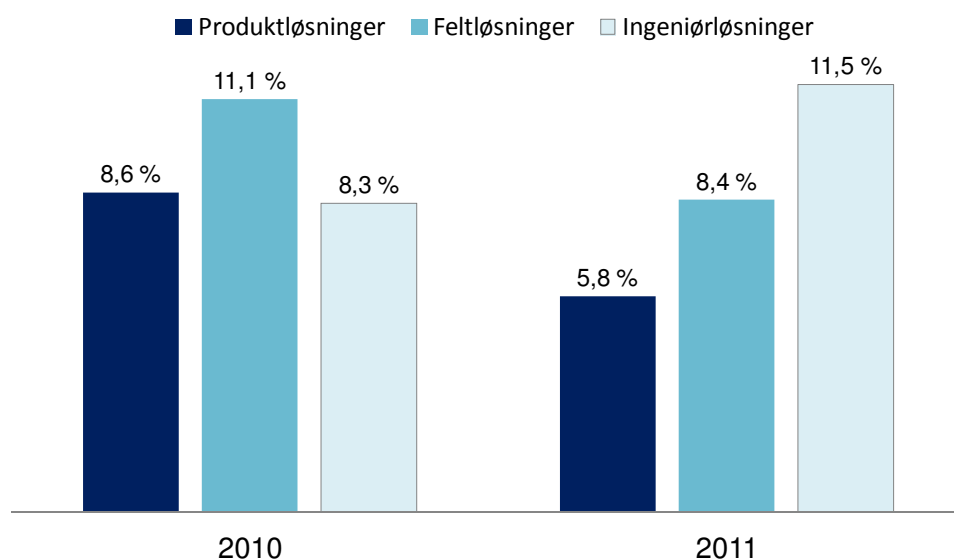
Figuren nedenfor illustrerer nøkkeltall for de ulike forretningsområdene. Produktløsninger er det største forretningsområdet per 2011, målt i salgsinntekter og antall ansatte. Segmentet ingeniørløsninger er en god del mindre enn de andre to målt i inntekter. EBITDA, earnings before interest, taxes, depreciation and amortization og EBIT, earnings before interest and taxes, måler driftsresultatet for de ulike forretningsområdene. Vi ser også her samme trenden som for salgsinntekter og antall ansatte.



Figur 5: Nøkkeltall per forretningsområde i 2011

I årsrapporten for 2011 er EBITDA per forretningsenhet oppgitt. DRT er den enheten med størst EBITDA per 2011, og MMO tar plassen bak. Subsea og OMA gikk begge i minus, mens de andre hadde positiv EBITDA av varierende grad (Vedlegg 2). Det er også interessant å se på EBITDA-marginen for de ulike forretningssegmentene. Denne marginen viser

driftsrelatert lønnsomhet for de ulike segmentene. Per 2010 var segmentet ingeniørløsninger minst lønnsomt, mens per 2011 var dette segmentet det mest lønnsomme, noe som kan indikere at ingen av segmentene er det klart mest eller minst lønnsomme.



Figur 6: EBITDA-margin per forretningssegment

2.2.3 Eierstruktur

Selskapets største eier er selskapet Aker Kværner Holding AS, tidligere Aker Holding AS. Heretter bare omtalt som AKH. Dette er et holdingsselskap med eneste formål å forvalte aksjer i Aker Solutions ASA og Kværner AS [20]. AKH eier 40,27 % av aksjene i Aker Solutions. Det finnes bare en aksjeklasse, ergo har eierne i AKH de samme rettighetene i Aker Solutions som andre aksjonærer. Eierne har imidlertid inngått en aksjonæravtale som i praksis sikrer dem negativ kontroll på generalforsamlingen i Aker Solutions, slik at de kan kontrollere den videre utviklingen i en del vesentlige saker (Meld. St. 13 (2010 - 2011):86-87). Aker ASA eier 70 % av aksjene i AKH og den norske stat eier de resterende 30 %. Videre vil jeg omtale Aker ASA som ”Aker”, og den norske stat som ”staten”.

Ved opprettelsen av AKH inngikk Aker og staten en gjensidig forpliktelse om å holde eierskapet i Aker Solutions samlet for en periode på minimum 10 år. Denne forpliktelsen ble inngått 20. desember 2007 (Meld. St. 13 (2010 - 2011):86-87). I praksis innebærer dette at staten indirekte eier 12,1 % av aksjene i Aker Solutions, mens Aker indirekte eier 27,2 % av aksjene i selskapet. Aker Solutions regnes som en del av Aker, som er en gruppe selskaper med fokus på energi og maritime og marine ressursindustrier. Aker tar en aktiv rolle i

utviklingen av Aker Solutions [18]. Vedrørende de øvrige aksjonærene finnes det er utvidet oversikt over de 20 største aksjeeierne i Aker Solutions i Vedlegg 3. Per 31. desember 2011 var omtrent 42 % av aksjonærene av utenlandsk nasjonalitet, mens de resterende 58 % var av norsk nasjonalitet.

2.2.4 Kursutvikling

Selskapet er notert på Oslo Børs med tickerkode AKSO. Selskapet ble notert på Oslo Børs 2. april 2004. Per 21. mai 2012 har selskapet omtrent 270 000 000 utestående aksjer, hvorav pålydende verdi er 84,80 NOK per aksje. Total markedsverdi ligger dermed på 22 890,88 millioner NOK [21]. Figuren nedenfor illustrerer hvordan aksjekursen har utviklet seg siden noteringsdato 2. april 2004 fram til 28. mars 2012:



Figur 7: Kursutvikling siden børsnotering

Figuren viser hvordan aksjekursen har fluktuert voldsomt siden selskapet ble børsnotert. Fram til finanskrisen hadde aksjekursen en oppadstigende trend, og i løpet av denne perioden økte aksjekursen med mer enn åtte ganger opprinnelig verdi. På sitt høyeste var aksjekursen på 170,6 NOK. Deretter begynte aksjekursen å falle, inntil den nådde bunnen på 23,39 NOK per aksje 21. november 2008, bare 4,83 mer enn aksjekursen da den var på sitt laveste omtrent halvannen måned etter noteringsdato. Etter finanskrisen har det vært en oppadstigende trend, utenom et par fall i kursen. Fra finanskrisen og til og med i dag har kursen firedoblet seg.

3 Teoretisk fundament

I dette kapitlet vil jeg innledningsvis beskrive et rammeverk for oppgaven. Deretter vil jeg gå i dybden på de ulike metodene jeg kan benytte i verdivurderingen av Aker Solutions. Det finnes en rekke ulike modeller og noen krever minimalt med arbeid, mens andre er mer krevende. I verdsettning er det alltid en avveining mellom enkle fremgangsmåter som ignorerer noen relevante trekk og mer detaljerte teknikker som har rom for kompleksitet (Penman, 2010:74). Naturen til oppgaven jeg skriver tilsier selvsagt at jeg bør benytte en mer avansert modell. Jeg vil likevel også gjøre rom for diskusjon rundt noen av de enklere modellene.

3.1 Rammeverk

For å verdivurdere et selskap er det ikke tilstrekkelig å ha en modell, man må også ha et rammeverk man kan konstruere oppgaven rundt. Penman (2010:84) presenterer en helhetlig verdsettelsesmodell jeg vil adoptere som rammeverk for analysen. Denne kalles fundamental verdsettelse, og innebærer å analysere informasjon, prognostisere fremtidig fortjeneste på bakgrunn av denne informasjonen og deretter finne en verdi basert på prognostisert fortjeneste (Penman, 2010:84). Fundamental analyse består av følgende fem steg:

Kjenne bedriften

Penman (2010:85) beskriver hvordan det å forstå bedriften er en nødvendig forutsetning for å kunne verdivurdere et selskap. Dette innebærer blant annet å kjenne selskapets produkter, kunnskapsbasen, konkurransen, lovmessige begrensninger samt det å kjenne ledelsen.

Analysere informasjon

Når man har oppnådd tilstrekkelig bakgrunnskunnskap om bedriften, innebærer neste steg å analysere informasjonen om selskapet i dybden. Denne informasjonen kommer i mange former og fra mange kilder. En viktig kilde til informasjon er årsregnskapet. I tillegg finnes det også mye viktig, kvalitativ informasjon utenfor årsregnskapet, eksempelvis relatert til teknologiske endringer og kvaliteten på selskapets ledelse (Penman, 2010:85).

Utvikle prognoser

Neste trinn innebærer i følge Penman (2010:85) å prognostisere bedriftens fremtidige fortjeneste. Dette steget er kjernen i fundamental analyse fordi verdien av et selskap avhenger av den fortjenesten det sannsynligvis vil gi i fremtiden.

Konvertere prognosene til en verdivurdering

Etter man har prognostisert en strøm av fremtidig fortjeneste kan denne reduseres til et tall som representerer selskapets verdi. Investor foretrekker fortjenesten nå og ikke i fremtiden, samtidig som han foretrekker mindre risikofylte investeringer over risikofylte investeringer. Ergo må forventet fortjeneste diskonteres til nåverdi og justeres for risiko (Penman, 2010:86).

Investeringsbeslutningen

Endelig verdi på selskapet sammenlignes deretter med prisen på selskapets aksje for å avgjøre om selskapet skaper merverdi. En verdi større enn markedsprisen innebærer anbefaling om kjøp av aksjen. Motsatt tilfelle fører til en anbefaling om salg. Dersom verdiene er identiske er markedet effektivt og man bør sitte på investeringen (Penman, 2010:86).

3.2 Verdsettelsesmetoder

Det finnes en rekke ulike måter å klassifisere verdsettelsesmetoder. Boye og Meyer (2008:93-94) klassifiserer metodene i fire hovedgrupper; balansebaserte metoder, kontantstrømbaserte metoder, relativ prising og opsjonsprisingmodeller. Boye og Dahl (1997:12-20) klassifiserer metodene inn i balansebaserte og inntjeningsbaserte modeller. Jeg tolker det slik at det finnes tre typer metoder; balansebaserte, inntjeningsbaserte og opsjonsprisbaserte. De inntjeningsbaserte modellene kan videre deles inn i tre grupper; kontantstrømbaserte modeller, dividendemodeller og resultatbaserte modeller.

3.2.1 Balansebaserte modeller

De balansebaserte metodene tar, naturlig nok, utgangspunkt i balansen (Kinserdal, 2005:291). De tre vanligste metodene er matematisk verdi, substansverdi og likvidasjonsverdi (Boye og Dahl, 1997:12). Jeg vil ikke berøre matematisk verdi siden denne er lite anvendt i litteraturen. Substansverdi og likvidasjonsverdi er i utgangspunktet to sider av samme sak. Hovedideen går ut på å beregne markedsverdien av eiendelene fratrukket markedsverdien av gjelden (Boye og Meyer, 2008:177). Metoden for substansverdi og likvidasjonsverdi er den samme, men man har to ulike syn. Under beregning av substansverdi forutsettes det fortsatt drift, det vil si at man har et gjenanskaffelsessyn (Kinserdal, 2005:291). Dette innebærer at selskapet dermed kan selge sine eiendeler uten at det foreligger salgspres. Likvidasjonsverdi er i følge Boye og Meyer (2008:182) et spesialtilfelle av substansverdi. Ved beregning av likvidasjonsverdi antar man at selskapet skal avvikles, hvilket innebærer forsert salg av eiendelene. Ved forsert salg vil kjøper ofte oppnå betydelige rabatter på eiendelene. I tillegg

påløper det ofte ekstra kostnader under likvidasjon. Eksempelvis vil det være store kostnader knyttet til lavere arbeidsproduktivitet i avviklingsperioden (Boye og Meyer, 2008:182).

Markedsverdien kan ofte være komplisert å finne. Selv om alle børsnoterte selskap benytter IFRS, noe som innebærer mer utstrakt bruk av markedsverdien enn forsiktighetsprinsippet, må ofte markedsverdiene likevel granskes (Boye og Meyer, 2008:177). Et annet moment ved eksempelvis beregning av substansverdien, er at den kan avvike fra markedsverdien fordi vi ikke tar hensyn til uidentifiserbare eiendeler og gjeld. Det vil si goodwill og badwill som ikke er ført i balansen som skyldes at noen virksomheter får mer eller mindre ut av sine eiendeler enn andre (Boye og Meyer, 2008:179; Kinserdal, 2005:300). Dersom dette er situasjonen, bør man vurdere å basere verdsettelsen på kontantstrømbaserte modeller (Boye og Meyer, 2008:179). Metoden kan likevel være et nyttig supplement til andre verdiberegninger, eksempelvis for å kvalitetssikre dem (Boye og Dahl, 1997:19).

3.2.2 Resultatbaserte modeller

I resultatbaserte modeller forutsetter man at de resultater som kapitaliseres representerer en tilnærming til fremtidig netto kontantstrømmer (Boye og Dahl, 1997:29). Disse modellene beskrives som mindre nøyaktige, men er svært populære fordi de er lett gjennomførbare. Resultatbaserte modeller er basert på inntjening (Boye og Dahl, 1997:23).

3.2.2.1 Relativ prising

Boye og Meyer (2008:157) forklarer at relativ prising innebærer å avgjøre selskapets verdi på grunnlag av sammenlignbare selskaper man allerede kjenner verdien på. Årsaken til at man kjenner verdien til disse selskapene er at de er børsnoterte, eller fordi de nettopp har vært omsatt. Man kan selvsagt ikke benytte verdiene direkte uten å korrigere for potensial i inntjeningen, noe som ofte gjøres med basis i multiplikatorer (Boye og Meyer, 2008:157). Palepu og Healy (2008:7-5) forklarer at relativ prising er mye brukt av analytikere, mest av alt fordi det er en svært enkel metode å bruke. I motsetning til en rekke andre modeller, eksempelvis dividendemodellen og diskontert fri kontantstrøm, krever ikke modellen flerårige prognoser for parametre som vekst, lønnsomhet og kapitalkostnad (Palepu og Healy, 2008:7-5). Første steg i denne prosessen er å velge et mål for verdiskaping (Palepu og Healy, 2008:7-5). Dette kan eksempelvis være inntjening, salg, kontantstrøm, bokført verdi, eller ikke-finansielle størrelser som ansatte eller antall kunder (Boye og Meyer, 2008:157; Palepu og Healy, 2008:7-5). Boye og Meyer (2008:157) forklarer at det i praksis finnes en rekke ulike

multiplikatorer. Den mest populære er P/E, price-to-earnings, hvor man ser på verdien av egenkapitalen, eventuelt verdien per aksje, i forhold til ordinært resultat. Etter P/E er Pris/Bok den mest populære multiplikatoren. Noen multiplikatorer er generelle og benyttes i de fleste bransjer, mens andre er bransjespesifikke. Fondsfinans benytter eksempelvis ingen andre multiplikatorer enn P/E for oljebedrifter (Boye og Meyer, 2008:172). Å ha så mange ulike multiplikatorer å velge mellom representerer en utfordring. Ulike multiplikatorer gir ulike verdier og det kan være svært vanskelig, om ikke umulig, å vite hvilken som fører til den mest korrekte verdien. I tillegg kan det hende at den multiplikatoren vi anser som mest korrekt fører til negativ nevner, og dermed er ubrukelig (Penman, 2010:78).

Palepu og Healy (2008:7-5) forklarer at neste steg er å velge ut sammenlignbare selskaper og kalkulere prismultiplikatorer for disse selskapene. Å finne et representativt utvalg kan være en vanskelig prosess. Mange børsnoterte selskaper er diversifiserte, og ofte kan det være få selskaper i hver bransje (Boye og Dahl, 1997:34). I tillegg vil ofte bedrifter innen samme bransje ha ulike strategier, vekstmuligheter og lønnsomhet (Palepu og Healy, 2008:7-6). Penman (2010:78) forklarer at bedriftene ofte er konkurrenter, og at det sammenlignbare selskapet kan dominere eller domineres av selskapet vi verdivurderer. For å utjevne feil kan man benytte mange bedrifter, men desto flere selskaper i en bransje, desto mindre sannsynlig er det at de er homogene (Penman, 2010:78). Det kan også være vanskelig å forstå hvorfor multiplikatorer varierer på tvers av bedrifter og hvor anvendbar et selskaps multiplikator er på et annet (Palepu og Healy, 2008:7-6). Boye og Dahl (1997:34-35) bemerker også at det er viktig å huske på at eksempelvis P/E-tallet avhenger av en rekke generelle og spesifikke faktorer, blant annet inflasjonsforventninger, realrentenivået og utbyttepolitikk. Dermed krever metoden at man har inngående kunnskap om avgjørende faktorer for hver multiplikator.

Det siste steget innebærer å anvende multiplikatoren til det sammenlignbare selskapet på verdidriveren til det selskapet som er under analyse (Palepu og Healy, 2008:7-5). Metoden er som sagt rask og lite ressurskrevende, og dermed også svært populær. I tillegg reflekterer metoden markedets stemning bedre enn mange andre metoder fordi man benytter dagens verdi av sammenlignbare selskaper i verdiberegningen (Boye og Meyer, 2008:158). Penman (2010:77) forklarer at modellen ikke er forankret i noe spesifikt som sier noe om verdi uavhengig av markedspriser. Grunnelementet i metoden er at vi stoler på at markedet er effektivt, men dersom vi virkelig trodde markedet var effektivt, ville det heller ikke vært behov for å tvile på aksjeprisen på selskapet vi skal finne verdien på (Penman, 2010:77). I

tillegg forklarer Koller, Copeland, Wessels, Goedhart og Murrin (2010:130) at metodologien ofte blir misforstått, og dermed anvendt ukorrekt. Metoden kan likevel være nyttig for å få en føling for omtrent hva prisen bør være dersom selskapet som skal vurderes ikke er børsnotert eller aksjen er lite likvid. Dette forutsetter selvsagt at de sammenlignbare selskapene er effektivt priset (Penman, 2010:77). Metoden benyttes også for å vurdere rimeligheten til de verdier man har regnet seg fram til ved hjelp av andre metoder (Boye og Meyer, 2008:158).

3.2.2.2 Normalresultatbaserte modeller

Boye og Dahl (1997:29) forklarer at normalresultatmetoden er mye brukt i praksis. Under forutsetning at vi står ovenfor en evigvarende horisont og at resultatet vokser konstant, kan vi enkelt fremstille verdien av selskapet på følgende måte (Kinserdal, 2005:293):

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Resultat}}{\text{Avkastningskrav i prosent} \div \text{vekst i prosent}}$$

Metoden innebærer å anslå selskapets normale resultat basert på de ressurser selskapet besitter i dag, og det resultatpotensialet man analyserer seg frem til (Boye og Dahl, 1997:29). I praksis er det vanlig å ta utgangspunkt i regnskapsdata for de 3 – 5 foregående år for å finne potensialet i resultatet (Kinserdal, 2005:293). Man kan også inkorporere budsjetterte, fremtidige resultat for ett eller noen få år fremover (Boye og Dahl, 1997:29). Forskjellen mellom denne metoden og kontantstrømsbaserte metoder er at sistnevnte bygger på budsjetter, mens førstnevnte i all hovedsak bygger på regnskaper. Likevel kan man også si at kontantstrømsbaserte metoder tar hensyn til regnskapene fordi budsjetter er basert på regnskapene. I kontantstrømsbaserte metoder tar man imidlertid hensyn til endringer i arbeidskapitalen som skyldes endret omsetning, noe som ikke er normalt ved beregning av normalresultat (Boye og Dahl, 1997:34).

3.2.3 Dividendemodeller

Boye og Meyer (2008:114) forklarer at det ikke er vanlig å benytte dividendemodeller i norsk sammenheng. I USA er dette derimot en vanlig metode, noe som sannsynligvis skyldes at amerikanske bedrifter har en helt annen utbyttepolitikk enn norske. Amerikanske selskap deler ofte ut en langt større andel av overskuddet til sine aksjonærer enn det som er vanlig i Norge (Boye og Dahl, 1997:20). Likevel har utdelingsforholdet i store, norske børsnoterte selskaper økt de siste årene. Ergo kan dividendemodeller være aktuell for verdsettelse også av norske bedrifter, avhengig av utbyttepolitikken de fører (Boye og Meyer, 2008:114).

Palepu og Healy (2008:7-2) forklarer enkelt tanken bak dividendemodeller. Finansteori beskriver verdien av et hvilket som helst krav som nåverdien av de kontantutbetalinger innkreverne mottar. Siden aksjonærer mottar kontantutbetalinger i form av utbytte, er verdien av deres egenkapital det samme som nåverdien av fremtidig utbytte. Ergo er egenkapitalverdi det samme som nåverdien av forventet fremtidig utbytte diskontert med selskapets avkastningskrav (Boye og Dahl, 1997:20; Palepu og Healy, 2008:7-2). Fordi det kan være relativt upraktisk å prognostisere hva utbytte for en aksje vil være i fremtiden, forutsetter man ofte at utbyttet øker med samme prosent hvert år i all fremtid (Boye og Meyer, 2008:114).

Et av problemene med dividendemodellen er at den ikke fungerer når veksten er lik eller større enn avkastningskravet (Boye og Dahl, 1997:21). Boye og Meyer (2008:115) forklarer imidlertid at det er utenkelig at veksten kan overskride avkastningskravet i all fremtid. Andre problemer innebærer at man ofte utarbeider prognoser for bunnlinjen i resultatregnskapet, inklusive disponering av resultatet. Slike prognoser vil naturlig nok være svært unøyaktige. Det benyttes også samme avkastningskrav for utbytte som blir tilgjengelig på ulike tidspunkt. Dette kan tolkes hen at vi forutsetter at selskapet vi verdsetter har konstant finansiell risiko, ergo at avkastningskravet er konstant (Boye og Dahl, 1997:23; Boye og Meyer, 2008:123).

3.2.4 Kontantstrømbaserte modeller

Boye og Meyer (2008:93) forklarer at man i kontantstrømbaserte modeller beregner verdien av egenkapitalen på grunnlag av forventet inntjening. En rekke ulike modeller er beskrevet i litteraturen, og av disse vil jeg diskutere de tre mest utbredte. De to første modellene, DCF-modellen og EVA[®], innebærer å diskontere fri kontantstrøm med WACC, kapitalkostnaden. Dette er modeller som fungerer best når man verdivurderer et selskap som opprettholder en relativt stabil kapitalstruktur. Dersom denne forventes å endres drastisk, kan det være vanskelig å anvende DCF-modellen og EVA[®] og det anbefales at man benytter APV-modellen. Det finnes flere andre kontantstrømbaserte modeller, eksempelvis kapital kontantstrøm og egenkapital kontantstrøm. Siden disse best egner seg for å verdivurdere banker og andre finansielle institusjoner, vil de ikke bli diskutert (Koller et al., 2010:103-104).

3.2.4.1 DCF-metoden (Discounted Cash Flow)

I en virksomhet vil aksjonærer forvente at deres eierskap medfører netto kontanttilførsler i fremtiden. Disse kontanttilførslene kan ha flere former. De kan være åpne, i form av utbytte eller aksjesalg, og de kan være kamouflerte, eksempelvis i form av frynsegoder. Det er en

velkjent oppfatning at det som gir selskapet verdi, er de fremtidige kontantoverskudd bedriften genererer (Boye og Meyer, 2008:124). Mange mener derfor at den teoretisk korrekte verdi tilsvarer neddiskontert sum av fremtidige kontantstrømmer (Kinserdal, 2005:302). Denne verdsettelsesmodellen er også mest brukt i finansielle klasser (Palepu og Healy, 2008:7-12).

Koller et al. (2010:104) forklarer at den vanligste metoden går ut på å diskontere den frie kontantstrømmen, det vil si kontantstrøm tilgjengelig til alle investorer, med WACC, som er den totale kostnaden for all investorkapital. Dette gir oss ikke verdien på egenkapitalen, men noe som Koller et al. (2010:104) beskriver som "enterprise value". Derfor må vi videre finne kravet gjeldstakere har på kontantstrømmen og trekke dette fra "enterprise value" for å finne verdien til aksjonærene (Koller et al., 2010:104). Boye og Meyer (2008:124) kaller metoden total kapitalmetoden. Alternativt kan en benytte egenkapitalmetoden, som innebærer å beregne kontantoverskuddene til egenkapitalen og videre beregne verdien av egenkapitalen på basis av disse (Boye og Meyer, 2008:124). Egenkapitalmetoden tar utgangspunkt i kravet aksjonærene har på driftsrelatert kontantstrøm, og diskonterer dette med avkastningskravet til egenkapitalen.

Begge modellene fører til identisk resultat, men egenkapitalmetoden er vanskeligere å gjennomføre fordi det er en utfordring å matche kontantstrømmene til egenkapitalen med den korrekte avkastningen på egenkapitalen (Koller et al., 2010:104). I tillegg er det lettere å finne kontantstrømmene til total kapitalen enn for egenkapitalen. Egenkapitalens avkastningskrav er også mer problematisk å bestemme fordi vi ikke har kartlagt finansiell risiko. Total kapitalens avkastningskrav er derimot lite påvirket av finansiering (Boye og Dahl, 1997:28). På grunnlag av dette anbefaler de fleste at man benytter total kapitalmetoden (Boye og Dahl, 1997:28; Koller et al., 2010:105). Metoden egner seg spesielt godt dersom man analyserer bedrifter med flere virksomhetsområder fordi man kan verdivurdere individuelle prosjekter og enheter med en konsistent metodologi (Koller et al., 2010:105). Boye og Meyer (2008:141) anbefaler total kapitalmetoden for verdivurdering bare med unntak av banker og livsforsikringsselskaper.

Normal fremgangsmåte for DCF-modellen er gjerne tredelt (Palepu og Healy, 2008:7-13). Det første steget innebærer å prognostisere fri kontantstrøm over en bestemt periode, det vil si planleggingsperioden (Titman og Martin, 2008:275). Ofte anbefales det å utarbeide budsjetter for alt mellom 5 – 15 år frem i tid (Boye og Meyer, 2008:144). Før vi kan foreta en prognose er det viktig å omorganisere historisk regnskap for å skille poster relatert til drift og ikke-drift, samt kapitalstruktur. Omorganiseringen er viktig bant annet for å finne NOPLAT, som er

driftsrelatert resultat justert for skatt. Balansen omorganiseres for å finne selskapets investerte kapital, som er netto driftsrelaterte eiendeler summert med selskapets arbeidskapital (Koller et al., 2010:108). Når prognosene videre er utarbeidet, kan man benytte følgende fremgangsmåte for å finne de frie kontantstrømmene (Boye og Meyer, 2008:125-136; Koller et al., 2010):

Tabell 2: Varianter av DCF-modellen

Egenkapitalmetoden:	Totalkapitalmetoden:
Resultat etter skatt	Driftsresultat
+ Avskrivninger og amortiseringer	- Skatt av driftsresultat
- Investeringer i driftsrelaterte anleggsmidler	= <i>NOPLAT</i>
- Endring i arbeidskapital	+ Avskrivninger og amortiseringer
+ Økning i finansiell gjeld	- Investeringer i driftsrelaterte anleggsmidler
	- Endring i arbeidskapital
<hr/>	<hr/>
= <i>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</i>	= <i>Fri kontantstrøm til total kapitalen</i>

Neste steg innebærer å estimere verdien av de resterende kontantstrømmene etter planleggingsperioden. Dette kaller vi terminalverdien, og denne kan ofte utgjøre over 50 % av verdien i en verdsetting (Titman og Martin, 2008:277). Ved beregning av terminalverdien kan man benytte en rekke ulike metoder. Den vanligste innebærer at man forutsetter konstant vekst (Gordons formel). Eksempelvis kan man anta at de frie kontantstrømmene etter planleggingsperioden øker i takt med forventet prisstigning eller forventet vekst i BNP (Boye og Meyer, 2008:144). Det er likevel ikke alltid naturlig å forutsette at en bedrift vil eksistere i all fremtid. Eksempelvis kan konkurranseforhold medføre at avkastning ikke er bærekraftig (Boye og Meyer, 2008:144-147). Koller et al. (2010:113) hevder at deres formel identifiserer de viktigste verdidriverne og dermed er overlegen alle andre metoder. Den ser ut som følger:

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} \left(1 - \frac{g}{\text{RONIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

Hvor:

NOPLAT_{t+1} = NOPLAT året etter planleggingsperioden

RONIC = langsiktig prognostisert avkastning på ny investert kapital

WACC = vektet kapitalavkastning

g = langsiktig vekst i NOPLAT

Alternativt kan man benytte multiplikatorer. Dette innebærer å avgjøre terminalverdien ved å multiplisere eksempelvis EBITDA med en multiplikator som reflekterer forventet vekst og

risiko etter planleggingsperioden (Boye og Meyer, 2008:144; Titman og Martin, 2008:275). Dette kalles en hybrid modell for verdivurdering (Titman og Martin, 2008:276).

Terminalverdien kan utgjøre en relativt stor andel av den totale verdien, derfor er det viktig å tenke gjennom hva dette innebærer (Koller et al., 2010:213). En terminalverdi på over 50 %, betyr ikke at mesteparten av selskapets verdier genereres etter prognoseperioden. Man kan si at det oppstår en avveining mellom lang og kort planleggingsperiode. Desto lengre frem i tid vi planlegger, desto mer usikre er våre vurderinger (Penman, 2010:92). Samtidig er det viktig at prognoseperioden er lang nok til at bedriften når en stabil tilstand (Koller et al., 2010:188). Koller et al. (2010:218) forklarer at lengden på planleggingsperioden ikke påvirker total verdi, men en stor terminalverdi kan sende signaler til aksjonærer om at verdi i hovedsak genereres etter prognoseperioden dersom aksjonærene ikke forstår grunnprinsippene i verdivurderingen.

Det siste steget innebærer å diskontere de frie kontantstrømmene med det aktuelle avkastningskravet, avhengig av hvilken metode man benytter (Palepu og Healy, 2008:7-13). Titman og Martin (2008:277) illustrerer dette på følgende måte:

$$\text{Verdi} = \left(\begin{array}{c} \text{Nåverdi av kontantstrømmer} \\ \text{i planleggingsperioden} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{Nåverdi av terminalverdien} \\ \text{i planleggingsperioden} \end{array} \right)$$

Koller et al. (2010:106) forklarer at det fremdeles må foretas noen grep for å komme fram til endelig verdi. Siden kontantstrømmer genereres hele året, og ikke som en stor sum ved slutten av hvert år, vil vanlig diskontering undervurdere den riktige diskonteringsfaktoren. Derfor bør man justere nåverdien opp med et halvt år (Koller et al., 2010:106). Dersom man benyttet egenkapitalmetoden, sitter man etter justeringen igjen med verdien av alminnelig aksjekapital. Dersom man har benyttet totalkapitalmetoden, er det en rekke grep som må gjøres med den verdien man har kommet fram til (Koller et al., 2010:106):

Tabell 3: Totalkapitalmetoden del II

Totalkapitalmetoden del II:

Nåverdien av fri kontantstrøm
+ Midtårsjustering
= <i>Enterprise Value</i>
+ Ikke-driftsrelaterte eiendeler
- Finansiell gjeld og andre ikke-egenkapitalkrav
= <i>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</i>

3.2.4.2 EVA[®] (*Economic Value Added*)

For å finne verdien av selskapets egenkapital kan man også benytte EVA[®]-metoden (Boye og Meyer, 2008:134). EVA[®], eller economic value added, er et begrep som opprinnelig ble skapt av Stern Stewart and Company (Titman og Martin, 2008:381). På norsk er begrepet bedre kjent som økonomisk profitt. Økonomisk profitt måler verdien det enkelte selskap skaper i en bestemt periode, og er definert som følger (Koller et al., 2010:117):

$$\text{Økonomisk profitt} = \text{Investert kapital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

I ligningen ovenfor tilsvarende ROIC selskapets avkastning på investert kapital. Modellen har samme utgangspunkt som DCF-modellen, det vil si at verdien av et selskap tilsvarende diskontert fri kontantstrøm. Dersom vi legger denne antagelsen til grunn og videre antar at selskapets ROIC på nye prosjekter tilsvarende historisk ROIC, kan vi si at vi har følgende sammenhenger (Koller et al., 2010:118):

$$\text{Verdi}_0 = \frac{\text{DCF}_1}{\text{WACC} - g} = \text{Investert kapital}_0 + \frac{\text{Økonomisk profitt}_1}{\text{WACC} - g}$$

Ligningen ovenfor illustrerer hvordan vi finner driftsrelatert verdi av selskapet ved å summere bokført verdi av investert kapital og nåverdien av all fremtidig verdi som skapes (Koller et al., 2010:119). Dersom man forventer at avkastningen på investert kapital tilsvarende fremtidig avkastningskrav, med andre ord at fremtidig økonomisk profitt er null, vil verdien av driften tilsvare bokført investert kapital (Boye og Meyer, 2008:134; Koller et al., 2010:119). Mer generelt kan verdien av selskapet modelleres på følgende måte (Koller et al., 2010:119):

$$\text{Verdi}_0 = \text{Investert kapital}_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Investert kapital}_{t-1} \times (\text{ROIC}_t - \text{WACC})}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Fordi modellen er basert på samme utgangspunktet som DCF-modellen, vil de resultater vi kommer frem til ved hjelp av disse to metodene gi nøyaktig samme verdi. Dette forutsetter imidlertid blant annet at vi legger til grunn de samme verdier for investert kapital i formelen for økonomisk profitt og formelen for ROIC. I tillegg er det viktig å benytte en konstant kapitalkostnad for å diskontere prognosene (Koller et al., 2010:119).

En av årsakene til at modellen har blitt svært populær blant analytikere, er at den bøtter på en viktig ulempe den tradisjonelle DFC-modellen medfører. DFC-modellen baserer seg, som vi

vet, på fremtidige kontantstrømmer. Problemet er at hvert års kontantstrøm gir liten innsikt i selskapets økonomiske prestasjon. En kontantstrøm som avtar kan signalisere enten at selskapet presterer dårlig, eller at man investerer for fremtiden. Derimot vil økonomisk profitt gi oss innsikt i hvordan og når selskapet genererer verdi (Koller et al., 2010:117). I tillegg argumenteres det at sluttverdien betyr mindre når man benytter økonomisk profitt, noe som benyttes som et argument til fordel for modellen. Dette er imidlertid ikke en korrekt påstand. Misforståelsen kommer av at en liten del av sluttverdien legges inn i investert kapital, og dermed vil sluttverdien bli lavere. Usikkerheten knyttet til sluttverdien er fremdeles den samme i begge metodene (Boye og Meyer, 2008:135).

3.2.4.3 APV-metoden (*Adjusted Present Value*)

Å benytte konstant WACC som diskonteringsfaktor innebærer at man antar at selskapet styrer sin kapitalstruktur mot en målsatt belåningsgrad (Koller et al., 2010:121). Dersom finansiell struktur og risiko er stabil over tid, er WACC en meningsfylt diskonteringsfaktor (Titman og Martin, 2008:276). Likevel er det en rekke bedrifter som planlegger å endre sin kapitalstruktur markant. Eksempelvis vil bedrifter med høyt nivå av gjeld ofte betale ned gjelden når kontantstrømmene forbedres, noe som medfører en lavere belåningsgrad i fremtiden (Koller et al., 2010:121). Desto høyere belåningsgrad en bedrift har, desto større skattebesparelser vil bedriften oppnå fordi rentekostnader gir fratrukk på skatt. Dersom man benytter en konstant WACC for å verdivurdere et selskap som over tid vil endre sin belåningsgrad markant, vil dette føre til at man overvurderer den verdiøkningen slike skattebesparelser fører til (Koller et al., 2010:121). I slike tilfeller anbefales det å benytte APV-metoden (Titman og Martin, 2008:276). APV-metoden verdivurderer effekten av gjeldsfinansiering separat. Dersom man fremdeles ønsker å benytte tradisjonell DCF, finnes det to alternative metoder. Det ene alternativet er å nedjustere WACC, noe som sannsynligvis ikke hadde ført til at man klarte å inkorporere alle effektene av gjeldsfinansiering (Tham og Vélez-Pareja, 2004:28). Det andre alternativet går ut på å justere WACC årlig, hvilket er en svært komplisert prosess. Derfor benytter man ofte APV-metoden når man står ovenfor slike bedrifter (Koller et al., 2010:114). Ideen bak APV-modellen er at i et marked uten skatt vil verdien av bedriftens økonomiske eiendeler ikke bli påvirket av kapitalstrukturen bedrifter velger. I praksis innebærer modellen å separere verdien av driften i to komponenter (Koller et al., 2010:121):

$$\text{Justert nåverdi} = \text{Enterprise value som om selskapet bare er finansiert av EK} + \text{Nåverdi av skattebesparelser}$$

Ved å dekomponere verdien av selskapet i to deler, må analytikere eksplisitt håndtere de effekter lånefinansiering har på verdien av selskapet. Den justerte nåverdien kan videre brukes til å finne verdien til et selskap (Titman og Martin, 2008:294):

$$\text{Verdi} = \left(\begin{array}{l} \text{Fri kontanstrøm i plan –} \\ \text{leggingsperioden diskontert} \\ \text{med ikke – lånefinansiert} \\ \text{egenkapitalavkastning} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Verdi av skattebesparelser} \\ \text{i planleggings –} \\ \text{perioden som følge} \\ \text{av gjeldsfinansiering} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{l} \text{Nåverdi av} \\ \text{estimert} \\ \text{terminalverdi} \end{array} \right)$$

I steg 1 estimerer vi verdien av kontantstrømmer og skattebesparelser i planleggingsperioden. I steg 2 estimerer vi terminalverdien til selskapet ved slutten av planleggingsperioden. Deretter inkorporerer vi det faktum at selskapet er finansiert også med lån. Summen av disse gir oss selskapets verdi (Titman og Martin, 2008:295). Dersom selskapet aktivt styrer sin finansielle struktur, vil modellen gi samme resultat som DCF-modellen og EVA® (Koller et al., 2010:122). Modellen er ikke så populær som de andre to, men får mye støtte fordi den egner seg godt til å verdivurdere bedrifter med høy lånefinansiering (Titman og Martin, 2008:304).

3.2.4.4 Kritikk mot kontantstrømbaserte modeller

En av de største kildene til kritikk rettet mot kontantstrømbaserte modeller, er trolig deres manglende evne til å inkorporere økt verdi som følge av ledelsens fleksibilitet (Koller et al., 2010:679). Fleksibilitet handler om muligheten til å tilpasse seg endrede markedsforhold. Normalt vil ledere reagere på endringer i økonomiske vilkår ved å justere sine planer og strategier. Eksempelvis vil det være en naturlig reaksjon å nedskalere eller forlate et prosjekt dersom det ikke gir så gode resultater som man hadde forventet. Eventuelt vil man kanskje utvide eller forlenge et prosjekt som ble særdeles vellykket (Koller et al., 2010:679). Denne fleksibiliteten vil ofte ha betydelig verdi som det kan være vanskelig å kvantifisere i tradisjonelle verdivurderingsmodeller (Boye og Meyer, 2008:94).

Andre svakheter med kontantstrømbaserte modeller innebærer at man ofte undervurderer eiendeler som for øyeblikket produserer lite eller ingenting kontanter. I tillegg er det problemer tilknyttet estimeringen av en eiendels økonomiske livstid, feil i prognosene av fremtidige kontantstrømmer og utilstrekkelige tester for hvorvidt de endelige resultatene er rimelige (Mun, 2006:65). Mun (2006:16) forklarer at de resultater vi får fra de tradisjonelle kontantstrømbaserte modellene ofte kan være ukorrekte fordi modellene antar statiske investeringsbeslutninger. I tillegg forutsettes det at strategiske løsninger foretas med en gang, uten mulighet til å velge en annen vei eller andre muligheter i fremtiden (Mun, 2006:16). Ofte

er det ikke rimelig å anta at man gjennomfører et prosjekt uten å foreta endringer underveis (Bredesen, 2011:512). En standard DCF-modell basert på en enkelt kontantstrømprgnose, eller til og med scenarioer med en rekke kontantstrømmer, kan ikke kalkulere den positive effekten fleksibilitet har på verdien til en bedrift (Koller et al., 2010:679).

3.2.5 Opsjonsprisbaserte modeller

Som diskutert ovenfor mangler kontantstrømbaserte modeller evne til å inkorporere fleksibilitet, noe som er et viktig nøkkelord for opsjonsprisbaserte modeller. Dette innebærer at i situasjoner hvor fleksibilitet står sentralt, kan man benytte realopsjoner for verdivurdering. Realopsjoner tar hensyn til at visse prosjekter skaper valgmuligheter for ledelsen, og de tar hensyn til ledelsens fleksibilitet i å benytte seg av disse valgmulighetene (Mun, 2006:16). Bredesen (2011:512) forklarer at man kan tenke seg at det er en innebygd opsjon i et prosjekt. Denne innebygde valgmuligheten gjør at ledelsen har mulighet til å utøve skjønn enten før en investering er påbegynt, eller underveis i prosjektet (Titman og Martin, 2008:453-454).

Fordi det ikke dreier seg om finansielle instrumenter, men en realinvestering, kalles disse innebygde opsjonene ofte realopsjoner (Bredesen, 2011:512). Hull (2012:765) definerer en realopsjon som en opsjon som involverer reelle eiendeler, eksempelvis eiendom, anlegg og maskiner. Realopsjoner er vanskelig å verdivurdere ved hjelp av tradisjonelle metoder, og man forsøker derfor å håndtere problemet ved å benytte opsjonsprisingsteori (Hull, 2012:765). Hovedforskjellen mellom finansielle opsjoner og realopsjoner, er at som eier av en finansiell opsjon kan man ikke kontrollere verdien til det underliggende aktivum, eksempelvis en aksje (T. E. Copeland og Antikarov, 2001:6). Som eier av en realopsjon vil en av naturlige årsaker ha denne muligheten. Eksempelvis kan man i en bedrift bruke penger på forskning for å skape en realopsjon. Dette kan resultere i at man bruker mer på forskningen enn realopsjonen skaper i verdi. Dette er en direkte konsekvens av at det ikke finnes en markedspris for realopsjonen, og derfor kan man ikke sammenligne prisen med forskningskostnadene (Howell et al., 2001:19).

Opsjonsprisbaserte modeller egner seg godt i industrier hvor fleksibiliteten er høy. Oljeselskap, bioteknologiske selskap og luftfartsnæringen er gode eksempler (Mun, 2006:33-34). Likevel er bruken av realopsjoner lite anvendbar i flere bransjer, og metoden er derfor lite brukt i praksis. Det er også en rekke andre årsaker til dette, blant annet forklarer Lander og Pinches (1998:543) at mye skyldes mangelen på forståelse for hvordan metoden fungerer, samt dårlige matematiske evner. T. Copeland og Tufano (2004:1) forklarer at mange synes realopsjoner er

for kompliserte og at dette gjør metoden skremmende. Kjærland (2004:34) påpeker at mange også tar i bruk realopsjonsteori fordi man ønsker å fremstå som moderne, rasjonelle og opplyste uten tilstrekkelig kompetanse til å beherske modellen, noe som fører til skuffelser.

Problemene beskrevet ovenfor er i stor grad knyttet til brukerne av modellen. Det finnes også svakheter med selve modellen som kompliserer bruken. Blant annet er det problemer knyttet til det å utøve realopsjonen på riktig tidspunkt (Kjærland, 2004:35). Realopsjoner er ofte amerikanske opsjoner, ikke europeiske, noe som øker usikkerheten vedrørende timing. Et annet moment er selvsagt at realopsjonsanalyse avhenger av at man kjenner verdien til det underliggende aktiva, og ikke minst at man vet nøyaktig hva det underliggende aktiva er (T. Copeland og Tufano, 2004:2). Dersom eiendelen ikke har en observerbar markedspris, må man benytte diskontert kontantstrøm (Koller et al., 2010:680). Det må også legges til grunn en rekke forutsetninger for at man kan benytte realopsjoner til verdsetting. Blant annet må det eksistere usikkerhet. Dersom det ikke finnes usikkerhet, har naturligvis ikke opsjonen verdi (Mun, 2006:38). I tillegg er det i følge Koller et al. (2010:679) bare relevant å verdivurdere fleksibilitet dersom ledelsens respons til spesifikke situasjoner kan endre kursen til selskapet.

3.2.6 Valg av verdivurderingsmodell

Aker Solutions er på mange måter et komplisert selskap å verdivurdere. Selskapet opererer i en konjunkturutsatt bransje som i stor grad drives av endringer i prisen på og etterspørselen etter olje. Konsekvensen er at inntjeningen i perioder kan varierer sterkt. I tillegg bidrar arbeid basert på kontrakt til ytterligere volatilitet i inntjeningen. Selskapet gjennomgikk også i 2011 en fisjon med Kværner, samt at selskapet skilte ut et av forretningsområdene sine. Slike aktiviteter er ikke uvanlig i leverandørindustrien, og dette medfører at selskapet i fremtiden vil gjennomgå en rekke strukturelle endringer. Å verdivurdere et selskap som opererer i en dynamisk industri er vanskelig fordi det er mye usikkerhet knyttet til fremtidige prognoser.

Fordi fleksibiliteten i leverandørindustrien på mange områder er lav, kan det være vanskelig å benytte opsjonsprisbaserte modeller. Eksempelvis er det vanskelig for ledelsen å være fleksibel når selskapet må innfri en kontrakt til en viss dato. Det kan tenkes at det er fleksibilitet knyttet til fusjoner og oppkjøp. Mun (2006:35) forklarer at det er en rekke strategiske valgmuligheter knyttet til denne type aktiviteter. Eksempelvis kan en vellykket enhet ekspanderes eller selges. Dessverre har jeg ikke nok informasjon vedrørende slike aktiviteter til at denne fleksibiliteten lar seg modellere. Dette innebærer at for et selskap som Aker Solutions vil en standard DCF-

modell være det mest innbydende alternativet for en verdivurdering. Likevel må jeg i den videre analysen være spesielt oppmerksom på hvilke problemer jeg står ovenfor med tanke på den dynamikken som omgir leverandørindustrien og selskapet. For å kvalitetssikre den verdien jeg kommer fram til gjennom DCF-modellen, vil jeg benytte meg av relativ prising.

3.3 Nøkkelparametre for valgt verdivurderingsmodell

I analysen vil hovedfokus være en verdivurdering på bakgrunn av diskontert fri kontantstrøm. Fordi fremtidige kontantstrømmer ligger til grunn, er det viktig å forstå hva som kreves av kontantstrømmer for at de skaper verdi. Koller et al. (2010:17) forklarer at bedrifter skaper verdi ved å investere kapital som genererer fremtidige kontantstrømmer med større avkastning enn selskapets kapitalkostnad. Desto raskere selskapet vokser og investerer kapital til attraktiv avkastning, desto mer verdi genererer selskapet. Ergo er det en blanding av vekst, avkastning på investert kapital (ROIC) og kapitalkostnaden, WACC, som driver selskapets verdi.

3.3.1 Avkastning på investert kapital (ROIC)

I følge Subramanyam og Wild (2009:445) er ROIC et mål på selskapets suksess i å benytte finansiering for å generere overskudd. Koller et al. (2010:40) definerer ROIC slik:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Investert kapital}}$$

I ligninger ovenfor tilsvarer NOPLAT (Net operating profit less adjusted taxes) den profitten selskapet har generert fra sine kjerneaktiviteter etter man har trukket fra inntektsskatt relatert til disse operasjonene. Investert kapital tilsvarer den kumulative mengden investeringer i kjerneoperasjoner, eksempelvis eiendom, anlegg og arbeidskapital (Koller et al., 2010:40).

3.3.2 Vekst

Mange har den oppfatningen at vekst innebærer å øke inntektene, noe som ikke er korrekt. Vekst er den hastigheten selskapets NOPLAT og kontantstrøm øker med hvert år. Koller et al. (2010:81) beskriver at inntektsvekst bare skaper verdi dersom et selskaps nye oppkjøp, kunder eller prosjekter genererer en ROIC større enn kapitalkostnaden, WACC. Mens høyere ROIC alltid øker selskapets verdi, er ikke dette tilsvarende for økt vekst. Vekst skaper bare verdi dersom ROIC er høyere enn WACC. Dersom ROIC er lavere enn WACC innebærer økt vekst at selskapet ødelegger verdi. Dersom ROIC tilsvarer WACC, vil en økning i vekst verken skape eller ødelegge verdi, uansett hvor høy vekst selskapet har (Koller et al., 2010:22).

3.3.3 Avkastningskrav (WACC)

Koller et al. (2010:235) forklarer at når man verdsetter et selskap ved å benytte diskontert fri kontantstrøm, må man diskontere prognosene av fri kontantstrøm med gjennomsnittlig kapitalkostnad, WACC. Gjesdal og Johnsen (1999:37) beskriver WACC som avkastningen en representativ investert krone må gi over tid for å betjene kravet fra kreditorer og eiere samlet. Når man estimerer WACC for et spesifikt selskap, må man estimere tre komponenter: egenkapitalkostnaden, gjeldskostnaden etter skatt og selskapets målsatte kapitalstruktur. I sin enkleste form kan man beregne WACC på følgende måte (Koller et al., 2010:236):

$$\text{WACC} = \frac{D}{V}k_g(1 - T_m) + \frac{E}{V}k_e$$

Hvor:

D = rentebærende gjeld

k_g = gjeldskostnad

E = markedsverdi av egenkapitalen

k_e = egenkapitalkostnad

V = markedsverdi av totalkapitalen

T_m = skattesats

Aksjonærene krever forventet markedsverdi av egenkapitalen, og lånegiverne krever forventet markedsverdi av lånekapitalen etter skatt. Dette innebærer at vi benytter markedsverdier av gjeld og egenkapital for å beregne WACC (Boye og Meyer, 2008:106). Et annet viktig element er at WACC er basert på selskapets nåværende karakteristika, men benyttes for å diskontere fremtidige kontantstrømmer. Dette er greit så lenge selskapets risiko og gjeldsnivå forventes å holde seg konstante. Forventer man at disse faktorene vil endre seg i fremtiden, er det bare tilnærmet korrekt å diskontere kontantstrømmer med WACC (Brealey, Myers og Allen, 2008:530). I følge Koller et al. (2010:237-238) vil ofte nåværende kapitalstruktur i modne bedrifter være ønskelig kapitalstruktur, men ellers bør man benytte målsatt kapitalstruktur.

3.3.4 Kapitalverdimodellen (CAPM)

For å finne kapitalkostnaden må vi estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Den vanligste modellen som benyttes til dette formålet er kapitalverdimodellen (CAPM). Modellens utgangspunkt er at tre faktorer avgjør kostnaden på egenkapitalen: risikofri rente, markedspremien og selskapsspesifikk risiko (Koller et al., 2010:238). Det finnes også flere andre modeller, blant annet andre "asset pricing"-modeller som APT-modellen (Arbitrage Pricing Theory) og Fama-French sin trefaktormodell. Disse modellene skiller seg i hovedsak fra CAPM i måten de definerer risiko. Mens CAPM definerer risiko som aksjens sensitivitet

relativt til aksjemarkedet, vil trefaktormodellen til Fama-French definere risiko som aksjens sensitivitet til tre porteføljer, inklusive aksjemarkedet (Koller et al., 2010:238-239). Titman og Martin (2008:136) beskriver en modell som skiller seg markant fra de hittil nevnte modellene. Denne innebærer å estimere forventet utbytte fremover, og deretter kalkulere den interne avkastningen som medfører at nåverdien til utbyttene tilsvarer aksjeprisen. Denne interne avkastningen er den impliserte kostnaden til egenkapitalen (Titman og Martin, 2008:136).

Koller et al. (2010:238) forklarer at på tross av kritikk er CAPM den beste modellen for å estimere kostnaden til egenkapitalen, forutsatt at formålet er å finne en kapitalkostnad for verdivurdering. Gjesdal og Johnsen (1999:23) påpeker at CAPM bør brukes med omhu for lite likvide børsselskaper og ikke-børsnoterte selskaper. Aker Solutions er et relativt likvid selskap, og jeg mener dermed det er mest naturlig å benytte kapitalverdimodellen for å finne avkastningskravet til egenkapitalen. Kapitalverdimodellen ser ut som følger:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f)$$

Hvor:

$E(R_i)$ = forventet avkastning på EK

$E(R_m)$ = forventet avkastning i markedet

r_f = risikofri rente

$E(R_m) - r_f$ = markedets risikopremie

β_i = sensitivitet relativt til markedet

Teorien bak CAPM innebærer en rekke antagelser vedrørende en likevekt for forventet avkastning på risikofylte eiendeler (Bodie, Kane og Marcus, 2011:308). Man forutsetter at en investor fordeler sine investeringer i et aksjefond (markedsporteføljen) med forventet avkastning ($E(R_m) - r_f$), og en risikofri plassering med avkastning r_f (Boye og Koekebakker, 2006:246; Gjesdal og Johnsen, 1999:20). Fordi man antar at investor er risikoavers, vil investor kompenseres for markedsporteføljens avkastningsrisiko med en risikopremie vi kaller markedspremien. For bedrifter med representativ risiko, det vil si en risiko som tilsvarer markedsporteføljens, vil avkastningen på markedsporteføljen, representert i ligningen under, være det riktige avkastningskravet (Gjesdal og Johnsen, 1999:20):

$$E(R_M) = r_f + (E(R_M) - r_f)$$

Fordi det ikke er vanlig at bedrifter har representativ markedsrisiko, er det normalt å skalere risikotillegget opp eller ned med investeringens betarisiko, β_i (Gjesdal og Johnsen, 1999:20).

Dette gir oss kapitalverdimodellen beskrevet innledningsvis. Beta er et mål på aksjens markedsrelaterte risiko (Boye og Koekebakker, 2006:247). Dersom aksjen har representativ markedsrisiko, innebærer dette at selskapets aksjekurs beveger seg likt markedsporteføljen til en hver tid. Boye og Meyer (2008:98) forklarer at en del av kursutslagene, og dermed også avkastningen, for børsnoterte aksjer kan forklares av endringer i aksjeindeksen. Dette er fordi en rekke forhold som økonomisk politikk, konjunkturutsikter og inflasjonsutsikter m.fl. påvirker avkastningen for samtlige aksjer i en bestemt retning. Likevel vil aksjer i perioder oppleve positiv avkastning selv om makroøkonomiske forhold tilsier at avkastningen burde vært negativ og omvent. Dette skyldes at et selskap har bedriftsspesifikke egenskaper som gjør at avkastningen ikke alltid utvikler seg likt som markedets. Mens noen bedrifter reagerer sterkt på generelle endringer, reagerer andre svakere (Boye og Dahl, 1997:5).

Vi kan definere beta slik:

$$\beta = \frac{\rho(R_i, R_m) \times \sigma(R_i)}{\sigma(R_m)} = \frac{\rho(R_i, R_m) \times \sigma(R_i) \times \sigma(R_m)}{\sigma(R_m) \times \sigma(R_m)} = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Hvor:

$\sigma(R_i)$ = Standardavviket til avkastningen i aksje i

$\sigma(R_m)$ = Standardavviket til avkastningen til markedet

$\rho(R_i, R_m)$ = Korrelasjonskoeffisienten mellom avkastningen til aksjen og til markedet

$\text{Cov}(R_i, R_m)$ = Kovariansen mellom aksjens og markedets avkastning

$\text{Var}(R_m)$ = Variansen til markedets avkastning

Boye og Meyer (2008:98) forklarer at i gjennomsnitt vil beta være lik 1 for børsnoterte selskaper, og den enkelte bedrifts beta ligger som regel mellom 0,5 og 2. Dersom beta er større enn 1, innebærer dette at avkastningen til aksjen er mer variabel enn avkastningen til børsnoterte aksjer totalt sett. En beta lavere enn 1 innebærer at aksjens avkastning varierer mindre enn avkastningen for en gjennomsnittsaksje. Boye og Koekebakker (2006:246) forklarer at det er rimelig å anta at når den markedsrelaterte risikoen for en aksje overstiger markedets risiko (beta > 1), må kravet til risikokompensasjon være større enn kompensasjonen markedet totalt sett gir. Likeså må kompensasjonen være mindre når beta er mindre enn 1.

4 Strategisk analyse

I dette kapitlet vil jeg foreta en strategisk analyse av Aker Solutions og leverandørindustrien. På bakgrunn av dette kan jeg identifisere hvilke faktorer ved bransjen og selve selskapet som bidrar til å skape verdier i form av økt lønnsomhet og vekst. Analysen vil i stor grad ta utgangspunkt i selskapets viktigste strategiske områder, som er vekst og utvikling:

Vekst

Selskapet planlegger å øke inntektene med 9 – 15 % hvert år i perioden frem til 2015. En solid finansiell plattform skal sikre organisk vekst gjennom økt teknologisk investering og produksjonskapasitet, samt vekst gjennom oppkjøp og fusjoner. Spesielt i regionene Midt-Østen og Nord-Afrika er oppkjøp viktig for å styrke posisjonen i fremtidig viktige områder.

Utvikling

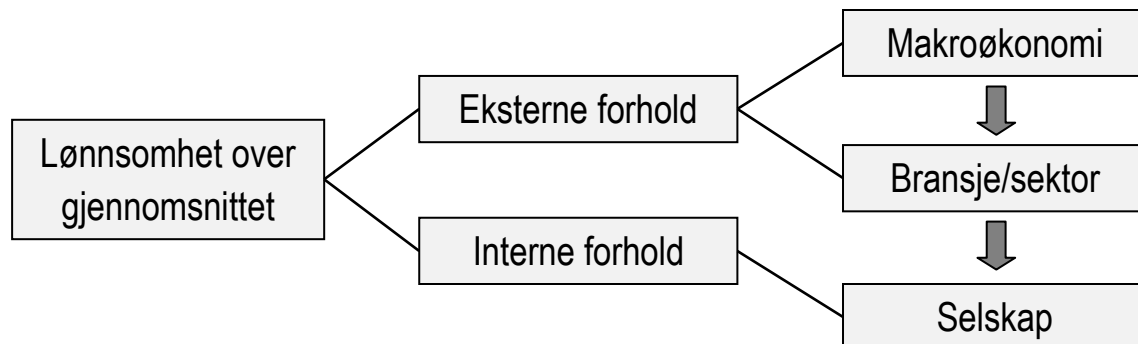
Selskapet peker ut fire viktige strategiske områder som trenger utvikling i 2012 og fremover:

- Kvalitet på prestasjoner: Dette er et moment som vil få spesiell fokus fremover som en reaksjon på finansielle tap og tap av tillitt hos kunder i spesifikke regioner og prosjekter. I tillegg til å forsterke risikostyring og kontrollprosedyrer, vil det bli større fokus på de kulturelle aspektene ved prestasjoner og kvalitet.
- Kundefokus og posisjonering i markedet: For å utvikle markedsposisjonering og kunderelasjoner vil selskapet fortsette med utrulling av regional styringsstruktur. Den globale tilnærmingen til nøkkelkunder vil bli ytterligere utvidet. I tillegg vil selskapet benytte vekst i form av fusjoner, investeringer og oppkjøp for å styrke markedsposisjoner.
- Teknologisk utvikling
- Mennesker: Menneskedimensjonen er sentral i et hvert kunnskapsdrevet selskap, og selskapet vil fortsette å investere i utviklingen av individer og team for å beholde sin posisjon som en foretrukket arbeidsgiver.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Rammeverket for analysen er en "top-down" analyse. Metoden innebærer å begynne ovenfra og bevege seg nedover i prosessen med å finne verdidrivere. Det vil si de forhold som

påvirker bedriftens evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden og evnen til å øke verdien av selskapets eiendeler. Første steg er å analysere det makroøkonomiske klimaet, deretter bransjen selskapet opererer i og avslutningsvis analyserer man selskapsspesifikke forhold (Thoresen, 2011:39).



Figur 8: Top-down analyse

I den eksterne analysen vil jeg gjennomføre en PESTEL-analyse, samt anvende Porter's Five Forces for å få innblikk i konkurranseintensiteten i leverandørindustrien. I den interne analysen vil jeg benytte en ressursorientert analyse, VRIN, for å lokalisere hvilke interne egenskaper selskapet er i besittelse av som kan medføre et konkurransefortrinn.

4.2 Ekstern analyse

4.2.1 PESTEL

PESTEL-analysen kategoriserer makroøkonomiske forhold i seks hovedkategorier: politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og lovmessige forhold. Dermed gir PESTEL en omfattende oversikt over forhold som påvirker suksess eller fiasko for spesifikke strategier (Johnson, Scholes og Whittington, 2011:50). Analysens fokus innebærer å identifisere de spesifikke forhold som driver verdien i bransjen og selskapet på lang sikt.

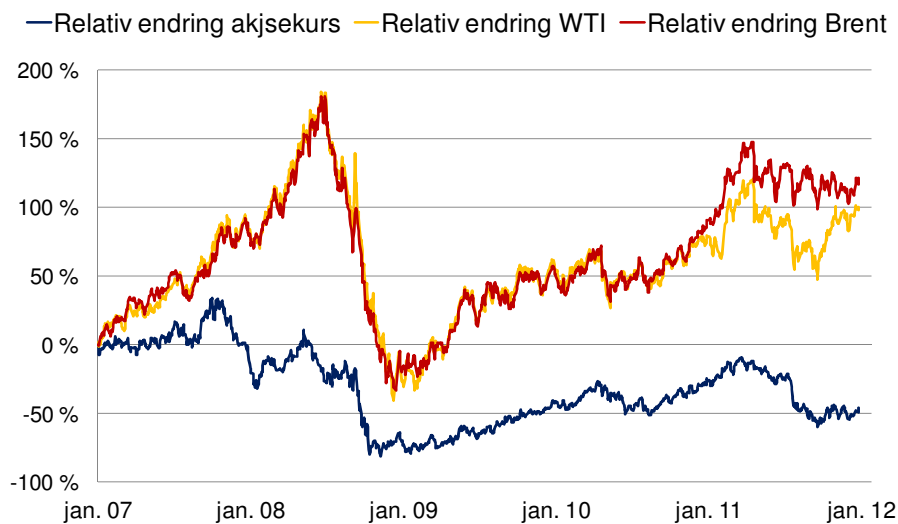
4.2.1.1 Politiske faktorer

Mange bedrifter i leverandørindustrien er internasjonale bedrifter. De opererer på tvers av flere land, og ofte kommer store deler av inntektene fra andre områder enn selskapets hjemland. Aker Solutions har blant annet over halvparten av inntektene fra områder utenfor Norge (Vedlegg 4). Drift på tvers av landegrenser medfører at politiske faktorer i stor grad påvirker bransjen. Eksempelvis er det mange statlige myndigheter som favoriserer eller krever tildeling av kontrakter til lokale eller lokaleide entreprenører. Ofte krever de at utenlandske kontraktører ansetter mennesker eller kjøper utstyr fra en bestemt jurisdiksjon. I mange land

er også krig, terrorhandlinger og politisk uro en realitet. Handelsforbud, import-eksport kvoter og handelsbarrierer kan også skape problemer for driften [22].

4.2.1.2 Økonomiske faktorer

Leverandørindustrien er i stor grad påvirket av økonomiske faktorer. I denne sammenheng er spesielt prisene på olje og gass viktige faktorer, men også valutaendringer er sentrale fordi industrien er internasjonalisert. Jeg vil gå nærmere inn på olje- og gassprisene fordi disse påvirker oljeselskapenes prioriteringer for, og valg mellom, nye utbygginger, oppgraderinger av eksisterende anlegg og forpliktelser til økt utvinning fra produserende felt. Dermed påvirker de også leverandørindustriens aktiviteter (AKSO årsrapport, 2011). Inkpen og Moffett (2011:155) forklarer at leverandørindustriens resultater, investeringsnivå og sysselsettingsnivå svinger i forhold til priser på råolje og aktiviteter i den globale industrien fordi bransjen er prosjektspesifikk. Leverandørindustrien er også mer sensitiv for opp- og nedturer i global oljeaktivitet enn oljeselskapene selv fordi oljeselskapene har reserver på bok og kan innta et mer langsiktig perspektiv (Inkpen og Moffett, 2011:155). Figur 9 nedenfor viser at det er likheter i hvordan aksjeprisen til Aker Solutions har fluktuert i forhold til prisene på to typer råolje, WTI og Brent, de siste fem årene [23].

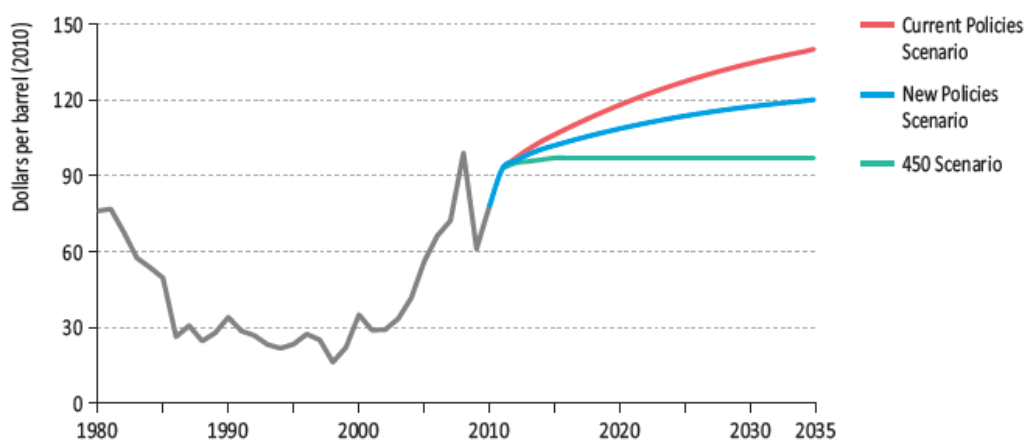


Figur 9: Prosentvis endring aksjekurs kontra oljepriser

Prisene på olje og gass har historisk sett vært volatile og vil sannsynligvis fortsette å fluktuere. Prisene svinger mye som et resultat av eksempelvis små endringer i tilgang til og etterspørsel etter olje og gass og usikkerhet i markedet. En varig reduksjon i olje- og gassprisene vil umiddelbart svekke aktivitetsnivået for leting, utvinning og produksjon. Forventninger om en langsiktig reduksjon i olje- og gasspriser kan redusere eller føre til

utsettelse av investeringer [22]. Vedlegg 5 viser hvordan spotprisene på råolje og naturgass har utartet seg i løpet av 2000-tallet. Prisen på råoljene Brent og WTI hadde en oppadstigende trend fram til et drastisk fall under finanskrisen. I dag nærmer de seg nivået før finanskrisen [23]. Prisene på gass har derimot fluktuert voldsomt, og på sitt høyeste var prisen på 12 – 13 USD per MMBTU. På sitt laveste var prisen nesten nede i 2 USD per MMBTU [24]. International Energy Agency (2011:61) forventer at oljeprisene sannsynligvis vil vokse stabilt fram til 2035 fordi økende global etterspørsel krever stadig mer kostbare kilder til olje (se Figur 10). Oljeprisene er likevel sterkt avhengig av politisk vilje til å endre strukturen i etterspørselen, og sterk politisk innblanding kan føre til oljepriser på relativt likt nivå som dagens. Prisene på naturgass vil i stor grad avhenge av prisene på olje (International Energy Agency, 2011:61-63).

Figure 1.1 • Average IEA crude oil import price



Figur 10: Prognose fremtidige oljepriser

4.2.1.3 Sosiale faktorer

En viktig sosial faktor for bransjen er utdanningsmønster. Industrien er kompetansetung og det er allerede mangel på ingeniører. I fremtiden vil tilgang på høyt utdannet arbeidskraft bli enda viktigere. Økt befolkning vil også medføre økt etterspørsel etter olje- og gass som vil drive aktivitetsnivået i olje- og gassindustrien oppover. På lengre sikt vil holdninger til bruk av ikke-fornybare ressurser påvirke etterspørsel etter olje og gass i negativ retning.

4.2.1.4 Teknologiske faktorer

Markedet for de tjenester og produkter leverandørindustrien leverer, karakteriseres av kontinuerlig teknologisk utvikling for å kunne tilby bedre og mer pålitelige produkter og tjenester. Olje- og gassindustrien utvinner olje- og gassreserver under stadig vanskelige

forhold, eksempelvis på svært dypt vann, områder med høyt trykk og høye temperaturer og i Arktis. Derfor er det svært viktig at bedriftene kan designe, utvikle og produsere kommersielt konkurransedyktige produkter og implementere konkurransedyktige tjenester for å henge med på utviklingen. Bedriftenes evne til å holde sine teknologier, utstyr og arbeidsprosesser oppdatert, påvirker deres konkurransedyktighet i stor grad [22].

4.2.1.5 Miljømessige og lovmessige faktorer

Leverandørindustrien er underlagt en rekke miljømessige lover og forskrifter. Disse blir stadig strengere og sanksjonene er svært alvorlige. Blant annet kan manglende overhold føre til administrative, sivile og strafferettslige sanksjoner, opphevelse av tillatelser til å drive virksomhet og ordre om korrigerende tiltak, inkludert ordre om å undersøke eller rydde opp forurensing. I tillegg kan miljømessige krav påvirke etterspørselen etter de tjenester og produkter bransjen tilbyr. Eksempelvis kan leting etter og produksjon av olje- og gass avta som er resultat av nye, miljømessige krav. I nyere tid er klimarelatert lovgivning relatert til utslipp av klimagasser spesielt aktuelt. Både fremtidige og eksisterende tiltak, i tillegg til insentiver til å spare energi eller bruke alternative energikilder kan påvirke global etterspørsel etter olje og gass, og dermed aktiviteten i olje- og gassindustrien [22].

4.2.2 Porter's Five Forces

Porter (1980:30) forklarer at konkurranseintensiteten i en industri avgjør i hvilken grad avkastningen tvinges mot nivået i et fritt marked. Industriens underliggende økonomiske og teknologiske karakteristika avgjør styrken til fem grunnleggende krefter som påvirker intensiteten på konkurransen. Disse kreftene er trusselen fra nye inntrengere, rivalisering blant eksisterende aktører, forhandlingsmakten til kunder, forhandlingsmakten til leverandører og trusselen fra substitutter (Porter, 1980:30). Å forstå de underliggende kreftene gir innsikt i bransjens nåværende lønnsomhet samtidig som det gir et rammeverk for å forutse og påvirke konkurranse og lønnsomhet over tid (Porter, 2008:26).

4.2.2.1 Trusler fra potensielle inntrengere

Som forkart i avsnitt 4.2.1.2, er det en sterk sammenheng mellom global aktivitet i olje- og gassindustrien og prisene på olje. I de senere årene har høy oljepris, økt leteaktivitet og utbyggig av nye felter ført til sterk vekst i aktiviteter innen olje og offshore. I tillegg er det mange modne felt som trenger modifikasjoner [25]. Det er ingen grunn til at aktiviteten vil reduseres vesentlig, med mindre det kommer et alvorlig økonomisk tilbakeslag [26]. Dermed

synes vekstmuligheten for bransjen å være sterk de kommende årene. Økt vekst i markedet kan betjenes enten ved nyetableringer eller organisk vekst. Dermed kan det tenkes at den økte aktiviteten vil medføre flere nyetableringer både fordi bransjen blir mer attraktiv, og fordi det finnes ledig kapasitet.

Det som virker negativt inn på antall nyetablerte i bransjen, er blant annet at oppstart i store delen av leverandørindustrien krever mye kapital. Dette innebærer at mange aktører ikke stiller kapitalsterke nok. På toppen av dette har bankene strammet inn sin praksis på lån til næringslivet og sannsynligvis vil det bli enda strammere fremover [27]. Leverandørindustrien er også en kompetansetung næring. Mange av de nye funnene er små, og dette krever nye, kreative løsninger [28]. Dette krever høykompetente ansatte, spesielt ingeniører. I Norge er det mangel på ingeniører, og mange må importere arbeidskraft [29]. Mangel på arbeidskraft kan bidra til å heve inntrengingsbarrieren. Informasjonen ovenfor resulterer i den konklusjonen at trusler fra inntrengere er moderate.

4.2.2.2 Forhandlingsmakt kunder

I 2011 kom 60 % av Aker Solutions inntekter fra oljeselskaper (AKSO årsrapport, 2011). Markedskonsentrasjonen på den norske kontinentalsokkelen (NKT) er relativt høy blant oljeselskapene, og industrien domineres av noen få store aktører. På global basis kontrollerer ti selskap 68 % av beviste oljereserver [30]. Det er ikke unormalt at leverandørene er avhengig av et lite antall store klienter [22]. Osmundsen (2007:66) forklarer at makten ligger i operatørskap fordi operatøren, enten direkte eller på vegne av lisensen, leier inn rigger og setter ut utbyggingsjobber samt drifts- og vedlikeholdsjobber. Konsulentleder i Inventura mener at oljeselskaper som eksempelvis Statoil og ConocoPhillips presser leverandørprisene ned med rå makt. Han forklarer hvordan aktører i leverandørindustrien underbyr hverandre i kampen om kontraktene, samtidig som kapasitetsproblemer gjør at de overbyr hverandre i kampen om ansatte. Dette medfører lavere marginer [25]. Høy markedskonsentrasjon og intens priskonkurranse (se avsnitt 4.2.2.5) fører til den konklusjonen at kundene har høy forhandlingsmakt.

4.2.2.3 Forhandlingsmakt leverandører

Nivået under hovedkontraktør kalles ofte systemleverandør. Ofte kan en bedrift være hovedkontraktør i noen segmenter og systemleverandør i andre segmenter. Videre kjøper systemleverandører inn enkeltkomponenter fra sine underleverandører, og ofte kan flere

hundre bedrifter inngå i forsyningskjeden. Eksempelvis har FMC Kongsberg og National Oilwell Varco over 1000 underleverandører. For å senke kostnader, utnytte spisskompetanse og øke egen kapasitet er også forsyningskjeden blitt mer internasjonal (Meld. St. 28 (2010 - 2011):31-32). Inkpen og Moffett (2011:199) forklarer at det er vanlig at kontraktørens leverandører forsøker å bevege seg opp i verdikjeden for å oppnå større andel av overskuddet. At det er en viss grad av forsøk på penetrering oppover i verdikjeden, bidrar til å øke systemleverandørens forhandlingsmakt ovenfor hovedkontraktører. Likevel er underleverandørene ofte små i størrelse og selv om mange av leverandørene baserer seg på spisskompetanse, fins det svært mange av dem. Den økte internasjonalisering medfører også at antall aktører å velge mellom øker enda mer, og mange av aktørene befinner seg i lavkostnadsland, noe som ytterligere øker konkurransen blant underleverandørene. Ergo er konklusjonen at leverandørens forhandlingsmakt er lav.

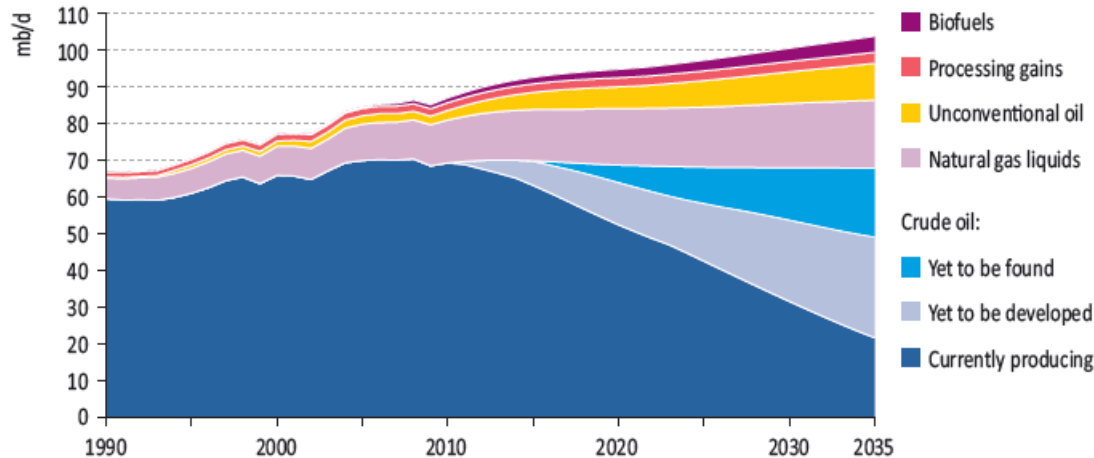
4.2.2.4 Trusler fra substitutter

I denne sammenhengen vil jeg ikke anse substitutter som alternativer til de tjenester og produkter leverandørindustrien leverer, men substitutter til olje og gass. Olje og gass brukes i hovedsak til to formål: som energikilde og som råstoff til petrokjemisk industri [31]. Alternative kilder til energi innebærer kull, kjernekraft og fornybar energi som sol, vann, vind og biomasse [32]. Siden bare 4 % av verdens samlede produksjon av olje og gass går til petrokjemisk industri, er den største trusselen alternative energikilder [33]. På grunn av økende inntekt og befolkning, vil global etterspørsel etter energi øke med 1/3 i perioden 2010 til 2035. Av denne veksten vil Kina og India stå for omtrent 50 % [34]. En annen viktig energikilde er kull og fordi det er en billig og lett tilgjengelig form for energi, vil de land som har tilgang på kull ikke lett gi slipp på denne ressursen. Fremtidig etterspørsel etter kull avhenger av den statlige energi- og miljøpolitikk i land som Kina og India, spesielt i forhold til bedre miljømessige forhold i form av innfangning og lagring av CO₂ (International Energy Agency, 2011:354-355).

En annen alternativ energikilde er kjernekraft, og hendelsen i Fukushima har bidratt til økt usikkerhet rundt fremtidig vekst [35]. Sannsynligvis vil etterspørselen etter fornybar energi og fossilt brennstoff øke mer enn etterspørselen etter kjernekraft. I perioden fram til 2035 forventes det at den økte etterspørselen etter energi vil bestå av 2/3 naturgass og fornybar energi [34]. Naturgass frigir langt mindre CO₂ enn kull og olje og vi vil dermed oppleve en vridning mot slike energikilder i den vestlige verden. Pris vil fortsatt være et langt viktigere

moment for mange andre land. International Energy Agency (2011:155) spår at gass er det eneste fossile brenselet som kommer til å vokse på verdensmarkedet i samtlige scenario fram til 2035. Produksjon av olje er fallende og vil fortsette å falle i tiden fremover, men denne nedgangen vil mer enn utlignes av en økning i produksjon av gass (International Energy Agency, 2011:123):

Figure 3.16 • World liquids supply by type in the New Policies Scenario



Figur 11: Prognose av fremtidig tilbud av petroleumsprodukter

Økende etterspørsel etter energi på globalt nivå, samt en forventet økning i gassproduksjonen, innebærer at trusselen fra substitutter som kjernekraft, fornybar energi og kull ikke utgjør en nevneverdig trussel på bransjen totalt sett, og trusselen anses som lav.

4.2.2.5 Rivalisering blant eksisterende aktører

I følge Aker Solutions selv, opptrer de i en industri med svært høy konkurranse. Nivået av konkurranse varierer på tvers av industrisegment, geografiske markeder, prosjekttyper og konkurrentenes tilgjengelighet og evner [22]. Det er flere forhold som gjør at konkurransen er høy. Leverandørindustrien i Norge preges av et stort antall aktører som kan levere varer og tjenester innenfor de fleste ledd i verdikjeden (NOU 2005:04, 2005:71-72). Næringen består av mange store, mellomstore og små selskaper, og det er stor dynamikk i industrien. Dette innebærer at bedrifter posisjonerer seg gjennom interne reorganiseringer, sammenslåinger og oppkjøp. Spesielt innen utbygging og feltutvikling har det skjedd en konsolidering i leverandørindustrien, mye for å kunne stille opp mot store, internasjonale konkurrenter (Meld. St. 28 (2010 - 2011):31-32).

Leverandørindustrien blir stadig utfordret i internasjonal konkurranse, og dette fører til intens priskonkurranse. De fleste kontrakter Aker Solutions oppnår er gjennom anbuds konkurranse. Selv om kvalitet på tjenester, teknologiske evner, omdømme og erfaring tas i betraktning når klienten tar beslutningen, vil pris være en avgjørende faktor i fleste kontraktstildelinger. Norske bedrifter kan også oppleve økt priskonkurranse fra aktører lokalisert i land med lavere produksjons- og lønnskostnader enn norske aktører [22]. Et eksempel på dette er den store prisforskjellen mellom Aker Solutions og sørkoreanske Hyundai Heavy Industries tilbud til Enis flytende enhet på Goliat-feltet [36]. Skifte av leverandør fører også til ekstremt høye byttekostnader for oljeselskapene, noe som gjør det svært viktig for leverandørene å oppnå den aktuelle kontrakten. I tillegg øker utgangsbarrieren for aktørene som følge av at mye kapital er bundet opp i varige driftsmidler, noe som også øker rivaliseringen.

4.2.2.6 Oppsummering Porter's Five Forces

Tabellen nedenfor gir en mer komplett oversikt over i hvilken grad de fem kreftene virker inn på industrien. Lav forhandlingsmakt fra leverandører og lav trussel fra substitutter bidrar til å gjøre leverandørindustrien til en attraktiv bransje. Høy forhandlingsmakt hos kunder og sterk rivalisering blant eksisterende aktører bidrar derimot til å senke lønnsomheten i industrien.

Tabell 4: Oppsummering Porter's Five Forces

	Lav	Moderat	Høy
Trusler fra potensielle inntrengere		X	
Forhandlingsmakt kunder			X
Forhandlingsmakt leverandører	X		
Trusler fra substitutter	X		
Rivalisering blant eksisterende aktører			X

4.3 Intern analyse – VRIN

Hitt, Ireland og Hoskisson (2009:16) definerer ressurser som input i produksjonsprosessen til et selskap, eksempelvis kapital, evner og kapabiliteter hos ansatte, patenter, finansielle midler, talentfulle ledere osv. De deler ressurser inn i to hovedgrupper. Først og fremst materielle ressurser, som er ressurser som kan kvantifiseres. I tillegg finnes det immaterielle ressurser, og disse er rotfestet dypt i bedriftens historie og akkumuleres over tid. Immaterielle ressurser er vanskeligere for konkurrenter å analysere og imitere. Materielle og immaterielle ressurser kan videre splittes opp i underkategorier (Hitt et al., 2009:77):

Materielle ressurser:

- Fysiske ressurser
- Finansielle ressurser
- Organisatoriske ressurser
- Teknologiske ressurser

Immaterielle ressurser:

- Menneskelige ressurser
- Innovasjon
- Omdømme

Ressurser som integreres og utnyttes for å oppnå en eller flere spesifikke oppgaver kalles kapabiliteter. Dersom disse kapabilitetene oppfyller en rekke viktige krav er de ansett som kjernekompetanse. Kjernekompetanse er kilde til konkurransefortrinn ovenfor rivaler (Hitt et al., 2009:80-81). For å oppfylle kravene om å være kjernekompetanse, må kapabilitetene være verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare og de må ikke kunne erstattes (Hitt et al., 2009:82; Johnson et al., 2011:89-94). Dersom en ressurs oppfyller disse kravene, vil den være en kilde til strategisk fordel og føre til avkastning over gjennomsnittet (Hitt et al., 2009:84).

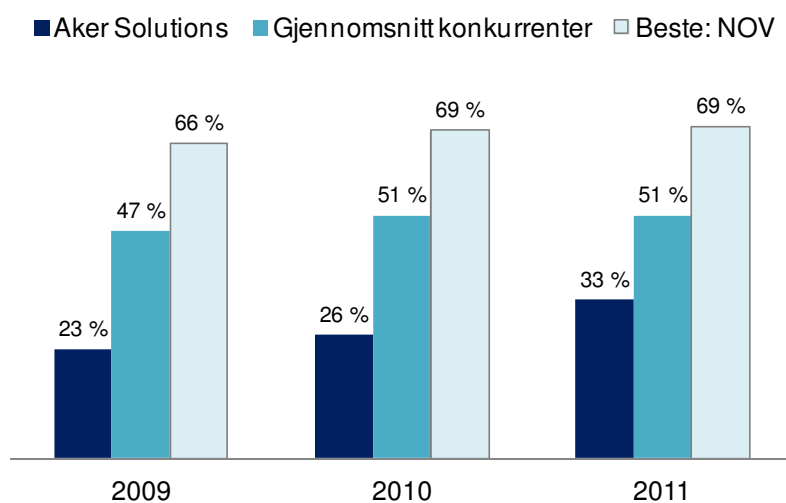
4.3.1 Materielle ressurser**4.3.1.1 Fysiske ressurser**

Selskapets fysiske ressurser er i hovedsak bygninger, tomter, fartøy, maskiner, utstyr, software og inventar. Noen av produksjonsanleggene er strategisk lokalisert for å imøtekomme lokale behov, blant annet umbilicals-anleggene i Moss og Alabama [37]. Selskapet eier også tre fartøy: Skandi Santos, Skandi Aker og Aker Wayfarer som opereres av enheten Aker Oilfield Services [38]. I 2010 vant Skandi Aker tittelen "Ship of the Year 2010". Fartøyet er det mest avanserte av sitt slag og er designet for å utføre stigerørbaserte tjenester for brønnintervensjon, undervannskonstruksjon og installasjonsaktiviteter ned til 3000 meters dyp. Tilsvarende fartøy er begrenset til omtrent 800 meters dyp [39]. Likevel oppfyller ikke Skandi Aker, eller noen av de andre fysiske eiendelene VRIN-kriteriene. Sannsynligvis ligger kilden til konkurransefordeler i evnen til å skape fartøyene og den teknologien som ligger bak.

4.3.1.2 Finansielle ressurser

Selskapet hevder selv de har en solid finansiell plattform som tillater dem å gjennomføre sine strategier (AKSO årsrapport, 2011). Spørsmålet er hvorvidt plattformen virkelig er så god, og om den eventuelt fører til strategiske fordeler. Umiddelbart kan det tenkes at Aker Solutions har lett for å skaffe ny kapital fordi selskapet har en trygget i sine relasjoner til Aker og Kjell

Inge Røkke. Sannsynligvis gjør dette det enklere å hente inn ny kapital dersom det er nødvendig. Likevel har selskapet en langt lavere egenkapitalandel enn sine konkurrenter:



Figur 12: Sammenligning egenkapitalprosent

Selskapet har også jevnt over lavere lønnsomhet enn sine konkurrenter, og dette kan svekke evnen til å skape egenkapital internt (se kapittel 5). Selskapet Fitch Ratings nedgraderte Aker Solutions kredittrating fra BBB- til BB+ i desember 2012 [40]. Uten å ha informasjon om selskapets nåværende lånekapasitet, kan dette i kombinasjon med allerede høy gjeldsandel indikere at selskapets lånekapasitet er dårligere enn konkurrentenes. Et positivt element er at en stor andel av de ansatte er innleid personell, hvilket gir selskapet en kostnadsfordel. Dette bidrar likevel ikke til en ressurs som kan sies å innfri VRIN-kravene.

4.3.1.3 Organisatoriske ressurser

Eierstruktur

Som nevnt innledningsvis er AKH selskapets største aksjonær. AKH eier 40,27 % av aksjene i Aker Solutions, hvorav Aker videre eier 70 % og staten 30 %. Staten forklarer at de ønsker å aktivt støtte utviklingen av nye forretningsområder så lenge det ikke er i konflikt med andre aksjonærers interesser [41]. Likevel kan dominerende aksjonærer få negative konsekvenser for minoritetseiere dersom de blir overkjørt. Spesielt kan det bli problematisk dersom det er nære bånd mellom ledelsen og hovedaksjonærer, slik det er mellom Aker og Aker Solutions. Eksempelvis ble det mye oppstyr i 2009 da det ble foretatt fem aksjetransaksjoner og en lånetransaksjon mellom Aker Solutions og Aker. Styremedlemmer og eiere ble ikke informert

og involvert i den grad man skulle forvente. Dette førte til at de andre eierne i AKH, samt styremedlemmer både i AKH og Aker Solutions, stilte spørsmål ved beslutningsprosessen [42]. Det kan tenkes at slike forhold medfører en likviditetspremie på aksjen (Gjesdal og Johnsen, 1999:36). Uavhengig av en eventuell likviditetspremie, medfører nok eierstrukturen større ulemper enn fordeler. Ergo medfører ikke eierstruktur strategiske konkurransefortrinn for selskapet.

Organisatorisk struktur

Aker Solutions har de siste årene gjennomført store interne endringer, blant annet oppkjøp og salg, navneendring, restrukturering, samt en fisjon. I 2011 ble selskapet reorganisert i ni forretningsområder for å skape en flatere organisasjon som tar sikte på å føre lederne nærmere driften og skape en mer direkte dialog (AKSO årsrapport, 2011). Dette var delvis et tiltak som følge av problemene de opplevde i Brasil høsten 2011 [43]. Totalt tapte selskapet 600 millioner i løpet av tre måneder på grunn av dårlig ledelse lokalt og sentralt. Det tok for lang tid før det ble signalisert at det var problemer, og en dyr opprydding måtte til for å få situasjonen under kontroll (AKSO årsrapport, 2011). Historisk sett har selskapet evnet å reagere mer proaktivt, eksempelvis jobbet de målrettet med å redusere kostnadsnivået før finanskrisen (AKSO årsrapport, 2009). Likevel er det lett for konkurrenter å imitere slike tiltak, og dermed ser det ikke ut til at selskapet besitter strategiske fordeler innen dette området.

4.3.1.4 Teknologiske ressurser

Teknologisk utvikling er et av Aker Solutions strategiske nøkkelområder, og planen er å investere mer for å henge med på fremtidig utvikling. Fordi olje i fremtiden vil bli vanskeligere å finne, hente ut og under vanskeligere forhold, etablerte selskapet i 2011 EOR (enhanced oil recovery) som et tema for hele organisasjonen. I tillegg har de spesiell fokus på teknologi for vanskelige omgivelser og dype farvann. Aker Solutions har også en rekke patenter, lisenser, tilvirkningsprosesser og andre egenutviklede teknologier. Dette er viktige faktorer for å utnytte markedsmuligheter i de ulike segmentene [22]. Mer spesifikt har selskapet patent på sin teknologi på umbilicals, det vil si styrekabler. Dette har blant annet medført at selskapet er ledende på verdensbasis i dette segmentet [37]. Aker Solutions designer og produserer styrekabler av stål tilpasset dypt vann og høyt trykk, og per januar 2011 hadde selskapet en global markedsandel på 28,2 % [44].

Selskapet fokuserer på de områder som vil bli viktige i fremtiden, samtidig som de allerede har en sterk posisjon på de aktuelle områdene. Selskapets posisjon styrkes ytterligere av at de utvikler egne teknologier, hvorav mange er tatt patent på, noe som vanskeliggjør imitering. Dermed er konklusjonen at selskapets posisjon i forhold til teknologiske ressurser oppfyller VRIN-kriteriene og at dette gir bedriften en strategisk fordel.

4.3.2 Immaterielle ressurser

4.3.2.1 Menneskelige ressurser og innovasjon

Humankapital og innovasjon

Mennesker og team fremheves som et strategisk nøkkelområde for selskapet. Selv påpeker de at menneskedimensjonen er kritisk i kunnskapsdrevende bedrifter og at dyktige og motiverte ansatte og ledere er en av deres viktigste suksessfaktorer. 71 % av selskapets ansatte er høyt utdannede ingeniører og administrativt personell, mens de resterende 29 % er fagarbeidere og operatører (AKSO årsrapport, 2011). Norge, India, Storbritannia og Malaysia er de største kildene til ingeniørressurser [45]. For å bevare sin posisjon som en foretrukket arbeidsgiver i viktige geografiske markeder, investerer selskapet vesentlige ressurser i utvikling av mennesker og team. Turnover lå i 2011 på 7,3 %, noe de selv sier er lavt i forhold til nåværende industritrender, og selskapet mottok totalt mer enn 100 000 jobbsøknader i 2011.

Hvert år gjennomfører Universum sin Professional Survey som viser hvordan arbeidsaktive i Norge oppfatter ulike organisasjoner som arbeidsgivere. Undersøkelsen i 2011 viser at blant ingeniører er Aker Solutions bare slått av Statoil. Blant økonomer har Aker Solutions en tredjeplass bak Statoil og DNB. Oversikten nedenfor viser rangeringen til Aker Solutions kontra sine konkurrenter i Norge [46]:

Tabell 5: Universum Professional Survey

Foretrukket arbeidsgiver - Ingeniører		Foretrukket arbeidsgiver - Økonomer	
Aker Solutions	2	Aker Solutions	3
FMC Technologies	13	Schlumberger	47
Subsea 7	23	FMC Technologies	56
Schlumberger	24	Subsea 7	65
National Oilwell Varco	30	National Oilwell Varco	78

Dette kan tyde på at Aker Solutions har evne til å tiltrekke seg svært dyktige ansatte, og lav turnover innebærer at de også klarer å holde disse dyktige medarbeiderne i organisasjonen. Fordi selskapet stiller så sterkt på hjemmebasis, hvor de har mesteparten av sine ingeniører, og fordi de ansatte åpenbart evner å skape kreative, kommersielle teknologier, er det grunn til å tro at selskapet har en strategisk fordel knyttet til menneskelige ressurser.

Ledelse

Ledelsen i selskapet består av en rekke kompetente ledere med lang erfaring. Selskapet fikk likevel i 2011 en del kritikk for at Øyvind Eriksen i lengre tid har fungert som både styreleder og fungerende toppsjef. Denne praksisen er ikke i tråd med anbefalingen for norske AS, men fordi selskapet er organisert som et konsern bryter de ingen lover [47]. Uavhengig av eventuelle misforhold som kan oppstå ved å ha Øyvind Eriksen i begge stillingene, er det ingenting som antyder at Aker Solutions ledelse er mer kompetent eller dyktig enn konkurrentenes. Ergo er det ikke strategiske fordeler knyttet til ledelsen.

4.3.2.2 Omdømme

To av selskapets strategisk viktige områder er kvalitet på prestasjoner samt kundefokus og posisjonering i markedet. For å bedre forståelsen for kundenes behov, tilbyr selskapet i motsetning til en del andre aktører tjenester for hele verdikjeden. Selskapet har store deler av sine inntekter fra et begrenset antall aktører og prosjekter. Dette gjør det viktig å beholde gode kunderelasjoner. Problemene i Brasil medførte at selskapets omdømme i området er preget. Fordi dette kan bli et strategisk viktig område i fremtiden, vil sannsynligvis strategisk fokus være å få tilbake tillitten hos kundene [43].

På hjemmebane er Aker Solutions i besittelse av noe så særegent som en form for merkevare. Selskapet bærer med seg "Aker"-betegnelsen, og kategoriseres dermed sammen med Aker-selskap i andre marine, men urelaterte bransjer, som for eksempel Aker Seafood, Aker BioMarine og Aker Philadelphia Shipyard. Dette medfører at selskapet knyttes opp til Kjell Inge Røkke og Aker. Spørsmålet er hvorvidt det skaper en strategisk fordel å ha denne tilknytningen. Sannsynligvis gir det ingen strategiske fortrinn fordi norske aktører allerede kjenner selskapet godt og fordi utenlandske aktører tvilsomt har stor innsikt i Aker og Kjell Inge Røkke. Relasjoner til kundene er nok langt viktigere, og disse oppfyller ikke VRIN-kravene. Dermed bidrar ikke omdømme til å gi selskapet en strategisk fordel.

4.4 Oppsummering strategisk analyse

Hill og Jones (2009:77) forklarer at konkurransefortrinn fører til overlegen profitt. I de overstående analysene har jeg identifisert en rekke faktorer som vil kunne utarte seg i lønnsomhet i årene fremover.

Leverandørindustrien har store muligheter til å øke sine marginer i tiden fremover dersom prisene på olje og gass holder seg som forventet. Inntil videre er det også tvilsomt at alternative energikilder tar over for olje og gass på grunn av industrialiseringen som skjer i eksempelvis Kina og India. Dette gjør det lite sannsynlig at selskapets aktiviteter blir overflødige med det første, og øker sannsynligheten for at leverandørindustrien vil vedvare som en lønnsom næring. Aker Solutions satser også på å posisjonere seg i de deler av verden hvor mange av de fremtidige oljeressursene fins. Med internasjonal erfaring bør selskapet være rustet til å takle de utfordringer internasjonale forhold kan medbringe.

Analysen av konkurranseforholdene i leverandørindustrien avslørte at dette er en krevende bransje fordi oljeselskapene har stor makt over sine leverandører og rivaliseringen blant eksisterende aktører er stor. Dette er med på å svekke lønnsomheten i bransjen. Fordi bransjen er så kapitaltung som den er, er det i hovedsak ledig kapasitet som motiverer nye aktører til å etablere seg. Samtidig har aktører i leverandørindustrien høy forhandlingsmakt ovenfor egne leverandører og trusler fra substitutter er små. Dette medvirker til å gjøre leverandørindustrien til en lønnsom bransje.

En av de viktigste egenskapene ved leverandørindustrien er at kontinuerlig teknologisk utvikling er et nødvendig krav. Den oljen som fins på kontinentet i dag vil bli stadig vanskeligere å utvinne, og dette krever teknologiske løsninger tilpasset spesielt vanskelige forhold. Aker Solutions satser sterkt på løsninger tilpasset vanskelig oljeutvinning, samtidig som de har en god strategisk posisjon på området. Selskapet er også anerkjent som en populær arbeidsgiver i Norge, noe som sannsynligvis vil sikre dem den nødvendige kompetansen for å kunne fortsette teknologisk nyvinning i fremtiden. Aker Solutions er også flink til å holde på sine ansatte, noe som er viktig for selskapet fordi ikke bare fremtidig kompetanse, men også den kompetansen de nåværende ansatte har, er et konkurransefortrinn for selskapet.

5 Regnskapsanalyse

5.1 Formål ved analysen

En analyse av regnskapet innebærer å systematisk undersøke regnskapsdata. Informasjonen som kommer frem gir viktig informasjon om selskapets nåværende økonomiske stilling, samt informasjon om hvordan historisk utvikling har vært (Baksaas og Hansen, 2010:194). Koller et al. (2010:108-109) forklarer at en grundig gjennomgang av fortiden gjør det mulig å dokumentere hvorvidt selskapet har generert verdi, økt sine inntekter samt hvordan selskapet presterer sammenlignet med sine konkurrenter. Det mest sentrale moment med analysen er likevel å vinne innsikt i fortiden slik at man danne et bedre grunnlag for å prognostisere selskapets fremtidige kontantstrømmer (Kinserdal, 2005:219; Koller et al., 2010:165).

Det er ikke alle som mener at historisk informasjon er relevant for verdsetting fordi *fremtidige* kontantstrømmer står i fokus. Gjesdal (2007:4-5) forklarer at historiske resultater reflekterer fundamentale faktorer relatert både til selskapet og til selskapets omgivelser, og disse vil ikke endres over natten. I tillegg forteller observert, historisk lønnsomhet mye om fremtidig lønnsomhet når man tar utgangspunkt i korte og mellomlange tidshorisonter, det vil si 6 – 10 år (Gjesdal, 2007:5). Ofte undervurderer analytikere de trender selskapet er inne i, og dermed bør man ta utgangspunkt i den inntjeningstrenden et selskap er inne i, og bare gjøre avvik fra denne når det foreligger konkret informasjon som sannsynliggjør dette (Gjesdal, 2007:5).

5.2 Rammeverk

Som rammeverk for oppgaven vil jeg benytte en fremgangsmåte som består av tre trinn (Hansen, Ottesen og Øyen, 2005:135; Hoff, Voldsund og Hansen, 2007:172):

1. Omgruppere regnskapstallene for analyseformål
2. Vurdere og eventuelt korrigere regnskapstall
3. Gjennomføre nøkkeltallsanalyser og sammenstillinger

Det første trinnet innebærer å omgruppere regnskapstallene slik at de er bedre egnet for det formål jeg har med analysen. For å kunne prognostisere fremtiden må man finne avkastning på investert kapital (ROIC) og fri kontantstrøm. Disse kan ikke kalkuleres direkte fra tradisjonelt resultatregnskap og balanse (Koller et al., 2010:133). ROIC og fri kontantstrøm er begge mål på bedriftens driftsmessige prestasjon, men regnskapet blander sammen elementer

relatert til drift, ikke-drift og kapitalstruktur. Dermed må man reorganisere regnskapet slik at vi separerer disse elementene. Etter omorganiseringen kan man finne investert kapital og NOPLAT, hvilket gjør det mulig å finne ROIC samt fri kontantstrøm (Koller et al., 2010:108).

Trinn to innebærer å korrigere og justere regnskapstall. Et viktig element ved analysen av regnskapsdata, er å komme bak tallene slik de er oppgitt i årsrapporten (Kinserdal, 2005:220). Dette innebærer at vi må gjennom to filtre for å finne den økonomiske virkeligheten. Først og fremst er regnskapene underlagt lovgivning som setter krav til regnskapet. Dette filtrert bidrar til å "forstyrre" den økonomiske virkeligheten, eksempelvis i form av forsiktighetsprinsippet. Det neste filtret er knyttet til ledelsens beslutninger. Spesielt viktig er det å ha i tankene at ikke alle foretak følger lovreglene eller god regnskapsskikk (Kinserdal, 2005:220).

Det siste trinnet innebærer å foreta nøkkeltallsanalyser og sammenstillinger. Nøkkeltallene danner grunnlaget for interne sammenligninger år til år, samtidig som de kan benyttes som sammenligningsgrunnlag for likemenn (Hoff et al., 2007:169). I analysen av regnskapet vil jeg berøre to områder: lønnsomhet og risiko. Før jeg går i gang med de tre trinnene vil jeg presentere de forutsetninger jeg legger til grunn for analysen, samt selskapets regnskapstall.

5.3 Forutsetninger

5.3.1 Fokus i analysen

I en analyse av regnskapet er det viktig å ta utgangspunkt i virksomhetens interessenter og hvilket informasjonsbehov disse har, fordi de ulike interessentene vektlegger ulike forhold knyttet til analysen (Hoff et al., 2007:169). I hovedsak er det eiere (nåværende og potensielle) og kreditorer som er hovedbrukere av regnskapet (Gjesdal, 2007:4). Formålet med analysen er å tilegne meg et informasjonsgrunnlag for verdsettelse. I hovedsak er det eiere og potensielle eiere som har nytte av å vite verdien til selskapet (Gjesdal, 2007:3). Ergo vil analysen ha et eierorientert fokus. Fordi regnskapet er utformet med hensyn til kreditorene, er det nødvendig å foreta en omgruppering av regnskapet slik det er forklart tidligere.

5.3.2 Analysenivå

Aker Solutions er formet som et konsern, noe som innebærer at hvert enkelt selskap må utarbeide sitt eget selskapsregnskap, inkludert morselskapet. Disse konsolideres til ett enkelt konsernregnskap (Hansen et al., 2005:127). Hensikten med å slå sammen de individuelle

regnskapene til et konsernregnskap, er å vise regnskapet for konsernfamilien som om den var en økonomisk enhet (Baksaas og Hansen, 2010:184; Kinserdal, 2005:92). Dette innebærer at interne fordringer, gjeld og transaksjoner blir eliminert (Dahl, 2004:80).

I analysen av selskapet må jeg ta stilling til om jeg skal analysere konsernet som en helhet, bare morselskapet eller om jeg skal analysere de ulike forretningsområdene hver for seg. Optimalt sett bør man analysere på laveste regnskapsnivå fordi ulike forretningsenheter ofte operer i segmenter med ulike økonomiske karakteristika, ulike utviklingsfaser og markeder med vidt forskjellig risiko (Dahl, 2004:80; Koller et al., 2010:304). Å verdivurdere hele selskapet med en enkelt kontantstrømprognose, kan føre til at man overser kritiske trender og dermed gir et galt bilde av selskapets verdi (Koller et al., 2010:304). Dahl (2004:79) beskriver at de konsoliderte tallene ofte kan være rene ”nonsens-tall”, og at de ikke lar seg sammenligne med andre virksomheter. En analyse av bare morselskapet kan også være problematisk fordi man mister verdifull informasjon som kan føre til en mangelfull verdivurdering. Dette gjelder spesielt for Aker Solutions hvor morselskapet ikke har ansatte (AKSO årsrapport, 2011).

Optimalt sett ønsker jeg å verdivurdere selskapet per forretningsenhet, men disse er slått sammen til tre rapporteringssegmenter. Å finne informasjon per forretningsområde vil bli svært komplisert, og lar seg ikke gjøre på grunn av den begrensede tiden og informasjonen jeg har til rådighet. Det har også vært gjennomført flere endringer i rapporteringen de siste årene, noe som gjør dette lite hensiktsmessig. Dette betyr ikke nødvendigvis at analysen blir feilaktig. De ulike forretningsområdene er sannsynligvis ikke så ulike som ved første øyekast fordi enhetene ikke er diversifisert på tvers av ulike bransjer. Dermed vil en analyse på konsernnivå føre til tilstrekkelig god informasjon for å gjennomføre analyser.

5.3.3 Analyseperiode

Den potensielle analyseperioden er syv år siden selskapet ble børsnotert i 2004. I denne perioden har det skjedd en rekke endringer i selskapet som gjør at det ikke har vært stabilt over tid. Selskapet har forsøkt å rendyrke sin virksomhet rettet mot utelukkende olje- og gass. I 2006 solgte de den delen av konsernet som leverte kraft- og automasjonssystemer og Pulping & Power-virksomheten, forretningsområder som ikke var relatert til olje- og gassvirksomhet. Ergo fremsto selskapet fram til 2007 som langt mer diversifisert enn selskapet er nå. Dette gjør at jeg ikke ønsker å analysere selskapet før 2007. Alle endringene i senere tid gjør at man kan argumentere at det lønner seg å velge en relativt kort tidsperiode. Likevel er det en del av

selskapets strategi å aktivt kjøpe og selge virksomheter, ergo vil atferden selskapet har hatt siden 2007 også representerer fremtidig atferd i selskapet. Det kan derimot gjøre det vanskelig å gjennomføre horisontale sammenligninger. De fem siste årene representerer likevel selskapet på en god måte. Blant annet fanger perioden opp både høy- og lavkonjunktur, hvilket innebærer at vi får se selskapet fra flere sider. Å korte ned tidsperioden til eksempelvis tre år, innebærer at vi mister dette perspektivet, samt at man mister informasjon om trender. Med bakgrunn i dette, velger jeg en analyseperiode på fem år, det vil si perioden 2007 – 2011.

5.3.4 Benchmark

Det siste valget jeg må foreta er relatert til hvilket benchmark jeg skal benytte. Jeg kan velge å sammenligne Aker Solutions med gjennomsnittlige bransjetall, hvor også Aker Solutions inngår i utvalget. Eventuelt kan jeg sammenligne med selskapets likemenn eller konkurrenter. Jeg velger å sammenligne med likemenn, og disse er de samme som blir nevnt i kapittel 2.

5.4 Presentasjon av konsernregnskapet

Nedenfor vil jeg presentere Aker Solutions resultatregnskap og balanse i perioden 2007 – 2011. Fullstendig resultatregnskap og balanse finnes i Vedlegg 6 – 7. Fordi jeg avslutter analysen året 2011, vil jeg ikke ta hensyn til kvartalsrapporter fra 2012.

I 2005 gikk Aker Solutions konsernet over fra GAAP til IFRS ved utarbeidelse av årsregnskapet (AKSO årsrapport, 2005). Ergo benytter selskapet IFRS i hele analyseperioden. Morselskapets regnskap er i samsvar med norsk lovgiving og norsk GAAP (AKSO årsrapport, 2011). Et viktig moment ved regnskapet er at det ofte omskrives påfølgende regnskapsår. Som konsekvens avviker regnskapet relativt mye for en og samme periode i de ulike rapportene. Eksempelvis når resultatelementer er omklassifisert som ikke videreførte poster. For å bedre sammenligningsgrunnlaget, velger jeg å rapportere både opprinnelig og omskrevet regnskap. Markeringer med stjerne (*) representerer informasjonen gitt i neste års årsrapport.

Selskapet har benyttet KPMG som revisor siden børsnotering i 2004. Siden selskapet ikke har byttet revisor siden børsnotering, kan dette indikere at selskapet er stabilt og at det ikke har vært uregelmessigheter ved finansiell rapportering. Jeg finner heller ingen uregelmessigheter i revisors beretning for noen av årene. Dette betyr at revisor konkluderer med at regnskapet er i samsvar med lover og regler og gir et riktig bilde av selskapets finansielle posisjon. Samtlige tall i regnskapet og i analysene er opplyst i millioner NOK for å gjøre materialet oversiktlig.

Tabell 6: Resultatregnskap 2007 – 2011

	2007	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
Driftsinntekter	57 957	58 252	54 077	49 856	46 267	33 365	36 474
Driftskostnader	(54 475)	(55 485)	(50 619)	(46 658)	(43 360)	(30 874)	(33 905)
Driftsresultat	3 482	2 767	3 458	3 198	2 907	2 491	2 569
Netto finansposter	56	(664)	(250)	(229)	(552)	(523)	(496)
Resultat før skattekostnad	3 538	2 103	3 208	2 969	2 355	1 968	2 073
Skattekostnad	(1 074)	(590)	(877)	(783)	(697)	(634)	(482)
Resultat fra videreført virksomhet	2 464	1 513	2 331	2 186	1 658	1 334	1 591
Nettoresultat fra aviklet virksomhet				145	352	676	3 663
Årsresultat	2 464	1 513	2 331	2 331	2 010	2 010	5 254
Majoritetens andel av årsresultatet	2 401	1 438	2 260	2 260	1 957	1 957	5 218
Minoritetens andel av årsresultatet	63	75	71	71	53	53	36

Resultatregnskapet viser at selskapet har gått med solide overskudd samtlige år. Vi ser også at årsresultatet falt betraktelig da finanskrisen inntraff i 2008. Samtidig er årsresultatet langt høyere for 2011 enn for de andre årene, noe som skyldes salget av P&C-virksomheten og fisjonen med Kværner. Dette førte også til at driftsinntekter og driftskostnader falt drastisk i 2010 og 2011.

Tabell 7: Balanse 2007 – 2011

	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Eiendeler</i>					
Anleggsmidler	8 650	13 150	16 082	15 886	15 914
Omløpsmidler	19 866	29 574	23 844	24 135	18 198
Sum eiendeler	28 516	42 724	39 926	40 021	34 112
<i>Egenkapital</i>					
Egenkapital henført majoriteten	7 099	8 450	8 976	10 165	11 148
Egenkapital henført minoriteten	168	156	147	189	169
Sum egenkapital	7 267	8 606	9 123	10 354	11 317
<i>Gjeld</i>					
Langsiktig gjeld	4 122	8 946	9 828	9 737	7 919
Kortsiktig gjeld	17 127	25 172	20 975	19 930	14 876
Sum gjeld	21 249	34 118	30 803	29 667	22 795
Sum gjeld og egenkapital	28 516	42 724	39 926	40 021	34 112

Balansen viser at selskapet har økt anleggsmidlene i analyseperioden, samtidig som omløpsmidlene er redusert. I tillegg har egenkapitalen økt. Selskapet har redusert sin kortsiktige gjeld, men de har samtidig økt langsiktig gjeld.

5.5 Steg i omgrupperingen av regnskapet

Gjesdal (2007:5) forklarer at omgruppering av regnskapet består av fire steg. Det må skilles mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler, rentebærende og ”rentefri” gjeld, normale og unormale poster, og man må håndtere brudd på kongruensprinsippet. Penman (2010:258-259) påpeker også at det er viktig å analysere egenkapitalen for å omgruppere avsatt utbytte.

5.5.1 Omgruppering av avsatt utbytte

I norske regnskap har det vært vanlig å klassifisere foreslått utbytte som kortsiktig gjeld. Dette er ikke logisk fra investors ståsted fordi en aksjeeier ikke kan være skyldig utbytte til seg selv. I tillegg gir ikke avsatt utbytte gjeldsfinansiering, og vil dermed være en del av egenkapitalen. Fordi Aker Solutions følger IFRS, er det ikke tillatt å avsette utbytte nettopp fordi det ikke tilfredsstillende definisjonen av gjeld (Gjesdal, 2007:9). Under IFRS vil foreslått utbytte inngå som en del av egenkapitalen fram til generalforsamlingen har vedtatt utbyttet. Først da vil egenkapitalen reduseres. Dermed er det ikke nødvendig å omklassifisere avsatt utbytte.

5.5.2 Kartlegging av brudd på kongruensprinsippet

Gjesdal (2007:13) forklarer at kongruensprinsippet innebærer at egenkapitalen bare skal endres via egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. Endringer i balanseposter som ikke skyldes transaksjoner med eierne, skal ha sin motpost i resultatet. Dersom slike endringer rapporteres som en del av egenkapitalen, kalles det ”dirty surplus” (Penman, 2010:262). I følge IFRS kan man ”parkere” visse tap og gevinster på aksjer og finansielle instrumenter midlertidig i egenkapitalen. Ideen bak dette er at det reduserer svingninger i resultatet og dermed reduserer motstand mot å regnskapsføre verdiendringer. Dirty surplus skaper likevel problemer ved lønnsomhetsmåling fordi rentabiliteten blir feil (Gjesdal, 2007:13-14).

Penman (2010:262) forklarer at for å lokalisere ”dirty surplus” kan man se i oppstillingen av totalresultatet. Her er årsresultatet, såkalt comprehensive income, separert fra andre resultatelementer. Totalt utgjør alle andre poster enn årsresultatet ”other comprehensive income” (Penman, 2010:264). Det finnes også skjult ”dirty surplus”, det vil si elementer vi ikke finner i årsregnskapet. Eksempelvis den differansen som oppstår når aksjeopsjoner tildelt

de ansatte innfris. I hovedsak kom Aker Solutions "dirty surplus" fra kontantstrømsikringer og omregningsdifferanser i perioden 2007 – 2011 (Vedlegg 8). I 2008 og 2009 var beløpene relativt store, og påvirker dermed i stor grad årsresultatet. Det er likevel slik at summen av disse beløpene over tid tenderer til å gå i null. Dette fordi slike poster er utsatt for "random walk", det vil si at det er umulig å predikere hvilken retning de har over tid. Selv om summen et år er betydelig, bør ikke slike poster inngå i NOPLAT og verdiberegningen.

5.5.3 Normale og unormale poster

Gjesdal (2007:14) forklarer at det tradisjonelt har vært vanlig å skille mellom ordinær og ekstraordinær inntjening. Mange fikk et litt for opportunistisk forhold til dette skillet, og dermed ble kostnader oftere ekstraordinære enn inntekter. For å løse problemet med misbruk, vedtok man strengere regler. Dette gjør det vanskelig å informere om forventet fremtidig utvikling, og derfor må man skille ut elementer som er varige fra de av midlertidig natur. Dette gjør det mulig å identifisere et normalt driftsresultat langt mer egnet til å prognostisere videre utvikling (Gjesdal, 2007:14). Penman (2010:394) forklarer at det er viktig å identifisere inntjening som muliggjør vekst. Eksempelvis kan ikke inntjening fra en kontrakt som er et engangstilfelle føre til vekst. Restrukturering og gevinster fra salg av eiendeler vil heller ikke skape fremtidig vekst. Jeg har registrert følgende unormale og ekstraordinære poster:

- Nedskrivninger på immaterielle eiendeler i perioden 2007 – 2011 og nedskrivninger på anleggsmidler i perioden 2008 – 2010, samt avskrivninger relatert til solgte anleggsmidler.
- "Andre inntekter" fra 2009 – 2011. I hovedsak er inntektene relatert til gevinster ved kjøp av andre bedrifter, samt salg av eiendom, og regnes dermed som unormale poster.
- Selskapet rapporterer nettoresultat fra avviklet virksomhet i perioden 2009 – 2011, og dette vil ikke innregnes i NOPLAT.
- Tapet i Brasil høsten 2011 på 600 millioner.
- Pensjonskostnadene inneholder innregnede aktuarmessige gevinster og tap, samt gevinst/tap ved avkorting og oppgjør. Disse vil heller ikke innregnes.

5.5.4 Driftsrelaterte og driftsfremmende eiendeler

Driftsfremmende eiendeler er ofte finansielle eiendeler. Disse må skilles fra de driftsrelaterte fordi disse verdsettes ved hjelp av andre metoder (Gjesdal, 2007:7). Jeg har sortert selskapets omløpsmidler og anleggsmidler på følgende måte:

Driftsrelaterte eiendeler:

Anleggsmidler:

Eiendom, anlegg og utstyr
Eiendeler ved utsatt skatt
Immaterielle eiendeler
Andre langsiktige operasjonelle eiendeler
Investeringer i tilknyttede selskap og felleskontrollert virksomhet
Investeringer i andre selskap

Omløpsmidler:

Eiendeler ved periodeskatt
Varebeholdning
Kundefordringer og andre fordringer
Eiendeler klassifisert som holdt for salg

Finansielle eiendeler:

Anleggsmidler:

Rentebærende, langsiktige fordringer
Pensjonsmidler

Omløpsmidler:

Rentebærende, kortsiktige fordringer
Kontanter og kontantekvivalenter
Derivater

Investeringer i tilknyttede selskap, felleskontrollert virksomhet og andre investeringer

Dette er langsiktige investeringer i aksjer i andre selskap. "Andre investeringer" innebærer at selskapet eier ordinære aksjer eller preferanseaksjer, men ikke har signifikant påvirkning.

Dette innebærer at selskapet har mindre enn 20 % av stemmeretten. Investeringer i tilknyttede selskap innebærer eierskap på mellom 20 og 50 % av aksjene. Felleskontrollert virksomhet betyr at Aker Solutions eier 50 % av aksjene, mens et annet selskap eier de resterende 50 %. I følge Penman (2010:294) likestilles slike langsiktige investeringer med det å investere i driften til andre selskaper, og dermed skal de klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler.

Rentebærende, langsiktige og kortsiktige fordringer

De langsiktige fordringene er i hovedsak lån til ansatte, assosierte selskap og lignende. Fordi fordringene er rentebærende og omhandler lån til andre enn kundene, er det mest naturlig å kategorisere dem som finansielle eiendeler. De kortsiktige fordringene består av finansielle eiendeler eid av datterselskapene, eksempelvis obligasjoner, sertifikater og aksjefond. Dette innebærer at også disse eiendelene regnes som finansielle eiendeler.

Pensjonsmidler

Både Gjesdal (2007:8) og Koller et al. (2010:146) mener pensjonsmidler skal klassifiseres som en finansiell eiendel fordi dette er mest hensiktsmessig. Dessverre er resultatet at det ikke blir samsvar mellom resultatregnskap og balanse fordi avkastningen kommer til fradrag i pensjonskostnadene og disse er en del av lønnskostnaden. Avkastningen på pensjonsmidlene må derfor klassifiseres som finansinntekt i resultatregnskapet (Gjesdal, 2007:8). I tillegg må rente på prosjekterte pensjonsforpliktelser omklassifiseres, fordi det å omklassifisere

pensjonsmidler implisitt innebærer at også pensjonsforpliktelser er av ikke-driftsrelatert art. Jeg finner bare informasjon om forventede inntekter og kostnader, ikke virkelig verdi, og vil dermed benytte disse. For å komplisere ting ytterligere er en viss andel av pensjonskostnadene satt av til avvirket drift, uten at mengden er spesifisert for hver enkelt post. Dermed er det nødvendig å spesifisere hvor mye som skal gå til videreført drift, VD (Vedlegg 9).

Kontanter og kontantekvivalenter

Sannsynligvis er en del av selskapets kontanter ikke nødvendig for drift og bør regnes som overskuddslikviditet. Koller et al. (2010:145) forklarer at undersøkelser viser at de selskapene med lavest kontantbeholdning hadde kontanter på 2 % av salgsinntekter. Penman (2010:298) benytter på sin side 0,5 % av salg som anslag for overskuddslikviditet i en av sine utregninger. I perioden 2007 til 2011 utgjorde selskapets kontanter og kontantekvivalenter mellom 3,57 % og 9,63 % av driftsinntektene. Problemet er at med mindre man kjenner bransjen godt, er det vanskelig å si hvor stor andel som er nødvendig kontantbeholdning (Penman, 2010:292-293). Fordi mange bedrifter får inn kontanter på daglig basis på kontoer med renter, mener jeg det er best å være på den sikre siden og regne kontanter og kontantekvivalenter som finansielle.

5.5.5 Driftsrelatert og finansiell gjeld

Gjesdal (2007:8) forklarer at gjeld kan deles inn i driftsrelatert og finansiell gjeld. Driftsrelatert gjeld er ofte ikke-rentebærende og regnes inn under investert kapital. Finansiell gjeld må skilles fra den som er driftsrelatert, slik at vi finner riktige verdier på investert kapital. Jeg har valgt å sortere driftsrelatert og finansiell gjeld på følgende måte:

Driftsrelatert gjeld:

Langsiktig gjeld:

- Forpliktelser ved utsatt skatt
- Andre langsiktige forpliktelser

Kortsiktig gjeld:

- Forpliktelser ved periodeskatt
- Leverandørgjeld og andre betalingsforpliktelser
- Avsetninger
- Forpliktelser klassifisert som holdt for salg

Finansiell gjeld:

Langsiktig gjeld:

- Pensjonsforpliktelser
- Rentebærende langsiktig gjeld

Kortsiktig gjeld:

- Rentebærende kortsiktig gjeld
- Derivater

Forpliktelser ved utsatt skatt og periodeskatt

Gjesdal (2007:9) beskriver at mange anser offentlig gjeld som rentefri gjeld. Selv konkluderer han med at offentlig gjeld er driftsrelatert gjeld, men hans bakgrunn for konklusjonen ligger i

at utsatt skatt fungerer mer som en justeringspost til andre eiendels- og gjeldsposter. Samme behandling er også gitt utsatt skattefordeler i kapitlet ovenfor.

Avsetninger

Avsetninger er i hovedsak relatert til garantier og avsetninger for tapskontrakter, og kategoriseres dermed som driftsrelaterte.

Andre langsiktige forpliktelser

Disse forpliktelsene består i hovedsak av utsatt inntekt samt utsatte og betingede vederlag. Selskapet har overtatt datterselskaper og ikke-kontrollerende interesser hvor endelig vederlag er utsatt og i en viss grad avhenger av fremtidig inntjening i de selskapene man har anskaffet. Dermed er dette snakk om driftsrelaterte forpliktelser.

5.6 Justering av målefeil

Kinserdal (2005:220) påpeker at det viktig å komme ”bak” regnskapstallene slik de er oppgitt i årsrapporten fordi flere kilder kan forstyrre den økonomiske virkeligheten. Blant annet kan bytte av regnskapsmetode føre til at virkelig verdi avviker fra rapportert verdi. Spillerommet som oppstår i forbindelse med god regnskapskikk kan føre til at man benytter andre metoder enn de som er ideelle. Av og til blander ledelsen seg målrettet inn i beslutningsprosessen for inntjening, eksempelvis for å tilfredsstille egoistiske mål. Dette kalles i følge Subramanyam og Wild (2009:108) ”earnings management”. Eksempelvis kan ledelsen forsøke å jevne ut inntektene, bevisst øke den inneværende periodens resultat eller ta et ”big bath”. Et ”big bath” innebærer eksempelvis å ta så mange avskrivninger som mulig i en periode hvor man allerede gjør det dårlig. Også nye ledere kan ta et ”big bath” for å øke resultatet året etter ansettelsen, slik at man fremstår som en bedre leder (Subramanyam og Wild, 2009:109). Når styringen av inntektene går så langt at man krysser grensen for hva som er lovlig og ikke, kalles dette kreativ bokføring. Ofte kan slike forstyrrelser være svært vanskelig å oppdage.

En tilstrekkelig grundig gjennomgang av de ulike målefeilene er utenfor rammene oppgaven spesifiserer, og vil ta for lang tid å gjennomføre. I tillegg tyder regelmessighetene i revisors beretning på at ingen alvorlige avvik eksisterer. Derfor har jeg bare tenkt å gå nærmere inn på såkalte off-balance-sheet items. Kreativ bruk av eksisterende regnskapsregler har i senere tid gjort det vanlig å holde visse eiendeler og den tilsvarende gjelden utenfor balansen. I stedet resultatfører man kostnader i resultatregnskapet (Koller et al., 2010:575).

5.6.1 Kapitalisering av FoU

I perioden 2007 – 2011 har Aker Solutions kostnadsført FoU-kostnader. Subramanyam og Wild (2009:238) forklarer hvordan slike kostnader gir fremtidige fordeler, og dermed burde klassifiseres som en eiendel. Aker Solutions forklarer i sine årsrapporter at de FoU-kostnader som ikke er kostnadsført, er de som ikke møtte kriteriene for kapitalisering. Beløpene varierer fra 157 millioner til 245 millioner. Disse beløpene er relativt lav i forhold til totale kostnader, dermed er de ikke relevante nok til at de bør kapitaliseres. Å kapitalisere FoU er vanskelig fordi verken fremtidig fordel eller økonomisk levetid kan måles pålitelig (Subramanyam og Wild, 2009:238). Ergo vil beregninger på så lave summer muligens føre til mer unøyaktighet.

5.6.2 Kapitalisering av operasjonelle leiekontrakter

En leiekontrakt er en kontraktmessig avtale mellom eier og leier av en eiendel. Kontrakten gir den som leier rett til å benytte eiendelen under kontraktens betingelser. I gjengjeld betaler leier en viss sum over en bestemt periode for å benytte eiendelen (Subramanyam og Wild, 2009:142). I regnskapet skilles det mellom finansielle leasinger, hvor eiendelen som leies ut rapporteres i balansen, og operasjonelle leiekontrakter, hvor leieutgiftene kostnadsføres. Det er strenge krav for å føre leiekontrakter som operasjonelle under IFRS. Blant annet må den føres som en finansiell leasing dersom: den som leier overtar eiendelen etter kontrakten er over, leier har en opsjon på å kjøpe eiendelen, kontrakten går over 75 % av eiendelens levetid eller nåverdien av leieutgiftene overstiger 90 % av eiendelens markedsverdi (Subramanyam og Wild, 2009:144). Problemet er at ofte konstrueres leiekontraktene slik at de regnes som operasjonelle, noe som kan føre til kunstig høy rentabilitet. For å korrigere for dette er det normalt å kapitalisere operasjonelle leiekontrakter. Dette innebærer å finne kontraktens underliggende verdi og føre denne i balansen, både som en eiendel og som en gjeldspost. I tillegg må man kartlegge avskrivninger og renteutgifter på den kapitaliserte leiekontrakten.

Aker Solutions har operasjonelle leiekontrakter for det meste på bygninger og fartøy. Spørsmålet er dermed om disse bør kapitaliseres. Selskapet skal betale 989 millioner i leieutgifter i 2012, 3 168 millioner i perioden 2012 – 2016 og 2 797 millioner i perioden 2017 og utover. Vi kan grovt regne på dette og fordelene de 3 168 millionene utover fire år til en sum av 792 hvert år. Dersom vi videre antar at selskapet betaler 792 hvert år i perioden 2017 og utover, innebærer dette at selskapet har betalt sine forpliktelser i 2020. Dette tilsvarer en periode på ni år. En rimelighetsvurdering at dette tallet sammenlignet med forventet levetid på bygninger og fartøy, tilsier at forventet levetid er relativt mye lengre enn perioden kontraktene

strekker seg over. Dette i seg skaper skepsis til hvorvidt det er rimelig å kapitalisere samtlige av selskapets operasjonelle leiekontrakter. Et annet moment er at det finnes lite informasjon om dem. Blant annet er det ikke oppgitt hvordan leiekostnadene fordeler seg i perioden 2012 – 2016. Dette innebærer at estimering av nåverdien kan bli en unøyaktig prosess. Dermed finner jeg det mest fornuftig å ikke kapitalisere de operasjonelle leiekontraktene, både for å unngå upålitelige estimater og for å unngå kapitaliseringer som ikke burde vært gjennomført.

5.7 Endelig omgruppering av regnskapet

5.7.1 Omgruppert balanse

Ved omgruppering av balansen fokuserer Koller et al. (2010:108) på å finne investert kapital. Investert kapital representerer investorkapitalen som kreves for å finansiere driften, uten å skille for hvordan kapitalen er finansiert. Fullstendig omgruppert balanse finnes i Vedlegg 10.

Tabell 8: Omgruppert balanse

	2007*	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
Driftsrelaterte omløpsmidler	14 334	22 166	19 846	19 846	19 930	19 930	15 816
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	16 149	22 216	20 450	20 450	18 971	18 971	14 000
Driftsrelatert arbeidskapital	-1 815	-50	-604	-604	959	959	1 816
Driftsrelaterte anleggsmidler	8 621	12 819	15 731	15 731	15 566	15 566	15 107
Driftsrelatert langsiktig gjeld	1 594	2 025	1 583	1 583	1 582	1 582	1 971
Netto anleggsmidler	7 027	10 794	14 148	14 148	13 984	13 984	13 136
Investert kapital	5 212	10 744	13 544	13 544	14 943	14 943	14 952
Finansielle anleggsmidler	29	331	351	351	320	320	807
Finansielle omløpsmidler	5 532	7 408	3 998	3 998	4 205	4 205	2 382
Finansielle eiendeler	5 561	7 739	4 349	4 349	4 525	4 525	3 189
Total investert kapital	10 773	18 483	17 893	17 893	19 468	19 468	18 141
Egenkapital	7 099	8 450	8 976	8 976	10 165	10 165	11 148
Minoritetsinteresser	168	156	147	147	189	189	169
Finansiell langsiktig gjeld	2 528	6 921	8 245	8 245	8 155	8 155	5 948
Finansiell kortsiktig gjeld	978	2 956	525	525	959	959	876
Finansiell gjeld	3 506	9 877	8 770	8 770	9 114	9 114	6 824
Total investert kapital	10 773	18 483	17 893	17 893	19 468	19 468	18 141

5.7.2 Omgruppert resultatregnskap

Ved omgruppering av resultatregnskapet vil fokus være å finne NOPLAT. NOPLAT representerer den totale driftsinntekten etter skatt som selskapets investerte kapital har

generert, og som er tilgjengelig til samtlige finansielle investorer (Koller et al., 2010:108). Før jeg kan ferdigstille resultatregnskapet må jeg beregne skattesatsen. Gjesdal (2007:13) forklarer at det er ønskelig å fordele skattekostnaden mellom driftsresultat og finansielt resultat. Utrekningene av finansielt resultat finnes i Vedlegg 11. Videre antar jeg at skattesatsen relatert til det finansielle resultatet er lik norsk skattesats, 28 %. Dette innebærer at jeg kan kartlegge skatt fra finansielt resultat, og dermed også finne driftsrelatert skattesats:

Tabell 9: Driftsrelatert skattesats

	2007	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
Skattekostnad i regnskapet	1 074	590	877	783	697	634	482
+ 28 % skatt finansresultat	(4)	186	103	97	146	141	118
= Driftsrelatert skatt	1 070	776	980	880	843	775	600
/ Driftsresultat i årsresultatet	3 482	2 767	3 458	3 198	2 907	2 491	2 569
= Driftsrelatert skattesats	30,72 %	28,04 %	28,34 %	27,50 %	28,99 %	31,09 %	23,37 %

Medianen av disse observasjonene tilsvarer en skattesats på 28,34 %, mens gjennomsnittlig skattesats er 28,3 %. Siden gjennomsnittet er nesten identisk med medianen, innebærer dette at ekstreme observasjoner ikke forstyrrer gjennomsnittet og jeg vil dermed benytte gjennomsnittet i de videre beregningene. Dette resulterer i følgende omgrupperte resultatregnskap med hensyn på NOPLAT:

Tabell 10: Omgruppert resultatregnskap

	2007	2008	2008*	2009	2009*	2010	2010*	2011
Justerte driftsinntekter	57 957	58 252	58 252	53 419	49 198	45 951	33 049	35 460
Materialer, varer og tjenester	36 405	34 891	34 891	28 986	27 949	24 876	14 589	16 233
Justert lønn og andre tjenester	11 979	13 022	13 073	13 860	12 069	12 448	10 574	11 007
Andre driftskostnader	5 442	6 857	6 857	6 364	5 301	5 007	4 741	5 443
Resultat fra tilknyttede selskap og felleskontrollert virksomhet	(2)	(21)	(21)	114	112	(32)	(22)	(73)
Justert EBITDA	4 129	3 461	3 410	4 323	3 991	3 588	3 123	2 704
Justerte avskrivninger	430	565	565	803	816	846	902	830
Justert EBITA	3 699	2 896	2 845	3 520	3 175	2 742	2 221	1 874
Amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler	1	7	7	38	38	57	57	71
Justert EBIT	3 698	2 889	2 838	3 482	3 137	2 685	2 164	1 803
Driftsrelatert skatt	1 046	817	803	985	888	760	612	510
NOPLAT	2 652	2 072	2 035	2 497	2 249	1 925	1 552	1 293

Fullstendig omgruppert resultatregnskap finnes i Vedlegg 12.

5.8 Nøkkeltallsanalyse

Nøkkeltallsanalysen består av to deler: en analyse av risiko og en analyse av lønnsomhet. Jeg har valgt å sammenligne Aker Solutions med gjennomsnittet for sammenlignbare selskaper. I utgangspunktet var planen å benytte medianen for å skille ut selskaper med unormalt høye og lave verdier, slik at gjennomsnittet ikke ble dreid i en spesifikk retning. Forskjellene mellom medianen og gjennomsnittet viste seg å være marginale, og dermed fungerer gjennomsnittet som et representativt mål på ”normalen” i bransjen.

5.8.1 Analyse av risiko

Subramanyam og Wild (2009:13) forklarer at en risikoanalyse innebærer en evaluering av selskapets evne til å møte sine forpliktelser. Analysen tar sikte på å finne likviditeten og soliditeten til selskapet. I hovedsak er kreditorer mest opptatt av risiko, men også investorer bør vise interesse for denne type analyser både for å evaluere bærekraftigheten og påliteligheten til selskapets prestasjoner (Subramanyam og Wild, 2009:13).

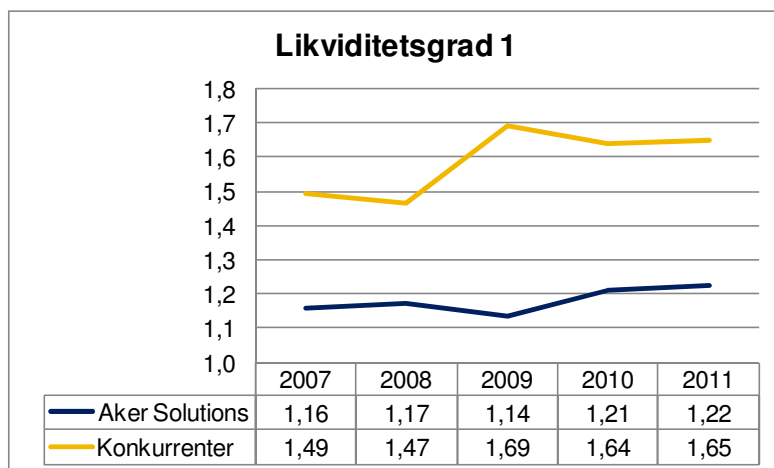
5.8.1.1 Analyse av likviditet

Begrepet likviditet er relatert til bedriftens betalingsevne. Det er sentralt å undersøke i hvilken grad bedriften er i stand til å møte sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (Baksaas og Hansen, 2010:217). En bedrift må alltid betale kortsiktig gjeld først, og det er dermed denne som skaper likviditetsproblemer. For å betale kortsiktig gjeld, benytter man ofte omløpsmidler. Dermed er forholdet mellom disse to postene sentralt (Baksaas og Hansen, 2010:217). Fordi selskapet opererer på kontrakt, vil jeg ikke gå inn på likviditetsmål relatert til lagringstider og omløpstider da disse ikke gir mening. Jeg vil i stedet se på de to likviditetsgradene som måler forholdet mellom kortsiktig gjeld og omløpsmidler (Baksaas og Hansen, 2010:217):

- Likviditetsgrad 1 = omløpsmidler/kortsiktig gjeld
- Likviditetsgrad 2 = mest likvide omløpsmidler/kortsiktig gjeld

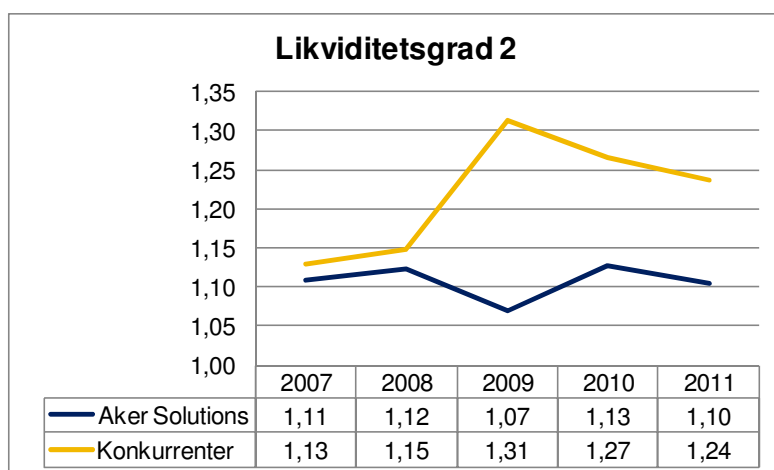
De mest likvide omløpsmidlene innebærer ofte alle omløpsmidler bortsett fra vare- og materialbeholdning (Hansen et al., 2005:173). Det finnes også strengere definisjoner hvor de mest likvide omløpsmidlene bare innebærer eksempelvis kontanter og kontantekvivalenter, eventuelt i kombinasjon med ubenyttet kassakreditt og kundefordringer. Jeg vil forholde meg til den første definisjonen. I utgangspunktet foretrekkes det at likviditetsgrad 1 har en verdi større enn 2 (Baksaas og Hansen, 2010:217). Man bør likevel være forsiktig med å trekke for

bastante beslutninger på bakgrunn av disse tallene, fordi tallene blant annet i stor grad kan avhenge av hvilken bransje selskapet opererer i (Tellefsen og Langli, 2005:705)



Figur 13: Likviditetsgrad 1

Figuren viser at Aker Solutions har lavere likviditetsgrad 1 enn sine konkurrenter. Verken konkurrentenes eller Aker Solutions likviditetsgrad overstiger 2, hvilket ansees som optimalt. Dette kan signalisere at så høy likviditetsgrad ikke er nødvendig i leverandørindustrien. Likviditetsgraden er på en svakt oppadstigende trend, hvilket er en positiv utvikling.



Figur 14: Likviditetsgrad 2

Selskapets likviditetsgrad 2 er også lavere enn konkurrentenes, men den er over anbefalt verdi. Dette skyldes i stor grad at varelageret utgjør er svært liten andel av omløpsmidlene. Aker Solutions likviditetsgrad var i 2007 relativt lik konkurrentenes, men konkurrentenes likviditetsgrad økte i perioden under finanskrisen, mens Aker Solutions falt. Konkurrentene har i motsetning til Aker Solutions økt sin likviditetsgrad betraktelig i forhold til nivået i

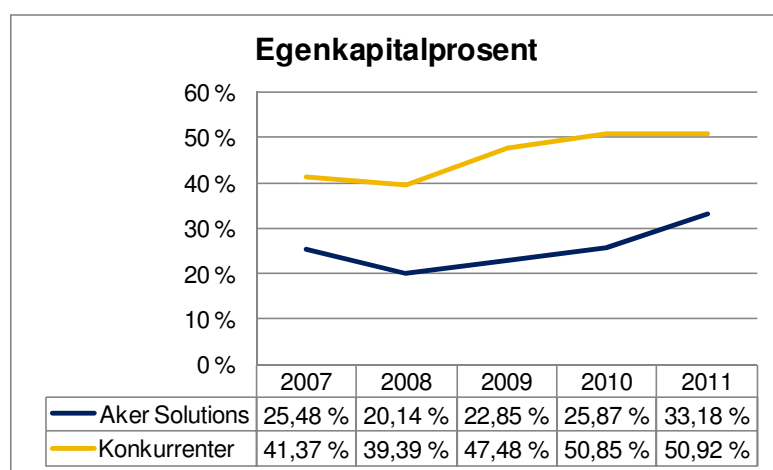
2007. Det kan tenkes at likviditetsgrad 2 sier mer om likviditeten i bransjen enn likviditetsgrad 1, fordi varelageret jevnt over utgjør en liten del av omløpsmidlene.

Likviditetsgrad 1 kunne gitt grunn til bekymring vedrørende Aker Solutions evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser, men likviditetsgrad 2 ligger innenfor marginen. Selv om Aker Solutions gjør det dårligere enn sine konkurrenter, er det ingen indikasjon på at selskapet har likviditetsproblemer. Det er likevel vanskelig å foreta konklusjoner vedrørende likviditeten uten informasjon vedrørende lønnsomhet. En bedrift med god lønnsomhet vil tvilsomt ha problemer med å innfri sine kortsiktige forpliktelser, selv med lave likviditetsgrader.

5.8.1.2 Analyse av soliditet

Subramanyam og Wild (2009:38) forklarer at soliditet handler om bedriftens evne til å møte sine langsiktige forpliktelser, mens Hoff et al. (2007:275) beskriver soliditet som evnen til å tåle tap. I utgangspunktet er egenkapitalprosenten et viktig mål for evne til å tåle tap fordi underskudd tærer på egenkapitalen. Høy egenkapitalandel innebærer at bedriften er i bedre stand til å overleve perioder med svake resultater (Baksaas og Hansen, 2010:215). Ofte er en egenkapitalprosent på 30 – 35 % anbefalt i Norge (Kristoffersen, 2005:425). Definisjonen av egenkapitalprosenten er som følger (Hoff et al., 2007:266):

- $\text{Egenkapitalprosent} = (\text{egenkapital} / \text{total kapital}) \times 100 \%$



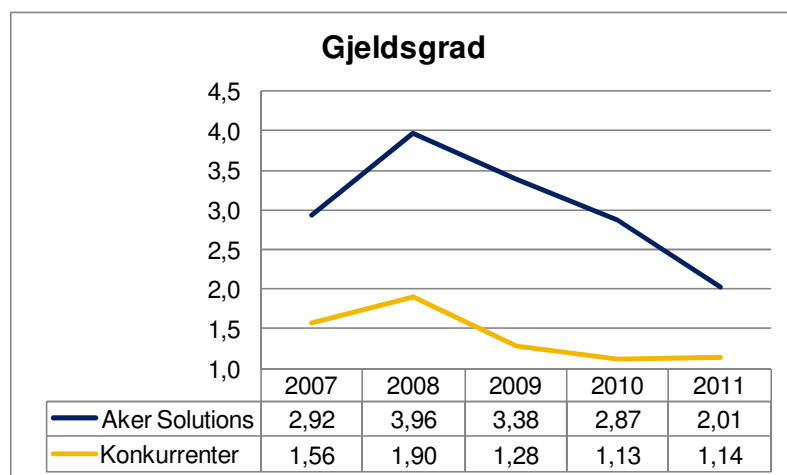
Figur 15: Egenkapitalprosent

Selskapets egenkapitalprosent er lavere enn gjennomsnittet for konkurrentene. Det har likevel vært en økning i egenkapitalprosenten, og den er nå høyere for både Aker Solutions og for konkurrentene enn nivået før finanskrisen. Dette kan være en respons på problemene under

finanskrisen. Selskapet har hatt en jevnt over lav andel egenkapital og under finanskrisen var den så lav som 20,14 %. Dette er 10 – 15 % lavere enn anbefalt verdi. Likevel har andelen økt de siste årene, og er nå innenfor anbefalt verdi. Selskapet har i perioden redusert kortsiktig gjeld, samtidig som de har økt langsiktig gjeld. I tillegg har de økt egenkapitalen. Dette kan være en indikasjon på at selskapet beveger seg mot en mindre aggressiv finansieringsstruktur.

Også gjeldsgraden gir viktig informasjon om selskapets soliditet. Desto lavere gjeldsgrad, desto mindre gjeld har bedriften relativt til egenkapital. Fremtidige betalingsforpliktelse knyttet til renter og avdrag reduseres med lavere gjeldsgrad. Dette impliserer at bedriften kan leve med resultater som fører til lavere selvfinansiering. Synkende gjeldsgrad er et godt tegn, og reduserer risikoen knyttet til bedriften. Hoff et al. (2007:270) foreslår at gjeldsgraden ikke bør overstige 1,85 og definerer den som følger:

- $\text{Gjeldsgrad} = \text{gjeld} / \text{egenkapital}$



Figur 16: Gjeldsgrad

Selskapets nåværende gjeldsgrad indikerer at for hver krone med egenkapitalfinansiering, er to kroner finansiert av kreditorer. Under finanskrisen var gjeldsgraden så høy som 3,96:1. Trenden er, naturlig nok, den samme som for egenkapitalprosenten. Både konkurrentenes og selskapets gjeldsgrad har avtatt. Konkurrentene har i alle år utenom 2008 hatt en gjeldsgrad godt innenfor anbefalt verdi på 1,85, mens Aker Solutions i 2011 nærmer seg denne verdien. Her er det viktig å poengtere at det drives svært ulik politikk på dette området i utvalget. Noen har jevnt over hatt en gjeldsgrad på under 1 eller tett over 1, eksempelvis SLB og NOV. Som kontrast hadde FTI og TEC, i likhet med Aker Solutions, en gjeldsgrad under anbefalingen også før finanskrisen slo inn.

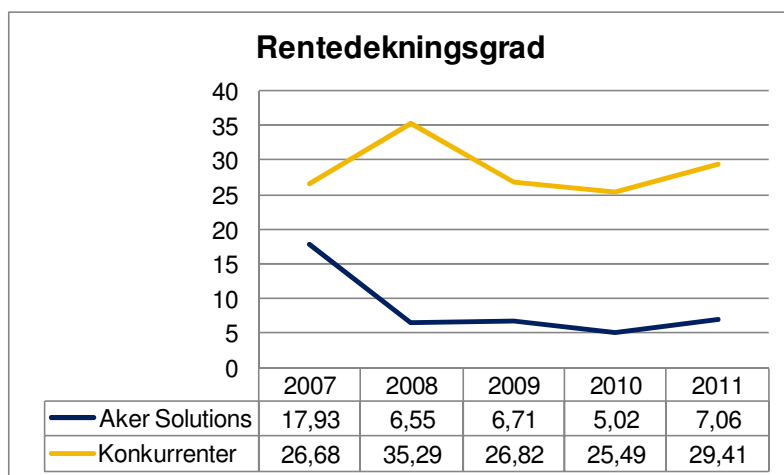
Tabell 11: Analyse av kapitalstruktur

	Egenkapital	Minoritets- interesser	Driftsrelatert LG	Finansiell LG	Driftsrelatert KG	Finansiell KG
Driftsrelaterte AM	74 %	1 %	13 %	12 %		
Finansielle AM				100 %		
Driftsrelaterte OM				21 %	79 %	
Finansielle OM					63 %	37 %

Figuren ovenfor viser en analyse av kapitalstrukturen til selskapet ved utgangen av 2011. Den viser hvilken kapital som benyttes for å finansiere de ulike eiendelene (Kristoffersen, 2005:423). Selskapet når bunnen av tabellen ganske sent, noe som bekrefter at det er økt risiko tilknyttet Aker Solutions i forhold til konkurrentene. Det er likevel positivt at samtlige anleggsmidler og 21 % av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital.

Et annet viktig mål i vurdering av soliditet er rentedekningsgraden. Denne indikatoren måler både lønnsomhet og soliditet fordi god lønnsomhet og lave renter driver rentedekningsgraden oppover (Kristoffersen, 2005:426). Desto større rentedekningsgrad, desto bedre (Hoff et al., 2007:270). I følge Kristoffersen (2005:426) hevder mange at rentedekningsgraden bør være større enn 3, uten at det finnes noen generelle krav. Dersom den er mindre enn 1, går bedriften med underskudd. Rentedekningsgraden defineres som følger (Hoff et al., 2007:270):

- Rentedekningsgrad = (ordinært resultat før skatt + rentekostnader)/rentekostnader



Figur 17: Rentedekningsgrad

Aker Solutions	2009* (08)	2010 (09*)	2010* (09*)	2011 (10*)
Rentedekningsgrad	5,96	5,02	4,98	7,06

For de fleste bedrifter har jeg skilt ut rentekostnader fra de andre finanskostnadene. For et selskap sto det dessverre ikke informasjon i notene om hvordan finanskostnaden skulle fordeles. Likevel utgjør ofte rentekostnader størstedelen av selskapets finanskostnader, og dermed har jeg benyttet finanskostnader i formelen ovenfor for dette selskapet.

Per 2011 er selskapets resultat 7,06 ganger større enn renteforpliktelsene, og innebærer en økning fra 2010. Rentedekningsgraden har avtatt en del siden 2007, og nøkkeltallet er lavere enn konkurrentenes. I 2007 var forskjellene marginale, mens de i dag er langt større. Dette er trolig en kombinasjon av dårligere lønnsomhet, samt at Aker Solutions høyere gjeldsandel fører til høyere rentekostnader. Likevel er det ingenting ved størrelsen på rentedekningsgraden som antyder at selskapet har soliditetsproblemer, og økningen fra 2010 – 2011 er et godt tegn.

Et siste moment jeg vil studere er selskapets covenants. Endre og Herdlevær (2005:93) forklarer at covenants er krav og vilkår banken setter til lånetaker i lånets løpetid slik at de kan følge opp utviklingen i forhold til gjeldsbetjeningsevne og misligholdsrisiko. Ofte er slike krav relatert til økonomiske forholdstall. Dersom et selskap ikke holder seg innenfor de vilkår som er satt, kan banken i verste fall kreve lånet innfridd, noe som får alvorlige konsekvenser for bedriften (Carlberg, 2003:106). Aker Solutions covenants er basert på to forhåndstall som overvåkes på kvartalsmessig basis. I følge selskapet er de rapporterte tallene godt innenfor kravene i låneavtalene. Det gis ingen informasjon om hvilket nivå forholdstallene må holde seg innenfor, derfor vil jeg bare kort analysere den historiske utviklingen:

Tabell 12: Covenants

	2007	2008	2009	2010	2011
Gjeldsgrad (Brutto gjeld/EBITDA)	0,4	2,0	1,7	1,9	2,4
Rentedekning (EBITDA/Netto finanskostnad)	31,6	12,9	9,3	9,5	9,8

Som vi ser har selskapets rentedekning avtatt i perioden 2007 – 2009, og er betraktelig lavere enn det den var i utgangspunktet. Likevel har den vært stabil de siste tre årene. Gjeldsgraden har økt jevnt de siste årene fordi EBITDA har avtatt, samtidig som brutto gjeld har økt. Uten informasjon om avtalens kritiske verdier, er det vanskelig å si noe om dette utgjør økt risiko.

Informasjonen ovenfor gir ingen indikasjoner på at selskapet har soliditetsproblemer.

Rentedekningsgraden er muligens på vei opp, og målet for rentedekning som benyttes for

låneavtalene har vært stabil med en svak økning. Selskapet har foretatt store investeringer, noe som resulterer i dårligere forhåndstall. Da er det også naturlig at soliditeten kan fremstå som dårligere enn det den er. I perioden har selskapet aldri vært i nærheten av å gå med underskudd, ergo ser jeg ingen årsak til at selskapet med sin stadig økende egenkapitalprosent skulle få problemer med å tåle tap i årene som kommer.

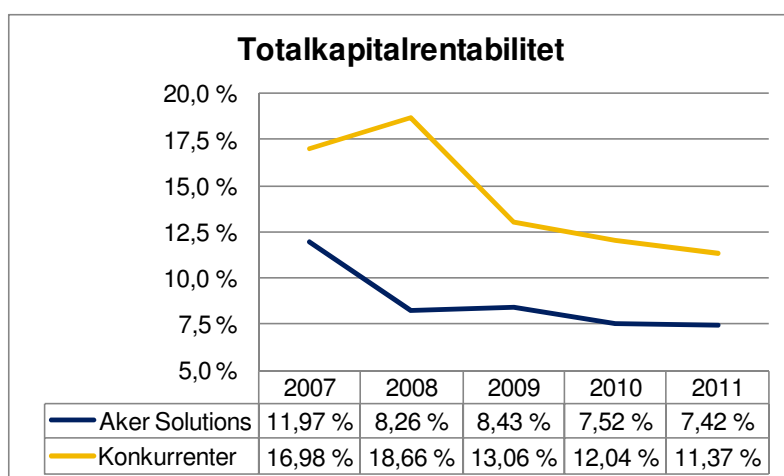
5.8.2 Analyse av lønnsomhet

Kristoffersen (2005:410) forklarer at lønnsomhet oppstår når selskapet skaper overskudd. På lengre sikt vil ingen bedrifter overleve uten overskudd fordi eiere og investorer ikke vil være villige til å skyte inn ny egenkapital. Lønnsomhetsanalysen innebærer også å evaluere selskapets avkastning på investeringer, samt en evaluering av de to kildene til lønnsomhet: marginer, det vil si den andelen av salg som ikke utlignes av kostnader, og turnover, som innebærer utnyttelse av kapital (Subramanyam og Wild, 2009:13). Spesielt viktig er det å analysere en av nøkkeldriverne til verdi, ROIC.

Det første forhåndstallet jeg skal analysere er totalkapitalrentabiliteten. Dette måler en bedrifts avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften, samtidig som den reflekterer hvor godt bedriften drives og nivået på inntjeningen. Fordi totalkapitalen er grunnlaget for analyse, er måltallet uavhengig av finansiering (Kristoffersen, 2005:413).

Totalkapitalrentabiliteten defineres i følge Kristoffersen (2005:415) slik:

- $TK\text{-rentabilitet} = (\text{driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \times 100 \% / \text{gjennomsnittlig totalkapital}$



Figur 18: Totalkapitalrentabilitet

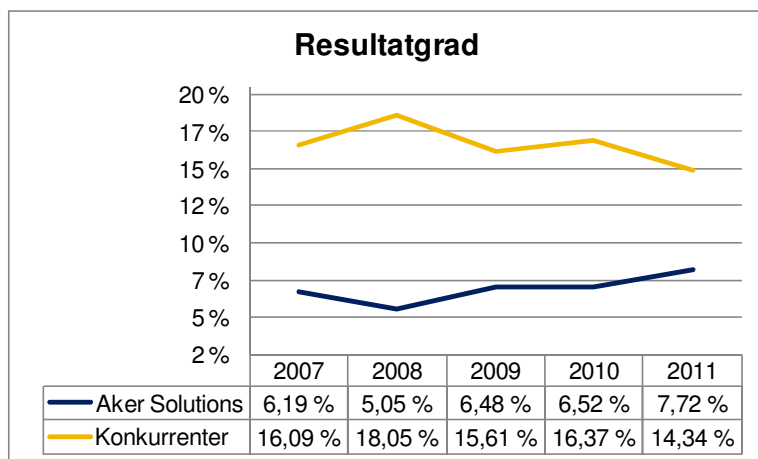
Aker Solutions	2009* (08)	2010 (09*)	2010* (09*)	2011 (10*)
Totalkapitalrentabilitet	7,89 %	7,52 %	6,45 %	7,42 %

Både Aker Solutions og konkurrentenes totalkapitalrentabilitet har avtatt de siste fem årene. Dette innebærer at de har blitt dårligere på å utnytte sine ressurser. Per 2011 fikk Aker Solutions en avkastning på totalkapitalen på 7,42 %. Måltallet er lavere enn konkurrentenes, men forskjellene er ikke enorme. På bakgrunn av omskrevet årsregnskap hadde Aker Solutions en økning på ca. 1 % i perioden 2010* til 2011, hvilket er en god trend. Neste steg innebærer å aggregere rentabiliteten i en resultatgrad og en omløpshastighet (Kristoffersen, 2005:442):

Totalkapitalrentabilitet = Resultatgrad × Kapitalens omløpshastighet

Totalkapitalrentabilitet = $\frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}}{\text{Driftsinntekter}}$ × $\frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$

Kristoffersen (2005:443) forklarer at resultatgraden viser hvor mye som er tjent på hver krone som er omsatt i perioden. Resultatgraden kan bedres ved en økning i inntekter, redusering av kostnader eller en kombinasjon av disse to.

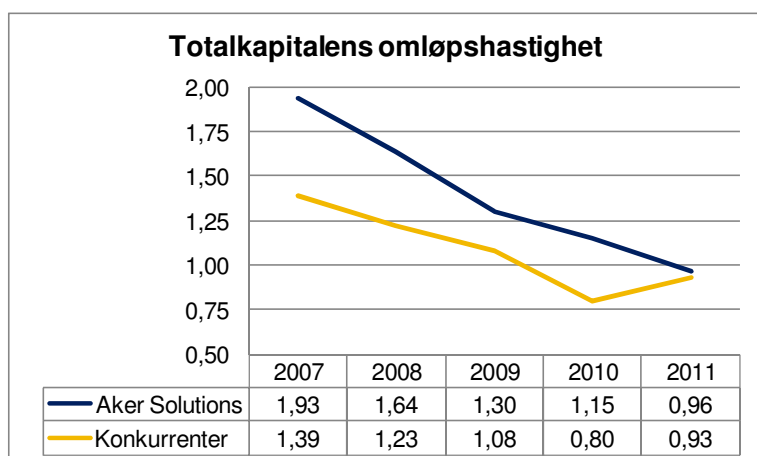


Figur 19: Resultatgrad

Aker Solutions	2009* (08)	2010 (09*)	2010* (09*)	2011 (10*)
Resultatgrad	6,58 %	6,52 %	7,76 %	7,72 %

Selskapets resultatgrad har økt svakt de siste fire årene. En sammenligning av 2010* og året 2011 viser dog en svak nedgang. Den har likevel vært relativt stabil. Konkurrentene har hatt en svak nedgang i sin resultatgrad. Vi ser også hvordan resultatgraden til konkurrentene er en

god del høyere en Aker Solutions, men de kan se ut som de konvergerer mot et felles punkt. Fordi resultatgraden er økende for Aker Solutions, må det være noe annet som gjør at total kapitalrentabiliteten er avtagende. Svaret ligger i total kapitalens omløpshastighet. Dette nøkkeltallet forteller oss hvor effektivt bedriften utnytter den kapitalen som er bundet i bedriften. Dersom man øker inntektene eller reduserer bundet kapital, vil man kunne øke omløpshastigheten (Kristoffersen, 2005:443). Omløpshastigheten reflekterer det nivået av salg vi kan oppnå for hver krone investert i total kapitalen (Subramanyam og Wild, 2009:460).



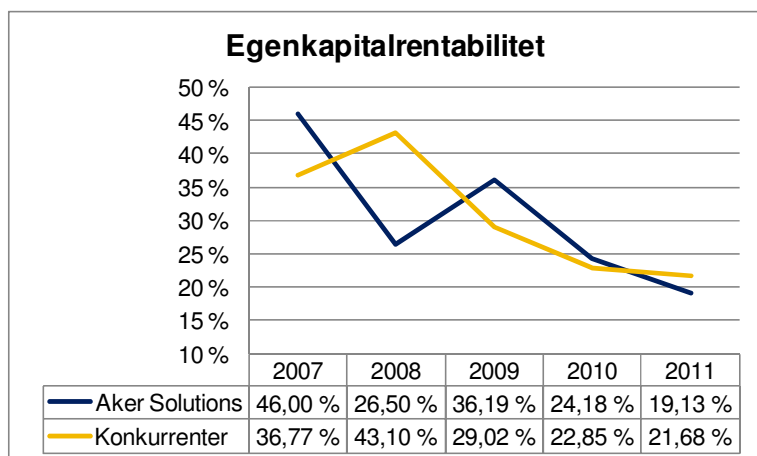
Figur 20: Total kapitalens omløpshastighet

Aker Solutions	2009* (08)	2010 (09*)	2010* (09*)	2011 (10*)
Total kapitalens omløpshastighet	1,20	1,15	0,83	0,96

Som vi ser har omløpshastigheten sunket betraktelig, og dette er årsaken til at selskapets total kapitalrentabilitet avtar, ikke resultatgraden. Selskapet er rett og slett blitt dårligere til å effektivt utnytte kapitalen som er bundet opp i bedriften. Dette kan komme av at det har vært foretatt store investeringer som enda ikke har gitt resultater. Likevel har selskapet vært flinkere å utnytte total kapitalen enn sine konkurrenter. Dessverre har omløpshastigheten nå falt til samme nivå som konkurrentenes.

Et annet viktig rentabilitetsmål er selskapets egen kapitalrentabilitet. I et investorperspektiv er nok dette måltallet mer interessant fordi det måler avkastningen på eiernes investering i bedriften. Som investor vil man naturlig nok ønske høyest mulig avkastning på egen kapitalen. Egen kapitalrentabiliteten før skatt defineres som følger (Kristoffersen, 2005:415):

- $EK\text{-rentabilitet} = (\text{ordinært resultat før skattekostnad} \times 100 \%) / \text{gjennomsnittlig EK}$



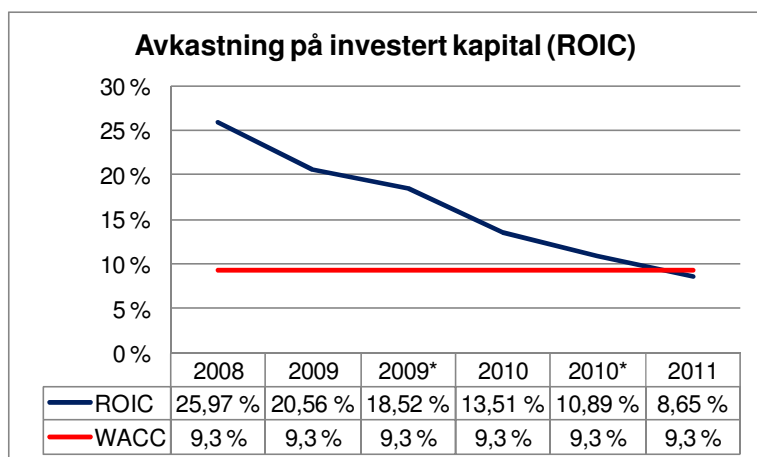
Figur 21: Egenkapitalrentabilitet

Aker Solutions	2009* (08)	2010 (09*)	2010* (09*)	2011 (10*)
Egenkapitalrentabilitet	33,49 %	24,18 %	20,21 %	19,13 %

Vi ser hvordan selskapet hadde en fin avkastning i analyseperiodens begynnelse. Som vi har sett i mange andre tilfeller, gikk selskapet motsatt vei som sine konkurrenter under finanskrisens begynnelse, hvor Aker Solutions rentabilitet sank, mens konkurrentene økte sin. De siste to årene har rentabiliteten avtatt for samtlige, og per 2011 har Aker Solutions og konkurrentene relativt lik lønnsomhet. Aker Solutions hadde på nyåret en avkastning på 19,13 % på egenkapitalen. Dette er en svak nedgang fra 2010*, men sammenlignet med den drastiske nedgangen i perioden 2009* – 2010, kan det tenkes at denne foreløpig stabiliseres.

Til slutt vil jeg se på selskapets avkastning på investert kapital (ROIC). Koller et al. (2010:166) definerer ROIC på følgende måte:

- $ROIC = NOPLAT / \text{gjennomsnittlig investert kapital}$



Figur 22: Avkastning på investert kapital (ROIC)

I følge Koller et al. (2010:166) er ROIC et bedre analytisk verktøy for å forstå selskapets prestasjoner enn eksempelvis avkastning på egenkapital fordi den utelukkende fokuserer på selskapets drift. Selskapets ROIC har stadig avtatt de siste årene. Nivået per 2008 og 2009 var gode, men nivået for 2010* og 2011 er ikke så bra. Dette er nok relatert til selskapets lave driftsinntekter i disse to periodene. Enda mer interessant er det å se hvordan ROIC relaterer seg til WACC. I 2011 gikk ROIC lavere enn WACC i 2011, noe som innebærer at selskapet ødelegger verdi i stedet for å skape den. Dette er selvsagt alarmerende. Forutsetter man at WACC har vært stabil rundt 9,3 % i tiden før 2011, ser vi at først i 2011 var ROIC lavere enn WACC. En sakte dalende ROIC kunne signalisert at selskapet har problemer med å konkurrere i bransjen, mens her har ROIC falt dramatisk på kort tid. Det er mer sannsynlig at det er andre elementer som ligger bak. Det er mulig at ekstraordinært lave inntekter i kombinasjon med en langsom omstillingsprosess kan ha skylden for endringen de to siste årene.

5.8.3 Oppsummering av nøkkeltallsanalyse

En analyse av selskapets likviditet viste litt tvetydige resultater. Likviditetsgrad 2 lå innenfor anbefalingen, men likviditetsgrad 1 var svært lav. Begge var også lavere enn konkurrentenes. Likevel viser likviditetsgrad 2 at selskapet klarer å dekke sine kortsiktige forpliktelser, og i kombinasjon med tilfredsstillende lønnsomhet ansees likviditeten som god. Analysen av soliditet viser at selskapets kapitalstruktur er mer risikofylt enn konkurrentens. Samtidig er det indikasjoner på at selskapet går mot en mindre aggressiv finansiering og nivået er av tilfredsstillende karakter. Rentedekningsgraden er lavere enn konkurrentenes, noe som i hovedsak skyldes høyere rentekostnader og lavere lønnsomhet, men det kan se ut som om den er på vei oppover. For øyeblikket er det ingen problemer med soliditeten i selskapet.

Lønnsomhetsanalysen viser at selskapet gjør det dårligere enn sine konkurrenter. Blant annet er totalkapitalrentabiliteten lavere. I hovedsak skyldes dette at selskapets resultatgrad er lavere. Aker Solutions har vært flinkere til å utnytte totalkapitalen mer effektivt enn sine konkurrenter, men dessverre har trenden vært negativ. Som et resultat har de nå mistet sin fordel ovenfor konkurrentene. Også for egenkapitalrentabiliteten har de mistet fortrinnet de har hatt de siste årene. Trenden i ROIC forteller oss at selskapet har skapt mindre verdier de siste årene, og dette har også tidvis reflektert seg i selskapets aksjekurs. Det er svært alarmerende at selskapets ROIC falt lavere enn selskapets WACC i 2011, men dette kan som sagt skyldes lavere inntekter enn normalt i kombinasjon med treig omstilling i forbindelse med fisjonen med Kværner og salget av Process & Construction.

6 Prognose for fremtiden

Penman (2010:85) forklarer at prognostisering av fremtidig overskudd er selve kjernen i analyseprosessen. De antagelser man gjør vedrørende fremtiden er avgjørende for endelig verdi. I dette kapitlet vil dermed fokus være å skape gode prognoser for fremtiden.

6.1 Rammeverk for prognostisering

Før man begynner arbeidet med prognosene, er det viktig å fastsette hvilket rammeverk analysen skal dannes rundt. Dette innebærer å avgjøre hvordan man skal gå frem for å skape en god prognose, hvilken modell man skal benytte samt avklare forutsetninger for analysen.

6.1.1 Prognosemodell

Kaldestad og Møller (2011:58-59) beskriver i hovedsak tre typer prognosemodeller, naive modeller, top-down modeller og bottom-up modeller. I naive-modeller antar man at fjorårets kontantstrøm er det beste anslaget på årets kontantstrøm, muligens korrigert for en trend. Top-down modeller er markedsbaserte modeller, hvor man foretar prognoser på de ulike linjene i resultat- og balanseregnskapet på et overordnet nivå. Bottom-up modeller, eller kundebaserte modeller, innebærer å gå i dybden og foreta detaljerte analyser for ulike produktlinjer. (Kaldestad og Møller, 2011:58-59; Koller et al., 2010:193). I analysen vil jeg gjennomføre en bottom-up modell, men med et lavere nivå av detaljrikdom enn selskapets egne analyser ville hatt. En naiv modell vil virke mot sin hensikt fordi jeg har både nok tid tilgjengelig og tilgang til informasjon som kan bedre prognosene. Fordi Aker Solutions kundebase ikke er den typiske kunde, men oljeselskaper, er det heller ikke naturlig å benytte en top-down modell.

6.1.2 Steg i prognostiseringen

I selve analysen ønsker jeg å benytte Koller et al. (2010:190-191) sin framgangsmåte, hvor prognosen deles inn i seks steg. To av disse omhandler prognostisering av balansen, og derfor slår jeg disse to sammen. Dette innebærer at jeg får følgende fem steg i min prognose:

1. Klargjøre og analysere historiske regnskap
2. Konstruere prognoser for inntekt
3. Prognostisere resultatregnskapet
4. Prognostisere balansen
5. Kalkulere avkastning på investert kapital og fri kontantstrøm

Av disse stegne er prognosen av fremtidig inntekt det aller viktigste trinnet fordi nesten alle poster i regnskapet avhenger enten direkte eller indirekte av inntekter. Dermed vil gode inntektsprognoser være et viktig grunnlag for resten av prognosen.

6.1.3 Prognoseperiode

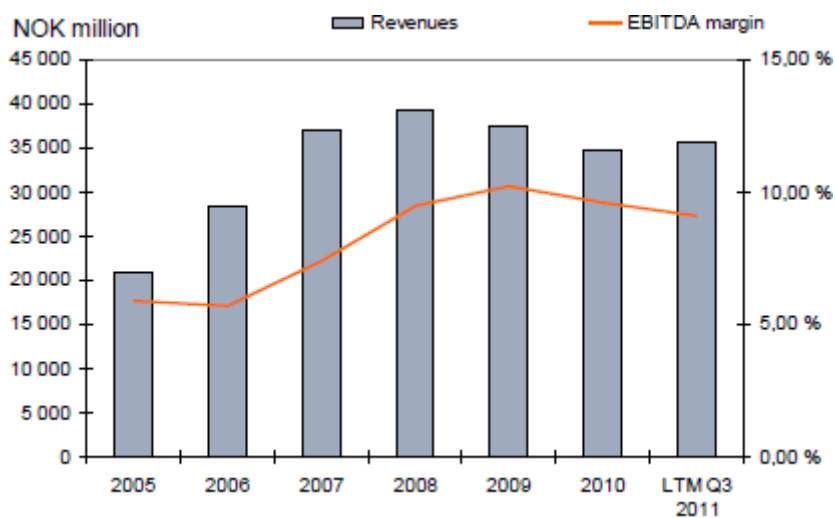
I prognostisering er det sentralt å avgjøre hvor lang prognoseperioden skal være. Det viktigste er å velge en prognoseperiode lang nok til at selskapet oppnår en stabil tilstand, det vil si at selskapet vokser stabilt og oppnår konstant avkastning på eksisterende og ny investert kapital (Koller et al., 2010:188). Boye og Meyer (2008:144) forklarer at mange anbefaler at det utarbeides budsjetter for en periode på 5 – 15 år. Koller et al. (2010:188) anbefaler 10 – 15 år eller lengre for sykliske selskap eller selskaper som opplever sterk vekst. Leverandørindustrien er til dels en syklisk næring. Aker Solutions er likevel diversifisert på tvers av bransjen, samt at de satser på vedlikehold og modifikasjoner. Dermed tilbyr de tjenester som etterspørres i perioder hvor oljeselskapene investerer lite selv. De har også jobbet målrettet med å rendyrke sin virksomhet, ergo går selskapet i en bestemt retning. Disse elementene indikerer at en analyseperiode på 15 år er noe lang. Samtidig preges bransjen av konsolidering og selskapets vekstambisjon, både organisk og gjennom oppkjøp og fusjoner, er ambisiøs. Dette innebærer at det kan ta tid før selskapet er i en stabil tilstand, og som et resultat blir fem år i korteste laget. Jeg anser dermed ti år som en tilstrekkelig prognoseperiode. Perioden vil jeg dele i to på anbefaling av Koller et al. (2010:188). De første fire årene vil prognosene være noe mer detaljerte, mens prognosen for de gjenværende seks årene vil være mer forenklet i form av antagelser om konvergering. For årene etter 2022 vil jeg benytte en vekstformel.

6.2 Analyse av historiske regnskapsdata

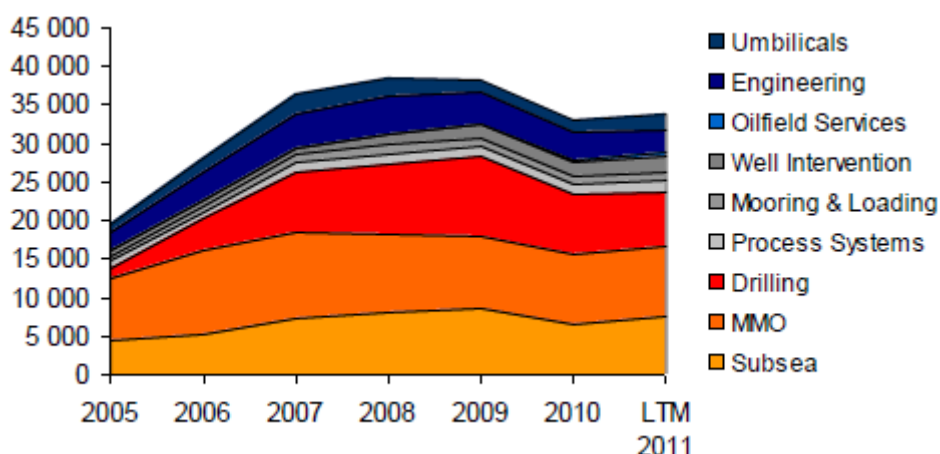
I dette kapitlet vil jeg kartlegge hvilket materiale jeg har til rådighet som egner seg for prognostisering. Fordi inntekter er det viktigste momentet i analysen vil jeg også bruke tid på en beskrivelse av selskapets inntekter, eksempelvis hvor de genereres.

Problemet med selskapets historiske datamateriale er at selskapet i 2011 fisjonerte med Kværner og solgte avdelingen P&C. Også rapporteringssegmentene er endret som konsekvens. Dette innebærer at data fra 2009 og senere ikke er sammenlignbare med regnskapet fra 2010* og 2011. I kapittel 5 var det mulig å analysere selskapet tilbake til 2007 fordi man beregner forholdstall. Dette innebærer en forutsetning om at fundamentale egenskaper ved selskapet ikke forandrer seg i analyseperioden. Ved direkte sammenligning av

tallstørrelser blir dette vanskeligere. I 2009* lå eksempelvis inntektene på 49 856, mens de i 2010* og 2011 hadde avtatt til henholdsvis 33 365 og 36 474. Uten innsikt i de forandringer selskapet nylig har gjennomgått, kan det se ut som om selskapet plutselig har hatt et signifikant tap i inntektene. Tallmaterialet fra 2009 og senere kan ikke benyttes uten å skille ut driften til P&C og Kværner, noe som ikke lar seg gjøre i praksis uten tilgang på mer informasjon. Dette innebærer at tallmaterialet jeg har å forholde meg til i analysen av inntektene er regnskapet fra 2010* og 2011. Dette materialet gir dessverre lite informasjon om hvorvidt selskapet er inne i en god eller dårlig periode. På et seminar presenterte selskapet en oversikt over historisk vekst og inntekter siden 2005, ikke inkludert Kværner og P&C [44]:



Figur 23: Inntekter og EBITDA-margin eksklusive P&C og Kværner



Figur 24: Inntekter per forretningsområde eksklusive P&C og Kværner

Figurene ovenfor viser at selskapet i perioden etter finanskrisen opplevde at inntektsveksten avtok. Året 2010 var betraktelig dårligere enn 2009, men det har vært en forbedring i perioden

2010 til 2011. Den totale forbedringen endte på 9,3 %, noe som er en solid vekst. Dette indikerer at selskapet har potensial til å øke sine inntekter. Regnskapet fra 2010* og 2011 i kombinasjon med regnskapsanalysen, innebærer at jeg har et tilfredsstillende tallmateriale for å gjennomføre en prognose. Den strategiske analysen i kombinasjon med informasjonen fra figurene ovenfor, gir meg den nødvendige tilleggsinformasjonen for å gjennomføre en god analyse av et fremtidsrettet regnskap for Aker Solutions.

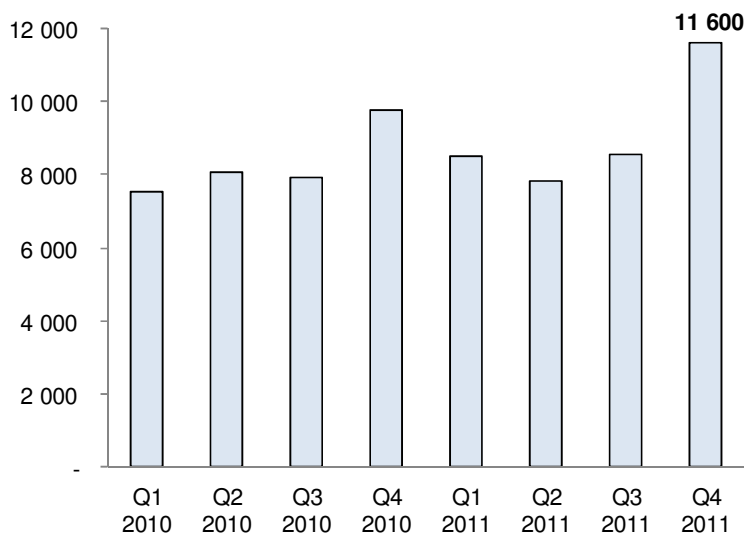
Fordelen med å bare benytte de to siste regnskapsårene for inntektsprognosene, er at det tillater meg å bryte ned inntektene i rapporteringssegmenter. Dette fører til bedre detaljrikdom i analysen, og vil forhåpentligvis bedre prognosene. Rapporteringssegmentene kan videre aggregeres ned i subsegmenter, det vil si de ulike forretningsenhetene. Dette gir god innsikt i hvor selskapets inntekter genereres. Tabellen nedenfor inneholder informasjon hentet fra selskapets fjerde kvartalsrapport 2011. Figuren viser hvordan inntektene har fordelt seg utover de tre segmentene, samt subsegmentene. I tillegg viser den endring i NOK og prosent:

Tabell 13: Fordeling av inntekter per segment og subsegment 2010 – 2011

	2010		2011		Δ NOK	Δ %
<i>Produktløsninger</i>						
SUB	6 633	20,1 %	8 004	22,8 %	1 371	20,7 %
UMB	1 571	4,8 %	2 046	5,8 %	475	30,2 %
DRT	7 883	23,9 %	7 088	20,2 %	-795	-10,1 %
PRS	1 271	3,9 %	1 469	4,2 %	198	15,6 %
MLS	1 054	3,2 %	1 148	3,3 %	94	8,9 %
Elim.	-14	0,0 %	-49	-0,1 %	-35	-
Sum produktløsninger	18 398	55,7 %	19 706	56,1 %	1 308	7,1 %
<i>Feltløsninger</i>						
MMO	8 850	26,8 %	9 547	27,2 %	697	7,9 %
WIS	1 821	5,5 %	2 102	6,0 %	281	15,4 %
OMA	442	1,3 %	581	1,7 %	139	31,4 %
Elim.	-17	-0,1 %	-52	-0,1 %	-35	-
Sum feltløsninger	11 096	33,6 %	12 178	34,7 %	1 082	9,8 %
Ingeniørløsninger	3 514	10,6 %	3 253	9,3 %	-261	-7,4 %
Netto annet	357	1,1 %	1 337	3,7 %	-	-
Totale inntekter	33 365	100 %	36 474	100 %	3 109	9,3 %

I perioden 2010 til 2011 var det i hovedsak segmentet feltløsninger som drev økningen i inntektene på 9,3 %. På enhetsnivå sto SUB, DRT og MMO for 70 % av inntektene. Subsea hadde en god økning i inntektene, noe som er interessant med tanke på problemene i Brasil. Som en viktig enhet for Aker Solutions, indikerer dette at det er mye potensial for ytterligere

forbedringer. DRT opplevde på sin side en nedgang på 10,1 %, hvilket ikke er bra siden avdelingen utgjør en så stor andel som den gjør. Figur 24 indikerer derimot at DRT har hatt en formidabel vekst tidligere. MMO hadde en økning på 7,9 %, så også denne enheten har potensial for forbedring. Ingeniørløsningene utgjør ca. 10 % av selskapets inntekter, men dessverre har trenden vært fallende også for dette segmentet. Umbilicals er en liten avdeling, men den økte inntektene med hele 30 %. Selv om avdelingen ikke er stor sammenlignet med de tre andre, ble økningen på nesten 500 millioner NOK. Avslutningsvis vil jeg kort illustrere utviklingen på kvartalsbasis for 2010 – 2011. Figur 25 indikerer at mesteparten av veksten i 2011 kom i siste kvartal. Samme trenden ser vi for kvartal fire i 2010, men økningen fra kvartal 3 – 4 var en god del større i 2011.



Figur 25: Totale inntekter 2010 – 2011 per segment

6.3 Prognose av fremtidige salgsinntekter

Den økte omsetningen i 2011, samt beskjed om at problemene i Brasil var under kontroll, har ført til at aksjekursen har gjort et nevneverdig hopp siden høsten 2011. Det er forventet økte investeringer på NKT i årene som kommer, mye på grunn av store funn som Johan Sverdrup (Avaldsnes) fra 2010. Investeringsveksten på NKT forventes å ligge på 27 % i 2012, og Aker Solutions har markedsandeler på 30 – 40 % innen deler av dette markedet [48]. Selskapet selv forventer at de i perioden fram til 2015 vil fortsette den veksten de hadde før finanskrisen slo inn, og den totale vekstambisjonen er en årlig vekst i inntekter på 9 – 15 %. Av disse anslår de at 6 – 10 % skyldes organisk vekst som kommer fra vekst i markedet (5 – 8 %) og økt markedsandel (1 – 2 %). De siste 3 – 5 % av veksten anslår de kommer fra oppkjøp.

En 5 – 8 % vekst i markedet kan godt tenkes med tanke på veksten på NKT i kombinasjon med vekst i underutviklede land, samt mangelen på gode substitutter til olje og gass. En økning i markedsandelen på 1 – 2 % er ikke urealistisk siden selskapet har en del uutnyttet potensial, samtidig som de er godt posisjonert for fremtidige trender. Med dette grunnlaget vil prognosene i årene fremover være positive med hensyn på vekst i inntekter. I prognosen vil jeg ta utgangspunkt i de inntekter jeg legger til grunn ved utregning av normaliserte driftsinntekter. Dette innebærer at posten ”andre driftsinntekter” settes lik 0, og dermed ikke inkluderes i prognosen. For å hente ut relevant informasjon vil jeg med utgangspunkt i kvartalsrapporten for 2011 aggregere analysen ned til de ulike rapporteringssegmentene.

Ingeniørløsninger

Dette forretningsområdet opplevde en nedgang i inntektene på 7,4 % i perioden 2010 til 2011. Dette skyldes i hovedsak at store kontrakter ble levert. Etterspørselen etter ingeniørløsninger drives i hovedsak av investeringer i økt kapasitet for olje- og gassproduksjon. Disse har nå økt, noe som reflekteres i en sterk ordreinnngang, samt at ordreserven økte 47 % i løpet av året. I tillegg har selskapet på nyåret inngått en rekke kontrakter, og på kort sikt forventes veksten å være relativt høy. I tillegg vil økte investeringer i olje- og gassindustrien føre til god vekst i flere år. Årsaken til dette er at det kreves stadig mer kreative løsninger for å hente ut olje, og selskapet er godt posisjonert for denne trenden da nettopp dette har vært et viktig fokus. Mange av kontraktene selskapet inngår er for såkalte FEED-studier (front-end, engineering and design), og sannsynligvis vil økte investeringer øke etterspørselen etter slike kontrakter. Teknologisk satsing og humankapital er også en viktig del av selskapets fremtidige strategi. Veksten etter 2012 antar jeg ikke vil bli like signifikant, og jeg mener en inntektsvekst på 9 – 15 % fram til 2015 er for ambisiøs. En vekst på mellom 5 – 8 %, i tråd med forventet markedsvekst, tror jeg er et godt estimat for perioden 2013 – 2015. I perioden etter 2015 forventer jeg at veksten flater ut mot den veksten vi kan forvente av segmentet i perioden etter prognoseperioden, hvilket jeg anslår til 2,3 %.

Produktløsninger

Dette segmentet er det største og her finner vi to av de tre største enhetene, Subsea og DRT. Driftsinntekter i dette segmentet økte med 7,1 % fra 2010 til 2011, mye drevet av en 30 % økning i Umbilicals og en 21 % økning i Subsea. Selskapet forklarer selv at årsaken til at inntektene i DRT avtok med 10 %, skyldes at flere store prosjekter ble levert i 2011. Selv om Subsea økte sine inntekter, resulterte problemene i Brasil i et tap på 600 millioner. Også i

enheten PRS rapporterer selskapet at det oppsto en driftsproblemer, ergo underpresterte også denne enheten. Ordreinngangen i 2011 var 37 % høyere enn forrige år, så også for dette segmentet forventes det mer av året 2012 enn året 2011. Ordreservene økte med 27 %.

DRT sikret seg kontrakter for levering av syv nye borepakker for dypt vann i 2011. Subsea sikret også en rekke store kontrakter i 2011, blant annet en kontrakt om å levere fem produksjonssystemer til Norge og Malaysia. I 2012 besluttet selskapet å investere 500 millioner NOK i et Subsea-anlegg for å forberede seg på ventet vekst i årene fremover. Investeringene vil doble kapasiteten på tilvirkningsanleggene i Norge og Malaysia. I 2011 sikret Umbilicals fem store leveranser, og en rekke avtaler har blitt inngått i 2012. Denne enheten gjør det svært bra allerede, hvor selskapet er markedsleder. Selskapet besluttet å investere 350 millioner NOK i et anlegg i Malaysia for å møte forventet økning i vekst og behovet i stillehavsområdet i Asia. Selskapet har posisjonert seg for å levere produkter til hele oppstrømsverdikjeden, og dette vil sannsynligvis medføre at inntektene i større grad stabiliseres fordi selskapet blir mindre konjunkturutsatt. Dette segmentet er også et felt hvor selskapet nyter godt av sine fordeler innen humankapital og teknologiske ressurser. Jeg forventer dermed en noe høyere vekst i inntektene enn for ingeniørløsninger, og estimatet 6 – 10 % i tråd med forventet organisk vekst, vil trolig være oppnåelig i perioden 2013 – 2015. I resten av prognosen forventet jeg også bedre vekst enn for ingeniørløsninger fordi selskapet har en sterk posisjon i segmentet. I perioden etter prognosen anslår jeg estimert vekst til 2,4 %.

Feltløsninger

I dette segmentet finner vi den største enheten i selskapet, MMO. Dette er også et segment hvor Aker Solutions er markedsleder i Norge. Fra 2010 til 2011 økte selskapet inntektene med 9,8 %. Mesteparten kom fra en 7,9 % økning i MMO, men også OMA hadde en sterk økning på 31,4 %. WIS på sin side økte med 15,4 %. Ordreinngangen avtok med 35 %, mens ordreservene avtok med 11 % i 2011. Dette kan tolkes som negativt, men så langt i 2012 har Aker Solutions inngått en rekke kontrakter i dette segmentet. Blant annet inngikk de i april en langsiktig gigantavtale med Statoil for enheten OMA. Kontrakten går over åtte år, med opsjon på tre toårsperioder. Kontraktsverdien anslås til 1,9 milliarder USD. I tillegg har de inngått flere store avtaler innen MMO og WIS. Fremtidsutsiktene er gode for denne enheten, og mye skyldes nok at selskapet har lyktes i å posisjonere seg der behovet for fremtiden ligger. Blant annet er mye av ideen bak kontrakten de har inngått med Statoil nettopp det å øke utvinning, og gjøre det mulig å produsere olje og gass som ellers ville være tapt.

Det forventes at det vil bli endringer i dette segmentet i tiden som kommer. Selv om det har vært en økning i inntektene fra 2010 til 2011, kan de ulike fartøyene som inngår i segmentet, eksempelvis Skandi Aker som tidvis i 2011 var uten kontrakt, føre med seg enorme kostnader som følg av en høy fast kostnadsbase. Dette resulterte i et tap for OMA-enheten i 2011.

Selskapet har nå gått inn i kontrakt med Total, og har dermed lyktes å få Skandi Aker i arbeid. Likevel er det kritisk at fartøyene er på kontrakt. I tillegg har selskapet ymtet frampå at de ønsker en ny strategisk løsning for Aker Oilfield Services, datterselskapet som skal operere Statoil-kontrakten. Uavhengig av hva som skjer i enheten, gjør MMO det sterkt, og Statoil-kontrakten er positivt for selskapet både på kort og lang sikt. Totalt anslår jeg relativt lik utvikling i dette segmentet som for ingeniørløsninger i de første fire årene. I resten av prognosen vil veksten konvergere mot en årlig vekst på 2 %.

Oppsummering

Tabellene nedenfor oppsummerer forventede driftsinntekter for de ulike segmentene på totalnivå, samt vekst i prosent:

Tabell 14: Prognostiserte inntekter

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Totale driftsinnt.	35 460	41 494	45 023	47 997	50 667	52 917	55 023	57 078	59 066	60 959	62 745	64 328
Produktløsninger	19 707	23 648	25 777	27 581	29 236	30 552	31 774	32 949	34 070	35 126	36 109	36 976
Feltløsninger	12 178	14 005	15 125	16 033	16 834	17 508	18 120	18 718	19 299	19 839	20 335	20 742
Ingeniørløsninger	3 253	3 741	4 022	4 283	4 497	4 758	5 029	5 311	5 598	5 894	6 201	6 511
Netto annet	322	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Tabell 15: Prognostisert vekst i inntekter

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Totale driftsinntekter	7,3 %	17,0 %	8,5 %	6,6 %	5,6 %	4,4 %	4,0 %	3,7 %	3,5 %	3,2 %	2,9 %	2,5 %
Produktløsninger %	7,2 %	20,0 %	9,0 %	7,0 %	6,0 %	4,5 %	4,0 %	3,7 %	3,4 %	3,1 %	2,8 %	2,4 %
Feltløsninger %	9,8 %	15,0 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,5 %	3,3 %	3,1 %	2,8 %	2,5 %	2,0 %
Ingeniørløsninger %	-7,4 %	15,0 %	7,5 %	6,5 %	5,0 %	4,2 %	4,0 %	3,6 %	3,3 %	2,9 %	2,6 %	2,3 %

6.4 Prognose av resultatregnskap

Koller et al. (2010:194) beskriver en prosess som består av tre steg som er nyttig når man skal prognostisere de individuelle postene i resultatregnskapet:

1. Avgjør hvilke økonomiske forhold som driver posten
2. Estimer prognostisert forhåndstall for den aktuelle posten
3. Multipliser det prognostiserte forhåndstallet med et estimat av driveren

De aller fleste postene er direkte linket opp mot inntekter. Noen poster er linket opp mot spesifikke eiendeler eller gjeld, eksempelvis renteinntekter, rentekostnader, avskrivninger og lignende. De fleste poster vil i prognosen vurderes individuelt.

6.4.1 EBITDA-margin

Før man går inn i detalj på de andre resultatelementene, er det viktig å sikre konsistens mellom estimerte verdier og estimert EBITDA-margin. EBITDA-marginen kalkuleres som EBITDA delt på selskapets driftsinntekter. Selskapets historiske EBITDA-margin er som følger:

Tabell 16: Historisk EBITDA-margin

	2007	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
EBITDA-margin (opprinnelig)	6,75 %	5,81 %	8,13 %	8,27 %	8,19 %	9,96 %	9,66 %
EBITDA-margin (omgruppert)	7,12 %	5,94 %	8,09 %	8,11 %	7,81 %	9,45 %	7,63 %

I perioden 2007 – 2008 falt marginen, mens den økte relativt mye året etter. Tallene for 2011 (opprinnelig) forstyrres i stor grad av inntekter på 807 millioner NOK som ikke forventes å opprettholdes i fremtiden. Spørsmålet er hvorvidt marginene ovenfor er lavere eller høyere enn det vi kan forvente av selskapet i fremtiden, noe jeg vil analysere på aggregert nivå. Jeg har bare informasjon vedrørende opprinnelig EBITDA per rapporteringssegment, ikke justert. Dette innebærer at historiske data inneholder elementer som vil forstyrre EBITDA-marginen for 2010* og 2011. Jeg vil likevel analysere opprinnelig EBITDA-margin per enhet for å forsøke å hente ut trender jeg kan sammenligne med fremtidige forventninger for segmentene.

Ingeniørløsninger

Tallmaterialet nedenfor viser at dette segmentet økte sin margin i perioden 2010 til 2011:

	2010			2011		
	<i>Inntekter</i>	<i>EBITDA</i>	<i>EBITDA margin</i>	<i>Inntekter</i>	<i>EBITDA</i>	<i>EBITDA margin</i>
Ingeniørløsninger	3 514	292	8,3 %	3 253	374	11,5 %

En EBITDA-margin på 11,5 % tror jeg er mye å forvente av dette segmentet de neste årene. Det er forventet gode markedsforhold fremover, men ingeniørløsninger er ikke det segmentet hvor det forventes høyest vekst. Selskapet har likevel relativt god kostnadskontroll, og veksten fra 2010 til 2011 viser at segmentet kan opprettholde gode marginer. Jeg anslår at dette segmentet vil klare å opprettholde en margin på rundt 10 % i de neste årene.

Produktløsninger

Dette segmentet opplevde en nedgang i EBITDA-marginen i perioden 2010 til 2011. Dette skyldes i hovedsak problemene i Brasil og problemene i PRS. I årsrapporten for 2011 viser oversikten at Subsea hadde en negativ EBITDA på 138 millioner, mens PRS sin EBITDA falt med 65 %. De andre økte sin EBITDA, eller holdt den på et relativt likt nivå.

	2010			2011		
	<i>Inntekter</i>	<i>EBITDA</i>	<i>EBITDA margin</i>	<i>Inntekter</i>	<i>EBITDA</i>	<i>EBITDA margin</i>
Produktløsninger	18 391	1 591	8,7 %	19 707	1 136	5,8 %

Dette innebærer at EBITDA-marginen falt som følge av problemer jeg anslår som midlertidige. Dette i kombinasjon med gode fremtidige markedsforhold, gjør at forventninger til fremtiden er større for segmentet, spesielt for Subsea. Segmentet produktløsninger vil sannsynligvis oppnå en EBITDA-margin på omtrent nivået for 2010 i løpet av 2012. Videre antar jeg at marginene vil ligge på omtrent 10 %. Det er ikke trolig at segmentet klarer å øke marginene spesielt mye mer enn dette siden selskapet øker fokus på kvalitet som følge av problemene som oppsto, og dette kan gjøre det vanskelig å senke kostnadene ytterligere.

Feltløsninger

Dette segmentet hadde høyest EBITDA-margin i 2010. I 2011 falt denne ned til 8,4 %.

	2010			2011		
	<i>Inntekter</i>	<i>EBITDA</i>	<i>EBITDA margin</i>	<i>Inntekter</i>	<i>EBITDA</i>	<i>EBITDA margin</i>
Feltløsninger	11 096	1 234	11,1 %	12 178	1 025	8,4 %

Den store synderen som forårsaket lav EBITDA-margin i 2011, var enheten OMA. Enheten opplevde en negativ EBITDA på 212 millioner, og mange av disse kostnadene er i forbindelse med fartøyene selskapet opererer, spesielt Skandi Aker som sto uten kontrakt. Dette er forhold jeg ikke forventer vil inntreffe i fremtiden. Med hensyn til de kontrakter selskapet har inngått for fremtiden, tror jeg denne avdelingen vil ende opp med en svært god EBITDA-margin i årene som kommer. Verdien vil trolig overstige nivået for 2010, men dette kan ta litt tid.

6.4.2 Resultatelementer før EBITDA

I analysen skal jeg prognostisere fire resultatelementer før jeg beregner EBITDA, disse er driftskostnadene samt resultat fra tilknyttet virksomhet. I følge Koller et al. (2010:196) er alle driftskostnadene naturlig drevet av driftsinntektene, og jeg vil dermed benytte driftsinntekter

som driver. Totale driftskostnader i prosent av driftsinntekter økte en del i 2008, muligens relatert til finanskrisen. I tiden etter har de vært relativt stabile rundt 90 – 92 %. Fullstendig oversikt over utviklingen i disse postene finnes i Vedlegg 13.

Materialer, varer og tjenester

Materialer, varer og tjenester lå på nesten 63 % av inntektene i 2007. Nivået har stadig avtatt, og mye skyldes fokus på kostnadsbesparelser som en respons på finanskrisen. Det er ikke realistisk at denne type kostnader skal fortsette å reduseres i samme hastighet som tidligere. Dersom vi sammenligner 2010 og 2010*, sank kostnadene 10 % ved utskillelsen av Kværner og P&C, noe som forteller mye om kostnadsstrukturen i det ”gamle” kontra det ”nye” Aker Solutions. Økning fra 2010* til 2011 var svak, og det er usikkert om dette er en trend, eller om det er ren tilfeldighet. Problemene i Brasil 2011 var relatert til prestasjoner og kvalitet, og det ble besluttet å foreta forbedringer på disse to områdene. Økningen fra 2010* til 2011 kom muligens fra oppryddingsarbeidet. Det er likevel sannsynlig at en satsning på økt kvalitet kan medføre at kostnadene vil øke i årene som kommer. Samtidig har selskapet forhandlingsmakt over sine leverandører, og en drastisk økning i kostnadene er dermed usannsynlig. Jeg antar at kostnaden vil øke litt i den første delen av analyseperioden, for detter å stabiliseres i etterkant.

Lønnskostnader

Siden 2007 har kostnadene økt jevnt, noe som innebærer at lønnskostnadene har hatt motsatt trend som kostnader relatert til varer, materialer og tjenester. Dette kan komme av at selskapet har fått større andel fast ansatte kontra innleide ansatte. Det kan også være at selskapet har endret fokus. Dersom vi sammenligner med trenden for forrige kostnadspost, er det mulig at selskapet beveger seg mot mer tjenesteorientering og mindre produktorientering, og at dette har forårsaket en endring i kostnadsstrukturen. I liket med forrige kostnadspost har vi en relativt stor forandring fra 2010 til 2010*. Oppgangen var på omtrent 5 %, noe som bekrefter en mulig endring i kostnadsstrukturen. Igjen er det vanskelig å si noe om hvilken trend lønnskostnadene i det ”nye” Aker Solutions vil få, fordi utviklingen fra 2010* til 2011 er motsatt av tidligere utvikling. Selskapet har fokusert på humankapital og teknologiske løsninger, og dette kan være en av årsakene til at selskapets lønnskostnader over tid har økt. Utviklingen i markedet innebærer at fokus vil gå mot mer avanserte teknologiske løsninger, og dette vil kreve flere høyt utdannede ansatte. Jeg anslår at lønnskostnaden vil falle litt i 2012, for deretter å stige svakt hele planleggingsperioden. Økningen vil ikke være drastisk fordi selskapet er i en posisjon hvor de kan importere arbeidskraft fra lavkostnadsland.

Andre driftskostnader

Denne posten innebærer kostnader til elektrisitet, reising, vedlikehold, IT-utstyr, forsikring, leieutgifter osv. I perioden 2007 til 2009 økte andre driftskostnader, før de i 2010 falt. Etter Kværner og P&C ble bestemt skilt ut, økte de med omtrent 3,5 %. I perioden 2010* til 2011 var økningen på omtrent 1 %, og per 2011 ligger den på 15,3 %. Jeg tror gode markedsforhold vil føre til at kostnadene i den første delen av planleggingsperioden ligger på 14 %. I den andre delen av prognoseperioden anslår jeg at kostnadene vil ligge på 15 %.

Resultat fra tilknyttet virksomhet

I omgrupperingen av regnskapet ble investeringer i tilknyttet virksomhet klassifisert som driftsrelaterte. Dette innebærer at resultatet fra disse må inngå ved utregning av EBITDA. Koller et al. (2010:198) forklarer at slike poster normalt ikke kan prognostiseres ved hjelp av en tradisjonell driver, eksempelvis driftsinntekter. I løpet av de siste fem årene har resultatet fra disse selskapene vært negative, utenom i 2009 da det var relativt høyt. Dette betyr at disse selskapene ikke følger samme utvikling som selskapet selv. Dette kan eksempelvis være en indikasjon på at de er utsatt for ulik risiko enn Aker Solutions. Selv om investeringene er langsiktige, vil noen av dem på et tidspunkt bli solgt, og dette gjør det vanskelig å predikere noe i forhold til de selskap Aker Solutions per i dag sitter på. Tar man utgangspunkt i de siste fem årene, går resultatet omtrent i null. Dermed forutsetter jeg at resultatet fra investeringene i fremtiden vil nullstille hverandre, og setter forventet verdi lik 0.

6.4.3 Resultatelementer etter EBITDA

Før jeg kan finne årsresultat og NOPLAT, må jeg estimere hvordan de øvrige postene i resultatet vil utvikle seg. Fullstendig oversikt over historisk utvikling finnes i Vedlegg 13. I selskapets resultatregnskap innebærer dette avskrivninger og amortiseringer, finanskostnader, finansinntekter, gevinst eller tap på forwardkontrakter i utenlandsk valuta samt skatt. I den videre analysen vil jeg slå sammen finanskostnader og finansinntekter til netto finansposter. Jeg vil ikke gå inn på gevinst/tap på forwardkontrakter. I kapittel 5 har jeg vurdert denne posten som en unormal post, ikke fordi man ikke kan forvente at posten dukker opp, men fordi verdiene over tid nuller hverandre ut. Denne vil dermed ikke medberegnas.

Avskrivninger

Koller et al. (2010:196) beskriver tre alternativer når man skal prognostisere avskrivninger. Man kan enten prognostisere dem som en prosent av inntekter, som en prosent av eiendom,

anlegg og utstyr (PP&E) eller man estimere dem basert på planlagte kjøp av utstyr og avskrivningsplaner. Sistnevnte alternativ innebærer at man har inngående kunnskap til slike forhold, noe jeg ikke har. I utgangspunktet kan man si at analysen avhenger av hvorvidt balanseverdi av PP&E korrelerer med selskapets driftsinntekter. PP&E i prosent av driftsinntekter har økt markant de siste årene, noe som har medført at avskrivninger i prosent av driftsinntekter har tredoblet seg. Avskrivninger i prosent av PP&E har holdt seg langt mer stabile, og i perioden 2008 til 2011 utgjorde avskrivninger omtrent 12 % av PP&E. Fremtidige avskrivninger blir dermed sannsynligvis mer korrekte dersom jeg legger PP&E til grunn, og jeg anslår at avskrivninger vil utgjøre 12 % av selskapets PP&E i analyseperioden.

Amortiseringer

For amortiseringer vil jeg følge samme logikk som ovenfor. Immaterielle eiendeler er en av bedriftens største balanseposter, samtidig har avskrivningene på disse vært svært lave. I utgangspunktet er de så lave at selskapet i praksis ikke avskriver sine immaterielle eiendeler. Dette er muligens unaturlig, men siden det har vært slik i hele perioden 2007 – 2011, vil en fremtidig korrigerende av dette ikke være i tråd med det man kan forvente i fremtiden.

Amortiseringer i prosent av immaterielle eiendeler har stadig økt, fra å være null, til litt over 1 %. Trenden for amortiseringer i % av driftsinntekter er den samme, og det gjør det vanskelig å anslå en fast prosent for hvert år. Siden økningen har vært markant hvert år, men også er marginalt avtagende, anslår jeg at amortiseringer utgjør 1,5 % av selskapets immaterielle eiendeler i perioden 2012 – 2015. Videre vil de utgjøre 2 % i resten av prognoseperioden.

Netto finansposter

Koller et al. (2010:198) forklarer at finansinntekter og -kostnader bør knyttes direkte opp mot den gjelden eller eiendelen som genererer den aktuelle inntekten eller kostnaden. Dermed bør finansinntekter knyttes opp mot kontanter og kontantekvivalenter samt andre tilsvarende poster, mens finanskostnader bør knyttes opp mot finansiell gjeld. Fordi jeg senere benytter kontanter og kontantekvivalenter for å balansere balansen, innebærer dette at det er den siste posten jeg estimerer. Uten å vite verdien på årsresultatet, kan man ikke estimere kontanter og kontantekvivalenter. Samtidig finner man ikke årsresultatet dersom man ikke kan estimere netto finansposter. Dette gjør at jeg må benytte andre metoder for å estimere denne posten.

Modellen min er designet slik at selskapet ikke tar opp ny gjeld, samtidig som posten kontanter og kontantekvivalenter blir svært stor. Dette er i tråd med Koller et al. (2010:205-

207) sin fremgangsmåte. I praksis innebærer dette at vi får høye finansinntekter, men finanskostnader som holder seg stabile. Balansefordelingen har ingen påvirkning på investert kapital, men den påvirker derimot netto finansposter. For å skape en situasjon mest mulig lik realiteten, velger jeg å holde finanskostnader stabile, mens finansinntektene estimeres som en fast andel av selskapets finanskostnader. Den delen av finansresultatet som består av virkelig verdi på ikke-kvalifiserte sikringsinstrumenter, holdes utenfor beregningene fordi denne forutsettes utsatt for ”random walk”. I 2007 og 2008 utgjorde finansinntekter rundt 60 – 65 % av finanskostnader, mens de i etterkant har utgjort 25 % – 35 %. Dermed anslår jeg at finansinntekter utgjør 30 % av finanskostnadene. Dette innebærer at netto finansposter utgjør dagens beløp for finanskostnader på 718 millioner fratrukket 30 % av dette beløpet.

Skatt

Fordi finansielle poster inngår i resultatregnskapet, må jeg regne skatt både av finansielt resultat og driftsrelatert resultat. I kapittel 5 ble driftsrelatert skattesats estimert til 28,3 %, med den forutsetning at finansielt resultat ble skattet med 28 %. Disse tallene er relativt like, derfor anser jeg driftsrelatert skattesats på 28,3 % som en representativ effektiv skattesats.

6.4.4 Prognostisert resultatregnskap

I tabellene nedenfor er fullstendig resultatregnskap med respektive vekstfaktorer presentert.

Tabell 17: Prognostisert resultatregnskap

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Salgsinntekter	35 460	41 494	45 023	47 997	50 667	52 917	55 023	57 078	59 066	60 959	62 745	64 328
og tjenester	16 233	19 170	20 486	21 598	23 054	24 342	25 311	26 256	27 170	28 041	28 863	29 591
Bruttomargin	19 227	22 324	24 538	26 398	27 614	28 575	29 712	30 822	31 895	32 918	33 882	34 737
sosiale tjenester	11 007	12 448	13 732	14 735	15 656	16 404	17 057	17 751	18 369	19 019	19 576	20 070
Andre driftskostn.	5 443	5 809	6 078	6 240	6 333	6 350	6 603	6 849	7 088	7 315	7 529	7 719
langsiktige invest.	-73	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	2 704	4 066	4 727	5 424	5 624	5 821	6 053	6 222	6 438	6 584	6 776	6 947
Avskrivninger	830	797	864	922	973	1 016	1 056	1 096	1 134	1 170	1 205	1 235
EBITA	1 874	3 270	3 863	4 502	4 651	4 805	4 996	5 126	5 304	5 413	5 572	5 712
Amortiseringer	71	112	122	130	137	191	198	205	213	219	226	232
EBIT	1 803	3 158	3 741	4 372	4 514	4 614	4 798	4 920	5 091	5 194	5 346	5 481
Netto finanskostn.	423	503	503	503	503	503	503	503	503	503	503	503
Resultat før skatt	1 380	2 655	3 238	3 869	4 011	4 111	4 295	4 417	4 588	4 691	4 843	4 978
Skatt	391	751	916	1 095	1 135	1 164	1 215	1 250	1 299	1 327	1 371	1 409
Årsresultat	990	1 903	2 322	2 774	2 876	2 948	3 080	3 167	3 290	3 363	3 472	3 569

Tabell 18: Prognostisert vekst i resultatelementer

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Vekst i inntekter	7,3 %	17,0 %	8,5 %	6,6 %	5,6 %	4,4 %	4,0 %	3,7 %	3,5 %	3,2 %	2,9 %	2,5 %
MV&T i % av DI	45,8 %	46,2 %	45,5 %	45,0 %	45,5 %	46,0 %	46,0 %	46,0 %	46,0 %	46,0 %	46,0 %	46,0 %
Lønn i % av DI	31,0 %	30,0 %	30,5 %	30,7 %	30,9 %	31,0 %	31,0 %	31,1 %	31,1 %	31,2 %	31,2 %	31,2 %
Andre DK i % av DI	15,3 %	14,0 %	13,5 %	13,0 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Avsk. i % av PP&E	11,2 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Amort. i % av IE	1,1 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBITDA-margin	7,6 %	9,8 %	10,5 %	11,3 %	11,1 %	11,0 %	11,0 %	10,9 %	10,9 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %

6.5 Prognose av balansen

Koller et al. (2010:201) forklarer at det første man må ta stilling til når man skal prognostisere balansen, er hvorvidt man skal prognostisere de ulike postene direkte, det vil si at utgående balanse er en funksjon av eksempelvis inntekt, eller indirekte, som innebærer at endringen i postene er en funksjon av veksten i inntekt. Jeg vil benytte den direkte metoden fordi den sies å være mer stabil. Historisk utvikling i de ulike postene i balansen er vedlagt i Vedlegg 14.

6.5.1 Driftsrelatert arbeidskapital

Driftsrelatert arbeidskapital tilsvarer driftsrelaterte omløpsmidler fratrukket driftsrelatert kortsiktig gjeld. Jeg vil prognostisere omløpsmidlene og kortsiktig gjeld separat. Historisk har det vært stor variabilitet i hvor stor andel de driftsrelaterte omløpsmidlene utgjør av selskapets driftsinntekter. I de fleste periodene har den likevel vært rundt 40 %. I 2007 var andelen svært lav, noe som skyldtes lav andel kundefordringer. 2010* er heller ikke et spesielt representativt år fordi noen eiendeler ble skilt ut i forbindelse med salget av P&C og fisjonen med Kværner. Tallene fra 2010 og 2011 på henholdsvis 43 % og 45 % kan tyde på at andelen har økt litt fra basisen på 40 %, og jeg anslår omløpsmidlene som 43 % av driftsinntekter.

Årene 2007 og 2010* er heller ikke spesielt representative for driftsrelatert kortsiktig gjeld. I de fleste årene har kortsiktig gjeld vært rundt 40 % av driftsinntekter. I motsetning til andelen omløpsmidler gikk andelen kortsiktig gjeld ned fra 2010 til 2011. I utgangspunktet lå gjelden litt høyere enn omløpsmidlene, mens det per 2011 er motsatt. Gapet mellom dem er også relativt høyt per 2011. Jeg forventer fremover at andelen kortsiktig gjeld vil være lavere enn for omløpsmidlene, og anslår kortsiktig gjeld til 40 % av inntektene.

6.5.2 Varige driftsmidler

Ved prognostisering av varige driftsmidler følger jeg samme logikk som for arbeidskapitalen. Ergo innebærer prognosen også langsiktig driftsrelatert gjeld. Varige driftsmidler innebærer

eksempelvis eiendom, anlegg og utstyr, immaterielle eiendeler, investeringer i tilknyttede selskap og felleskontrollert virksomhet. Siden eiendom, anlegg og utstyr og immaterielle eiendeler er store poster, vil jeg evaluere disse hver for seg. De andre varige driftsmidlene slås sammen. Også driftsrelatert langsiktig gjeld vurderes separat. Koller et al. (2010:202) anbefaler at de fleste varige driftsmidler prognostiseres som en prosent av inntektene.

Immaterielle eiendeler

Ser vi bort i fra 2010* og 2009*, har disse eiendelene økt rundt 3 % nesten hvert år. Selv sier selskapet at de planlegger å øke inntektene med 3 – 5 % hvert år gjennom oppkjøp. Denne økningen har jeg ikke tatt hensyn til ved prognostisering av fremtidig inntektsvekst. Grunnen er at Koller et al. (2010:204) ikke anbefaler å ta hensyn til forventede oppkjøp, fordi empirisk litteratur har dokumentert at det typiske oppkjøp som regel ikke skaper verdi for aksjonærene til kjøper, bare for aksjonærene til selskapet som kjøpes. Aker Solutions både kjøper og selger bedrifter, men vekststrategien går mot flere kjøp enn salg og derfor velger jeg å se bort i fra dette. Jeg vil derfor sette nivået av fremtidige immaterielle eiendeler lik dagens nivå på 18 %.

Eiendom, anlegg og utstyr

Eiendom, anlegg og utstyr i prosent av inntektene har også økt med årene. Andelen i 2010* og 2011 på henholdsvis 23 % og 21 %, er begge kunstig høye som følge av lavere inntekter enn normalt på grunn av salget av P&C og fisjonen med Kværner. Andelene fra 2009 og 2010 ligger på henholdsvis 12 % og 13 %. Det kan være at disse er mer representative fordi inntektene forventes å øke, men jeg tror også omleggingene har ført til strukturendringer. Dermed forventer jeg at andelen vil stabilisere seg på rundt 16 % i årene fremover.

Andre varige driftsmidler

Denne posten inneholder en rekke elementer man i utgangspunktet bør være forsiktig med å prognostisere relativt til driftsinntektene i følge Koller et al. (2010:204-205). Eksempler på dette er blant annet investeringer i andre selskaper. Fordi posten er relativt liten sammenlignet med andre poster, tror jeg det gir liten merverdi å gå dypere inn i detalj, og velger dermed å analysere anleggsmidlene med bakgrunn i selskapets salgsinntekter. Andelen andre varige driftsmidler har økt fra 1 % til 4 % de siste årene. Jeg anslår at andelen vil fortsette å øke svakt i første del av analyseperioden, for deretter å stabilisere seg på 5 %.

Langsiktig, driftsrelatert gjeld

Denne gjelden består i hovedsak av langsiktige forpliktelser ved utsatt skatt og andre forpliktelser. Posten har holdt seg svært stabil over tid rundt 3 % av driftsinntekter. Økningen i 2010* og 2011 på henholdsvis 5 % og 6 %, skyldes lavere inntekter enn normalt. Dermed anslår jeg at den vil vedvare rundt 3 % når selskapets inntekter tar seg opp fra og med 2012.

Capex

Med bakgrunn i informasjonen ovenfor har jeg det jeg trenger for å kalkulere selskapets CAPEX (Capital Expenditures). Capex kalkuleres ved å summere økningen i netto varige driftsmidler og avskrivninger og amortiseringer assosiert med de varige driftsmidlene:

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
CAPEX	53	2 379	2 318	2 200	2 162	2 118	2 013	2 041	2 062	2 071	2 074	2 037

6.5.3 Finansielle eiendeler

De finansielle eiendelene består av kontanter og kontantekvivalenter, finansielle derivater, pensjonsmidler og rentebærende langsiktige og kortsiktige fordringer. Jeg vil analysere kontanter og kontantekvivalenter separat, mens jeg slår de andre postene sammen.

Kontanter og kontantekvivalenter

Koller et al. (2010:205) forklarer at for at balansen skal balansere, må en post fungere som ”plug”. Man kan benytte eksempelvis ”ny utstedt gjeld”, kontanter og kontantekvivalenter, langsiktig gjeld eller egenkapitalen for å balansere balansen. For å forenkle prognosen antar jeg at kontanter og kontantekvivalenter fungerer som ”plug”, og vil dermed estimere denne postens verdi når jeg har prognostisert alle de andre elementene.

Andre finansielle eiendeler

I lyset av finanskrisen økte selskapets finansielle eiendeler som andel av driftsinntektene. I hovedsak var økningen relatert til en sterk økning i selskapets finansielle derivater. I etterkant har nivået økt svakt, og sannsynligvis er årsaken at inntektsnivået har falt samtidig som de finansielle eiendelene økte betraktelig fra 2010 til 2011. Økningen kom utelukkende av en økning i selskapets rentebærende, langsiktige fordringer og gjaldt i hovedsak lån til EZRA Holding Ltd. Jeg anser ikke dette som en situasjon som vil vedvare, og dermed tror jeg at et nivå på 4 % vil være naturlig i årene som kommer.

6.5.4 Finansiell gjeld

Selskapets finansielle gjeld inkluderer langsiktig gjeld, pensjonsforpliktelser, finansielle derivater og rentebærende, kortsiktig gjeld. Historisk har gjeldsandelen vært veldig lav, og for øyeblikket er den innenfor maksimal anbefalt gjeldsandel. Jeg forutsetter at selskapet ikke øker sin gjeldsandel i fremtiden ved å ta opp mer gjeld, da dette kan sette dem i en risikofylt posisjon. Jeg forutsetter dermed at finansiell gjeld vil holde seg stabilt på dagens nivå.

6.5.5 Egenkapital og minoritetsinteresser

For å prognostisere selskapets egenkapital, vil jeg følge Koller et al. (2010:205) sin anbefaling om benytte prinsippet om "clean surplus accounting". Dersom regnskapsføringen er "ren", vil bare egenkapitalen øke som følge av tilbakeholdt overskudd. Jeg vil dermed benytte følgende formel ved beregning av endring i egenkapitalen (Koller et al., 2010:205):

$$\Delta \text{Tilbakeholdt overskudd}_t = \text{Årsresultat}_t - \text{Utbytte}_t$$

De siste årene har selskapet utbetalt utbytte på mellom 14 og 53 % av årsresultatet. Selskapets utbyttepolitikk innebærer å utbetale utbytte på 30 – 50 % av selskapets årsresultat. Jeg estimerer forventet utbytte i fremtiden til 50 % av årsresultatet. For å estimere tilbakeholdt overskudd for 2012, trenger jeg informasjon om tilbakeholdt overskudd for 2011. For enkelthetens skyld benytter jeg endringen i balanseposten for 2011. Endringen fra 2010 til 2011 var på 876 millioner, og dermed setter jeg tilbakeholdt overskudd for 2011 lik dette beløpet.

6.5.6 Prognostisert balanse

Tabell 19: Prognostisert balanse

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftsrelaterte omløpsmidler	15 816	17 842	19 360	20 639	21 787	22 754	23 660	24 544	25 398	26 212	26 980	27 661
Driftsrelaterte anleggsmidler												
Eiendom, anlegg og utstyr	7 409	6 639	7 204	7 679	8 107	8 467	8 804	9 133	9 451	9 753	10 039	10 293
Immaterielle eiendeler	6 310	7 469	8 104	8 639	9 120	9 525	9 904	10 274	10 632	10 973	11 294	11 579
Andre driftsrelaterte AM	1 388	1 743	1 981	2 208	2 432	2 646	2 751	2 854	2 953	3 048	3 137	3 216
Kontanter og kontantekviv.	1 308	2 458	2 916	3 822	4 897	6 179	7 689	9 265	10 931	12 675	14 519	16 498
Andre finansielle eiendeler	1 881	1 660	1 801	1 920	2 027	2 117	2 201	2 283	2 363	2 438	2 510	2 573
Totale eiendeler	34 112	37 811	41 366	44 907	48 370	51 687	55 009	58 352	61 727	65 099	68 479	71 821
Egenkapital + MI	11 317	13 145	15 182	17 445	19 759	22 109	24 525	26 984	29 505	32 063	34 675	37 336
Driftsrelatert langsiktig gjeld	1 971	1 245	1 351	1 440	1 520	1 588	1 651	1 712	1 772	1 829	1 882	1 930
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	14 000	16 598	18 009	19 199	20 267	21 167	22 009	22 831	23 626	24 384	25 098	25 731
Finansiell gjeld	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824
Total egenkapital og gjeld	34 112	37 811	41 366	44 907	48 370	51 687	55 009	58 352	61 727	65 099	68 479	71 821

Tabell 20: Prognostisert vekst i balanseposter

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftsrelaterte OM	44,6 %	43 %	43 %	43 %	43 %	43 %	43 %	43 %	43 %	43 %	43 %	43 %
Driftsrelaterte AM												
PP&E	20,9 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %
Immaterielle eiendeler	17,8 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %
Andre driftsrelaterte AM	3,9 %	4,2 %	4,4 %	4,6 %	4,8 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Andre finansielle eiendeler	5,3 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Driftsrelatert LG	5,6 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Driftsrelatert KG	39,5 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %
Utbytte i % av årsresultat	-	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %

* Vekstrater i % av driftsinntekter hvis ikke annet oppgitt

6.6 Prognose av ROIC og fri kontantstrøm

Med bakgrunn i informasjonen ovenfor kan man finne prognostisert NOPLAT og investert kapital. Dette gjør det mulig å finne prognostisert ROIC. Beregningene for investert kapital og NOPLAT vil jeg ikke vise her, men de er vedlagt i Vedlegg 15. Resultatene er som følger:

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
NOPLAT	1 293	2 264	2 683	3 135	3 237	3 309	3 440	3 528	3 651	3 724	3 833	3 930
Inv. kap.	14 952	15 851	17 289	18 527	19 659	20 638	21 459	22 261	23 036	23 774	24 470	25 088
ROIC	8,6 %	14,7 %	16,2 %	17,5 %	17,0 %	16,4 %	16,3 %	16,1 %	16,1 %	15,9 %	15,9 %	15,9 %

Som man ser vil ROIC øke markant de første årene av prognoseperioden, for deretter å falle sakte og stabilisere seg rundt 15,9 %. Dette er i tråd med teorien om at selskapet har en strategisk fordel knyttet til humankapital og teknologisk kapital. På grunn av relativt høy rivalisering blant aktørene i bransjen, er det ikke trolig at selskapets ROIC blir høyere enn 15,9 % på lang sikt. Neste steg innebærer å kalkulere selskapets frie kontantstrømmer:

Tabell 21: Prognostisert fri kontantstrøm

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
NOPLAT	2 264	2 683	3 135	3 237	3 309	3 440	3 528	3 651	3 724	3 833	3 930
Avskrivn. og amort.	909	986	1 051	1 110	1 207	1 255	1 301	1 347	1 390	1 431	1 467
Brutto kontantstrøm	3 173	3 669	4 186	4 346	4 515	4 695	4 829	4 997	5 114	5 264	5 396
Endring i arbeidskapital	-571	106	89	80	67	63	62	60	57	54	48
CAPEX	2 379	2 318	2 200	2 162	2 118	2 013	2 041	2 062	2 071	2 074	2 037
Brutto investeringer	1 807	2 424	2 289	2 242	2 185	2 076	2 103	2 122	2 128	2 127	2 084
Fri kontantstrøm (FCF)	1 365	1 244	1 897	2 105	2 330	2 619	2 726	2 876	2 986	3 136	3 312

Fri kontantstrøm vil øke i 2012, for deretter å falle litt i 2013. Etter dette vil fri kontantstrøm kontinuerlig øke med årene i tråd med teorien om at selskapet har strategiske fordeler.

7 Avkastningskrav (WACC)

I dette kapitlet vil jeg estimere selskapets avkastningskrav. Avkastningskravet vil jeg videre benytte for å diskontere selskapets frie kontantstrøm slik at jeg kan estimere selskapets verdi.

7.1 Avkastningskrav egenkapitalen

Som forklart tidligere i oppgaven vil jeg benytte kapitalverdimodellen for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Nedenfor vil jeg redegjøre for og estimere de ulike parametrene i modellen, det vil si risikofri rente, r_f , markedspremien, $E(R_m) - r_f$ og beta, β_i .

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastning man oppnår på sikre verdipapirer. Risikofri rente kan splittes opp i "normal" realrente og generell prisstigning. Titman og Martin (2008:138) forklarer at dette estimatet er det minst kontroversielle vi må finne i kapitalverdimodellen. Dette skyldes at risikofri rente er bedriftsuavhengig og angår makroøkonomiske forhold (Bøhren og Gjørsum, 1999:229). Likevel må man ta tre viktige hensyn: hva skal vi benytte som risikofritt verdipapir, skal vi benytte kort, mellomlang eller lang tidsperiode og skal vi regne risikofri rente med eller uten skatt (Gjesdal og Johnsen, 1999:62; Titman og Martin, 2008:138).

Normalt benytter analytikere renten på statlige verdipapirer, eksempelvis statsobligasjoner, for å definere risikofri rente, men det er stor uenighet vedrørende tidshorisonten på renten man legger til grunn (Boye og Koekebakker, 2006:249). I følge Gjesdal og Johnsen (1999:58) kan valget av lengde på statsrenten kan ha stor betydning for størrelsen på avkastningskravet. I kapitalverdiens enkleste form forutsettes det at investorene har en investeringshorisont på ett år, ergo benytter man ofte 1-års statsrente ved fastsettelse av avkastningskravet (Gjesdal og Johnsen, 1999:58). Fordi et foretak normalt er et langsiktig prosjekt, kan ofte den lange statsobligasjonsrenten være mer korrekt når man definerer et avkastningskrav til bruk i verddivurdering (Boye og Meyer, 2008:98). Titman og Martin (2008:138) forklarer at det ideelle er å diskontere hvert års kontantstrøm med et avkastningskrav beregnet ut fra en rente med tilsvarende tidshorisont. Dette er derimot en sjelden praksis. Vanligvis velger man en tidshorisont i samsvar med kontantstrømmen som en helhet (Koller et al., 2010:241).

I følge Boye og Meyer (2008:99) vil de fleste forutsette at prisstigningen fremover tilsvarer dagens prisstigning, dermed anbefaler de å benytte mellomlang rente (2 – 3 år). De forklarer at lange obligasjoner inneholder en høyere "kursrisikopremie" som følge av at renteendringer

fører til større svingninger i kursen for lange enn for korte obligasjoner. Dette risikotillegget reduseres dersom man benytter mellomlang rente. Gjesdal og Johnsen (1999:60-62) mener ikke det er grunn til å tro at det er en likviditetspremie på de lange statsobligasjonene så lenge yieldkurven ikke er spesielt bratt, hvilket er den situasjonen vi er inne i for øyeblikket. Norli (2011:18) argumenterer for bruk av statsobligasjoner med 10 års løpetid fordi de er de mest likvide i markedet. Dette impliserer at yielden med stor sannsynlighet reflekterer obligasjonens faktiske forventede avkastning på det tidspunktet man foretar verdivurderingen. Gjesdal og Johnsen (1999:62) foreslår som et alternativ å inflasjonsjustere et fast realkrav. I perioden 1979 – 1998 ga risikofrie investeringer en årlig avkastning på 2 % utover generell prisstigning. Dette tilsvarer en avkastning på omtrent 2,78 % før skatt (Bøhren og Gjærum, 1999:229-230). I følge Boye og Koekebakker (2006:249) har risikofri realrente historisk vært 2,5 – 3,5 %. Forutsetter vi en fremtidig inflasjon på mellom 2 og 2,5 %, tilsvarer dette en rente på 4,5 – 6 %. Dette kan vi sammenligne med gjennomsnittlig rente på statsobligasjoner av ulik varighet de siste årene [49]:

Tabell 22: Gjennomsnittlig rente statsobligasjoner

	3 år	5 år	10 år
2011	2,24	2,56	3,12
2010	2,46	2,83	3,52
2009	2,71	3,33	4,00
2008	4,53	4,43	4,47
2007	4,79	4,77	4,78

Gjennomsnittlige renter på statsobligasjoner per 2011 er historisk lave for 2000-tallet. Normalt innebærer norsk pengepolitikk en årlig inflasjon på omtrent 2,5 %. Ordningen er likevel fleksibel, og inflasjonen vil trolig ligge på rundt 1,25 og 1,5 % i inneværende år (Norges Bank, 2012:7). Tar vi utgangspunkt i treårig rente og forutsetter lav inflasjon, innebærer dette en realavkastning på mellom 0,74 og 0,99 %. Med normal inflasjon på 2,5 % risikerer vi negativ realrente. Hovedproblemet er at rentene er kunstig lave som følge av den økonomiske situasjonen vi står ovenfor. Med bakgrunn i dette føler jeg at 10-årige statsobligasjoner vil gi et mest korrekt bilde, og setter dermed risikofri rente til 3,12 %.

I denne renten har jeg ikke medregnet skatt. Mange mener det er viktig å skattejustere risikofri rente fordi det gir en mer korrekt betajustering av egenkapitalkravet for norske, ordinære beskattede investorer (Gjesdal og Johnsen, 1999:76). Likevel vil man i praksis ofte se bort fra skattejustering, spesielt for større børsnoterte selskapet. En viktig grunn til dette er

at mange utenlandske investorer ikke er utsatt for beskatning. Av Aker Solutions investorer er omtrent 58 % av aksjonærene er norske, mens de resterende 42 % har annen nasjonalitet (AKSO årsrapport, 2011). I tillegg er denne feilen ubetydelig sammenlignet med andre feil man foretar i verdsettelsesprosessen (Gjesdal og Johnsen, 1999:76). Dette innebærer at jeg velger å ikke skattejustere risikofri rente. Jeg vil likevel illustrere de feil dette kan medføre:

Egenkapitalkrav før skatt:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f)$$

Skattejustert egenkapitalkrav:

$$E(R_i^*) = r_f(1 - s) + \beta_i[E(R_m) - r_f(1 - s)]$$

Da har vi følgende:

$$E(R_i^*) = r_f - sr_f + \beta_i[E(R_m) - r_f + sr_f]$$

$$E(R_i^*) = r_f - sr_f + \beta_i E(R_m) - \beta_i r_f + \beta_i sr_f$$

$$E(R_i^*) = [r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f)] - sr_f + \beta_i sr_f$$

$$E(R_i^*) = E(R_i) - sr_f(1 - \beta_i)$$

Dette innebærer at når beta er 1 har vi at $E(R_i^*) = E(R_i)$. Beta > 1 fører til $E(R_i^*) > E(R_i)$, mens beta < 1 fører til $E(R_i^*) < E(R_i)$. Ergo er det forskjell med mindre beta er 1.

7.1.2 Markedets risikopremie

Koller et al. (2010:242) definerer markedets risikopremie som differansen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente. Ingen vet nøyaktig hva korrekt risikopremie for Oslo Børs er, og den varierer også med børsens risikonivå og med investorenes risikoholdning (Gjesdal og Johnsen, 1999:63). Koller et al. (2010:242) forklarer at det ikke finnes en allmenn akseptert modell for å estimere markedets risikopremie, men at den vanligste innebærer å estimere historisk risikopremie og justere denne med skjønn. Boye og Meyer (2008:99) forklarer at antagelsen bak dette er at investorene historisk sett har realisert den risikopremien de har forventet. Alternativt kan man forsøke å estimere en fremtidsrettet markedspremie, eksempelvis ved å benytte regresjonsanalyser (Koller et al., 2010:242).

Gjesdal og Johnsen (1999:62) fant i sine undersøkelser at gjennomsnittlig meravkastning på Oslo Børs i perioden 1967 til 1998 var 6,2 %. Dette tilsvarer observasjoner fra lengre perioder i land som eksempelvis USA og Sverige. I følge Gjesdal og Johnsen (1999:65) er dette mer enn vi kan forvente av fremtidig normalnivå. Svingningene i meravkastningen har vært store i måleperioden, og disse knytter seg til konjunktuelle variasjoner og strukturelle endringer i

finansmarkedene. Normaliseringen og moderniseringen av børsen som har funnet sted etter 1985 har bidratt til å redusere disse svingningene, noe som fører til at man også forventer lavere risikopremie i fremtiden. Også en rekke andre forhold vil sannsynligvis redusere fremtidig markedspremie, eksempelvis redusert inflasjonsrisiko. Dermed konkluderer Gjesdal og Johnsen (1999:65-66) med at fremtidig, normal markedspremie for Oslo Børs ligger på 5 %, muligens mindre. Johnsen konkluderer senere med en markedspremie på 4 %, i tråd med hans og Gjesdals tidligere antagelser om en markedspremie på 5 % eller lavere [50].

Boye og Koekebakker (2006:249) forklarer at gjennomsnittlig realavkastning på Oslo Børs i perioden 1900 – 2005 var 4,3 %, mens gjennomsnittlig risikofri rente anslås til 1,2 % i samme tidsrom. Dette innebærer en risikopremie på 3,1 %. På grunn av overnevnte forhold mener de også at det er tvilsomt å bygge på historiske avkastningstall for Norge. De velger likevel å legge dem til grunn, men justerer skjønnsmessig, noe som fører til en risikopremie på 4 – 5 %. Sirnes konkluderer, med bakgrunn i tall fra MSCI Barra fra perioden 1970 til 2009, med en risikopremie på 10,3 % for hele perioden og 6,1 % for perioden 1990 – 2009 [51]. Perioden 1970 – 2009 sier han selv ikke er representativ fordi den er preget av en meget sterk økonomisk vekst på 70- og 80-tallet som vi tvilsomt vil oppleve i fremtiden [51]. Han forklarer at det er ønskelig å gå lengre tilbake i tid, men avdekker betydelige problemer med tallmaterialet publisert i perioden før 1970. Blant annet skjedde utbyttejustering før 1972 etter ansvarliges skjønn [52]. Dermed mener han vi bør benytte andre lands risikopremie.

Det viktigste man kan konkludere med er at det finnes mange ulike meninger vedrørende risikopremien og dens verdi. I tillegg kan det se ut til at de kalkulerede verdiene varierer på tross av at omtrent samme periode er lagt til grunn. Jeg velger derfor å forholde meg til de anbefalinger Gjesdal og Johnsen (1999) gir, og setter dermed markedspremien til 5 %. Dette tilsvarer en avkastning i markedet på $5 \% + 3,12 \% = 8,12 \%$.

7.1.3 Beta

Beta er et relativt risikomål fordi man ser på forholdet mellom den spesifikke risiko for aksjen og risikoen for markedet. Aksjens spesifikke risiko er den risiko vi ikke kan fjerne ved diversifisering (Gjesdal og Johnsen, 1999:20). Pike og Neale (2006:247) forklarer hvordan en aggressiv aksje har en beta større enn 1, mens en defensiv aksje har en beta mindre enn 1. For en aggressiv aksje vil dens avkastning bevege seg med en større andel enn markedet som en helhet. For hver prosentvis endring i markedets avkastning, vil aksjen øke/avta med mer enn

en prosent. For defensive aksjer vil avkastningen øke/avta med mindre enn en prosent. Beta er definert tidligere i oppgaven, og jeg vil dermed ikke gå nærmere inn på dette her.

7.1.3.1 Forutsetninger

En bedrifts sanne beta kan ikke observeres og må dermed estimeres. De fleste anbefaler at man gjennom regresjonsanalyse beregner et råestimat av beta basert på historisk avkastning. Deretter bør man justere estimatet for å forbedre det (Koller et al., 2010:249). Skal vi være teoretisk korrekte skal man benytte følgende regresjonsmodell (Titman og Martin, 2008:138):

$$(R_i - R_{rf}) = \alpha + \beta(R_m - R_{rf}) + \varepsilon$$

Hvor:

R_i = aksjens avkastning

α = skjæringspunkt

R_m = avkastning for markedet

ε = feilledd

R_{rf} = risikofri avkastning (risikofri rente)

Modellen er basert på kapitalverdimodellen og tar utgangspunkt i aksjens ekstraavkastning i forhold til markedsporteføljens ekstraavkastning. I denne sammenhengen er ekstraavkastning definert som avkastning utover risikofri avkastning (Titman og Martin, 2008:138). Likevel er det mange som benytter en forenklet regresjonsmodell som er kjent som markedsmodellen, eller Single Index Model (SIM). For enkelthetens skyld velger jeg å benytte markedsmodellen for å estimere Aker Solutions beta. Modellen ser ut som følger (Koller et al., 2010:249):

$$R_i = a + \beta R_m + e$$

I tillegg til at det finnes flere regresjonsmodeller, forklarer Reilly og Wright (1988:64) at det finnes ulike måter å definere avkastning på. Noen benytter vanlig prosentvis endring i aksjeprisen over tid, mens andre bruker logaritmisk avkastning. Forskjellene er relativt små for avkastninger mindre enn 10 til 15 %. Med tanke på volatiliteten i Aker Solutions aksje, innebærer dette at jeg velger å benytte logaritmisk avkastning for å finne Aker Solutions beta.

Koller et al. (2010:254) forklarer at estimering av beta er en høyst upresis prosess med høye standardfeil og vide konfidensintervall, noe som bidrar til å øke usikkerheten rundt kravet til egenkapitalen. Dette innebærer at man møter på et dilemma når man skal estimere beta. Desto flere observasjoner man benytter, desto lavere standardfeil har betaestimatet. Samtidig må vi

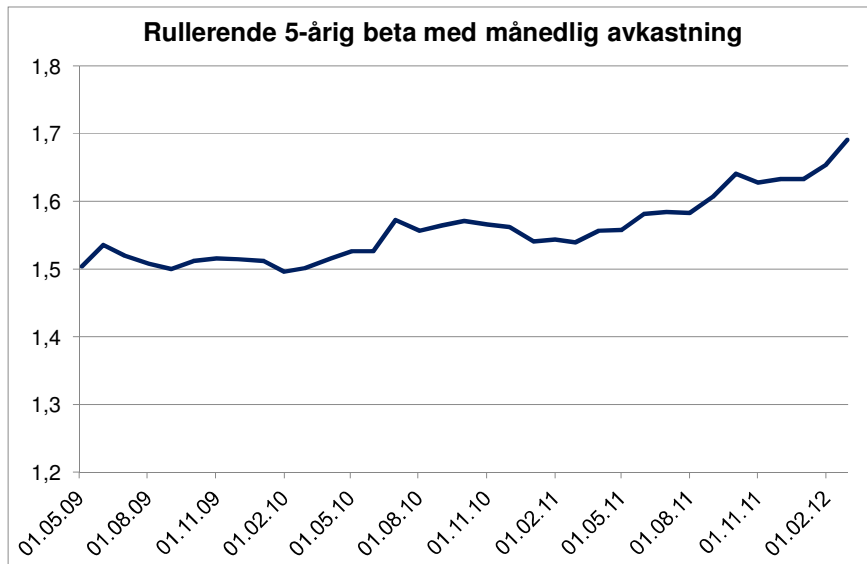
øke tidsperioden vår for å øke antall observasjoner, og en lang tidsperiode innebærer større sannsynlighet for at bedriften er vesentlig forandret (Daves, Ehrhardt og Kunkel, 2000:7). Koller et al. (2010:252) beskriver to andre problemer som oppstår når man bruker for korte tidsintervall. Dersom man står ovenfor en svært illikvid aksje, vil den over lengre perioder ikke omsettes. Dette vil i regresjonsanalysen tolkes som om aksjen er konstant. Aksjepriser rapporteres også for siste handel, noe som fører til at aksjen hopper mellom kjøps- og salgspriser, selv om den indre verdien er uendret. Men bakgrunn i dette anbefaler Koller et al. (2010:252), i likhet med mange andre, at man benytter fem år med månedlige data for å estimere beta. Daves et al. (2000:12) på sin side anbefaler at man benytter daglig avkastning i en periode på tre år fordi dette gir maksimal reduksjon i standardfeil. I Krishna (2010:167) sin undersøkelse varierte betaestimatene mye med variasjoner i avkastningsintervall. Nesten alle aksjene fikk en økning i beta da avkastningsintervallet gikk fra månedlig til daglig.

I tillegg til tidsperiode og tidsintervaller, vil også markedsproxy påvirke resultatet. I CAPM tilsvarer markedsporteføljen den vektete porteføljen til alle omsatte og ikke-omsatte eiendeler (Koller et al., 2010:252-253). Fordi vi ikke kan estimere den sanne markedsporteføljen, må vi benytte en proxy. Koller et al. (2010:253) anbefaler å ikke bruke en lokal markedsindeks fordi noen lands indekser ofte er overrepresentert med noen få industrier og bedrifter. Samtidig forklarer de at de fleste indekser er korrelerte, og at det dermed ikke har stor effekt på beta å variere proxy. Krishna (2010:165) rapporterer i sine undersøkelser en økning i daglig beta og en reduksjon i månedlige beta for samtlige aksjer når man benyttet en mer diversifisert proxy.

Krishna (2010:167) anbefaler at investorer bør vurdere kortere estimeringsperiode, daglig avkastning og mer diversifisert markedsproxy fordi dette reflekterer nylige endringer i bedriften. Samtidig anbefaler han at man benytter en beta estimert på månedlig avkastning og lengre estimeringsperioder dersom man foretar langsiktige investeringsbeslutninger. I analysen har jeg valgt å estimere både 5-årig beta basert på månedlig avkastning og 3-årig beta basert på daglig avkastning. Dette for å illustrere de problemstillingene poengtert ovenfor. Likevel er det viktig som Krishna (2010) påpeker at verdivurdering har et langsiktig perspektiv, derfor vil jeg i utregningen av avkastningskravet benytte 5-årig beta basert på månedlig avkastning. Som markedsproxy velger jeg å benytte OSEAX, Oslo Børs Aksjeindeks, fordi denne inneholder alle noterte aksjer på Oslo Børs. Fordi analysen er rettet mot norske investorer, har jeg valgt å benytte en norsk indeks. Fordi OSEAX er utbyttejustert, har jeg også utbyttejustert avkastningen til Aker Solutions.

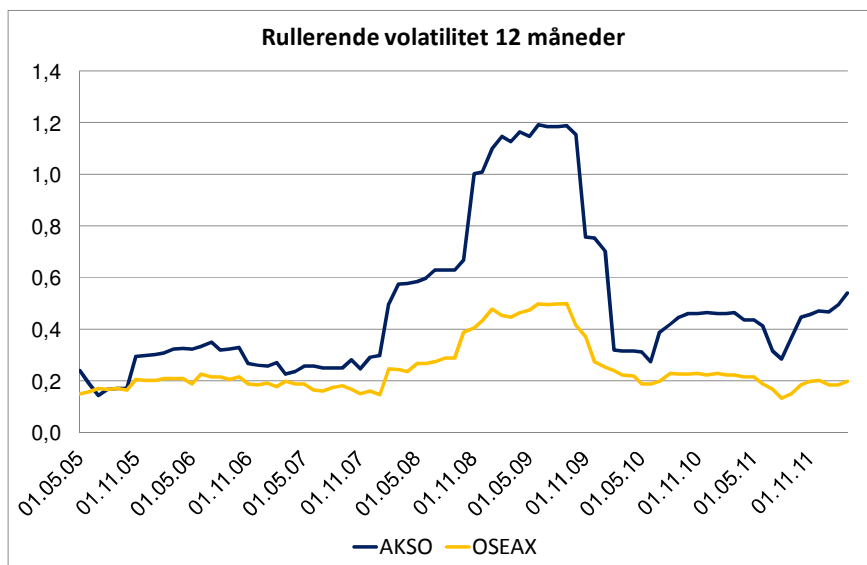
7.1.3.2 Analysen

Selve regresjonsanalysen av beta har jeg gjennomført ved hjelp av Microsoft Excel 2007 (Vedlegg 16 – 17). Nedenfor har jeg illustrert rullerende beta for å se om det har vært spesifikke trender i beta-verdien, og for å se om det har vært drastiske endringer i betaverdien som følge av eksempelvis omstruktureringer. Rullerende beta ser ut som følger:



Figur 26: Rullerende råbeta

Figuren viser at beta ikke er stasjoner, og beta har kontinuerlig hatt en oppadstigende trend siden 2009. Det ser derimot ikke ut som om selskapet har gjennomgått noen drastiske endringer som har endret risiko fundamentalt. For å få et enda bedre bilde av hvordan beta har utviklet seg, kan vi også se på volatiliteten i logaritmisk avkastning:



Figur 27: Rullerende volatilitet 12 måneder

Figuren ovenfor viser en stor endring i volatiliteten til Aker Solutions aksje i tidsrommet 2008 – 2009. Samtidig gjennomgår Oslo Børs en relativt lik forholdsmessig endring. Dette kan tyde på at finanskrisen har mye av skylden for den drastiske endringen i volatiliteten, og ikke bedriftsspesifikke forhold. Regresjonsanalysen av selskapets beta basert på daglig avkastning over en 3-årig periode og månedlige data over en 5-årig periode, ga følgende resultater:

Tabell 23: Regresjonsstatistikk for beregning av beta

Regresjonsstatistikk						
	<i>5 år månedlig</i>	<i>3 år daglig</i>				
Multippel R	0,7348161	0,739023268				
R ²	0,539954702	0,54615539				
Justert R ²	0,532022886	0,54555586				
Standardfeil	0,132575426	0,021952466				
Observasjoner	60	759				

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-statistikk</i>	<i>P-verdien</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Øvre 95%</i>
5 år månedlig:						
Skjæringspunkt, a	-0,001719005	0,01711548	-0,10043571	0,9203448	-0,03597936	0,03254135
Stigningstallet, beta	1,690049298	0,20483634	8,25072975	2,3304E-11	1,28002481	2,10007378
3 år daglig:						
Skjæringspunkt, a	4,83587E-05	0,00079816	0,0605875	0,95170372	-0,00151852	0,00161524
Stigningstallet, beta	1,588518889	0,05263079	30,182309	5,401E-132	1,48519924	1,69183854

Tabellene viser at 3-årige observasjoner fører til en svakt høyere R², samt lavere standardfeil. I tillegg er t-statistikken og p-verdiene for betakoeffisienten mindre og konfidensintervallet smalere for 3-årig beta. Dette er i tråd med Daves et al. (2000) sine prediksjoner. Det er også verdt å merke seg at 3-årig beta er lavere enn 5-årig beta. Fordi jeg skal benytte 5-årig beta og månedlig avkastning, gir regresjonsanalysen følgende markedsmodell:

$$R_i = a + \beta R_m + e$$

$$R_{AKSO} = -0,0017 + 1,6900 \times R_{OSEAX} + e$$

Modellen viser at betakoeffisienten til selskapet er 1,690. Koeffisienten har en standardfeil på 0,205 samtidig som t-verdien er større enn kritisk verdi på 95 % nivå. P-verdien er langt lavere enn 0,05, noe som gir sterke bevis for å konkludere med at estimert betakoeffisient er signifikant forskjellig fra 0 (Bodie et al., 2011:286). Et 95 % konfidensintervall for estimatet av beta er følgende: [1,28, 2,10]. Dette innebærer at vi med 95 % sannsynlighet kan si at den sanne beta befinner seg mellom 1,28 og 2,10 (Bodie et al., 2011:286). Dette er et relativt bredt

intervall, noe som innebærer at den estimerte betakoeffisienten er et rimelig usikkert estimat. På grunnlag av dette ser jeg det ikke nødvendig å finregne beta, eksempelvis uten konstantledd, fordi spredningen likevel er svært stor. Regresjonen gir oss en R^2 på 0,540, noe som forteller oss at regresjonsmodellen forklarer 54 % av variasjonen i avkastningen til AKSO. Ergo er 54 % av all risiko i aksjen systematisk, udiversifiserbar risiko. Tilsvarende ser det ut til at 46 % av all risiko over de siste fem årene har vært diversifiserbar.

Regresjonsanalysen gir oss et skjæringspunkt på -0,0017. Skal man tolke dette kan man si at dersom Oslo Børs opplever en måned uten avkastning, vil AKSO i gjennomsnitt oppleve en avkastning på -0,0017 %. Skjæringspunktets t-statistikk er -0,1, noe som innebærer at vi ikke kan akseptere det på 5 % nivå. P-verdien er hele 0,92, noe som impliserer at stigningstallet ikke er signifikant forskjellig fra 0. Ergo har vi ikke grunnlag for å si at AKSO i snitt gir negativ avkastning dersom Oslo Børs ikke gir avkastning i det hele tatt.

7.1.3.3 Justering av råbeta

Det er viktig at vi justerer beta siden dette bare er et estimat. Litteraturgjennomgangen avdekket tre metoder som ofte benyttes i praksis. Den første, BARRA-modellen, innebærer å estimere en fremtidsrettet beta som tar hensyn til nåværende selskapskarakteristika (Titman og Martin, 2008:142). Ideen er at dersom beta reflekterer bedriftens egenskaper, da kan de også prognostiseres ut fra disse. Denne typen betaer kalles fundamentale betaer fordi de reflekterer bedriftens fundamentale egenskaper (Penman, 2010:678). Modellen konstrueres i to steg. Først må man designe en økonometrisk modell som ser på sammenhengen mellom historiske verdier av beta og historiske, fundamentale egenskaper ved bedriften. I neste steg benytter man de estimerte koeffisientene fra det første steget til å forutsi fremtidige betaer basert på siste, tilgjengelige informasjon om de fundamentale egenskapene (Penman, 2010:678).

En annen teknikk forsøker å håndtere det faktum at betaer ofte ikke er stasjonære over tid (Titman og Martin, 2008:142). Man kan benytte historiske data så lenge bedriften ikke forventes å endre risikokarakteristika i fremtiden, eksempelvis tar over et selskap i et urelatert område, eller skiller ut uønskede aktiviteter (Titman og Martin, 2008:142). En figur over selskapets rullerende beta, tilsvarende den i forrige kapittel, lar oss visuelt inspisere for indikasjoner på strukturelle endringer eller kortsiktige avvik (Koller et al., 2010:251). Modellen består av fire trinn og innebærer å justere beta ved å bruke et gjennomsnitt av betaestimerer for tilsvarende bedrifter. Første steg er å identifisere et utvalg bedrifter som står

ovenfor tilsvarende risiko. Deretter må vi fjerne effekten kapitalstrukturen har på betaene før vi beregner et gjennomsnitt av de justerte betaene (Titman og Martin, 2008:139). Dette er for å kansellere ut under- og overestimeringer av individuelle betaer (Koller et al., 2010:254). Siste steg innebærer å tilbakeføre effekten av kapitalstrukturen på den betaen vi forsøker å estimere (Titman og Martin, 2008:139). I følge Koller et al. (2010:254) gir dette oss et overlegent estimat på beta. Dersom det er få, direkte sammenlignbare selskaper, kan man benytte andre teknikker for å justere råbeta, eksempelvis Bloomberg-modellen (Titman og Martin, 2008:142). Høye betaer har en tendens til å avta over tid, mens lave betaer ofte øker. Denne modellen har den effekten at den tvinger den historiske betaen mot 1 (Penman, 2010:677-678). Justeringen foregår på følgende måte (Bodie et al., 2011:299):

$$\text{Bloomberg justert beta} = 1/3 + 2/3 \times \text{råbeta}$$

Ved justerting av beta vil jeg benytte Bloomberg-modellen for å finne en mer fremtidsrettet beta. Jeg velger å bruke denne foran de andre metodene mye fordi Aker Solutions har få konkurrenter av lik skala og diversifisering. Bloomberg-justeringen gir følgende justerte beta:

$$\beta_{\text{justert}} = 1/3 + 2/3\beta_{\text{rå}} = 1/3 + 2/3(1,69) = 1,46$$

Dette innebærer at i gjennomsnitt vil en 1 % månedlig avkastning på Oslo Børs resultere i en 1,46 % større avkastning på AKSO. Ved en nedgang på 1 % i månedlig avkastning på Oslo Børs, vil resultatet bli en avkastning på -1,46 % for AKSO.

7.1.4 Utregning av avkastningskrav egenkapital

Siden jeg nå har estimert alle de parametre som inngår i kapitalverdimodellen, kan jeg finne avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f)$$

$$E(R_i) = 3,12 \% + 1,46(5 \%)$$

$$E(R_i) = 10,42 \%$$

Med bakgrunn i kapitalverdimodellen finner jeg at avkastningskravet til egenkapitalen er omtrent 10,42 %. Det er viktig å påpeke at det er brukt mye skjønn i vurderingen av dette avkastningskravet, og ergo er det også mye usikkerhet knyttet til estimatet.

7.2 Avkastningskrav gjeld

Boye og Meyer (2008:106) forklarer at kreditors avkastningskrav er reflektert i lånerenten. Dermed kan man benytte gjennomsnittlig lånerente som lånegivers avkastningskrav. Som alternativ anbefaler de å benytte risikofri rente tillagt et risikotillegg på bakgrunn av ratingen selskapets gjeld har. Gjesdal og Johnsen (1999:40) mener det ikke er riktig å bruke lånerenten. Gjelden har normalt en kontraktsforpliktet nominell kostnad som er definert i låneavtalen, men denne reflekterer også risiko knyttet til selskapets gjeld. Når kreditor låner ut penger er det risiko forbundet med mislighold, og denne er inkorporert i selskapets nominelle lånerente som et tapstillegg, FT. Tapstillegget skal dekke kreditors forventede årlige misligholdstap, og dermed uttrykker ikke lånerenten kreditors forventede avkastning eller selskapets reelle gjeldskostnad (Gjesdal og Johnsen, 1999:40). Kreditors forventede årlige avkastning på lånet, k_g , tilsvarer lånerente, r_g , fratrukket tapstillegget, FT (Gjesdal og Johnsen, 1999:41):

$$\text{Kreditors avkastningskrav, } k_g = r_g - \text{FT}$$

Man kan likevel benytte nominell lånerente ved kravsetting av gjelden. Dette fordi det er en svært komplisert prosess å bestemme tapstilleggets størrelse. Dermed bør utgangspunktet være selskapets gjeldsrenter, men dersom den historiske lånerenten er spesielt høy eller lav i forhold til dagens nivå bør denne justeres (Gjesdal og Johnsen, 1999:57). Det er også viktig å reflektere over hva man benytter som basis for selskapets gjeld. Boye og Meyer (2008:106) forklarer at vi bare skal se på rentebærende gjeld fordi vi bare tar hensyn til endringer i den driftsrelaterte rentefrie gjelden ved beregning av kontantoverskuddene til totalkapitalen. Penman (2010:451) mener at begrepet ”gjeldskostnad” ofte kan være misvisende fordi denne er et vektet gjennomsnitt av alle komponenter av finansielle forpliktelser. I stedet bør man tenke på gjeldskostnaden som kapitalkostnaden for alle netto finansielle forpliktelser. De gjeldsposter som inngår i Aker Solutions finansielle forpliktelser er følgende:

- Rentebærende langsiktig gjeld
- Rentebærende kortsiktig gjeld
- Pensjonsforpliktelser
- Finansielle derivater

Den rentebærende langsiktige og kortsiktige gjelden består per 2011 av både obligasjonslån (44 %), løpende kredittfasiliteter (21 %) og andre banklån (35 %). Lånene er for det meste i norsk valuta, med noen er i brasiliansk valuta. Selskapet forklarer at strategien er at 30 – 50 %

av lånene skal ha fast rente, og dersom de faller utenfor denne marginen vil de benytte rentebytteavtaler. I årsregnskapet er det utgiftsført forventede rentekostnader på pensjonsforpliktelsen, samt at det er rapportert rentekostnader i finanskostnadene. Med bakgrunn i denne informasjonen vil jeg regne historisk gjeldskostnad for analyseperioden:

Tabell 24: Historisk gjeldskostnad

	2007	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
<i>Kostnader gjeld:</i>							
Rentekostn. på forpl. bokført til amortisert kost	209	379	494	531	554	454	313
Rentekostn. på forpl. bokført til virkelig verdi			68	68	32	40	29
Rentekostn. av pensjonsforpliktelser	180	171	127	113	95	92	77
Sum rentekostnader	389	550	689	712	681	586	419
<i>Finansiell gjeld:</i>							
Pensjonsforpliktelser	937	758	910	910	647	647	577
Rentebærende langsiktig gjeld	1 591	6 163	7 335	7 335	7 508	7 508	5 371
Rentebærende kortsiktig gjeld	24	553	180	180	716	716	629
Derivater	954	2 403	345	345	243	243	247
Sum finansiell gjeld	3 506	9 877	8 770	8 770	9 114	9 114	6 824
Kostnad finansiell gjeld	11,10 %	5,57 %	7,86 %	8,12 %	7,47 %	6,43 %	6,14 %

Kostnaden for 2007 er svært høy, og sannsynligvis er den en del større enn man kan forvente i fremtiden. I perioden 2008 – 2011 ligger den på et mer jevnt nivå. Gjennomsnittet for perioden 2008 – 2011 er 6,93 %, mens medianen er 6,95 %. Det kan diskuteres hvor vidt historisk kostnad på finansielle forpliktelser er representativ for fremtidig kostnad. Jeg velger likevel å legge historisk kostnad til grunn fordi dette er det beste estimatet jeg har for fremtiden. Ratingbyrået Fitch Ratings har også nedgradert selskapets kredittrating fra BBB- til BB+, hvilket innebærer at selskapet nå er i kategorien ”spekulativ investering” [40]. Som følge kan det tenkes at en gjeldskostnad tilsvarende medianen på 6,95 % ikke er urimelig. Dermed legges en gjeldskostnad på 6,95 % til grunn ved beregningen av avkastningskravet.

7.3 Markedsverdier på gjeld og egenkapital

Et siste moment som må vurderes før jeg kan beregne avkastningskravet til totalkapitalen, er hvilke vekter som skal benyttes for gjeld og egenkapital. Først og fremst er det viktig å poengtere at det ikke er relevant å bruke de vektene man finner i årsregnskapet. Som forklart i kapittel 3 er det markedsverdier på egenkapital og gjeld som skal legges til grunn. Koller et al. (2010:266) påpeker at kapitalkostnaden ikke bør avhenge av nåværende vekter, men målsatte

vekter (Koller et al., 2010:266). Fordi jeg har liten informasjon om selskapets målsatte kapitalstruktur, blir det nødvendig å bruke skjønn for å vurdere målsatt kapitalstruktur, noe jeg stiller meg kritisk til. Ergo vil jeg gå ut i fra dagens beløp. En grei måte å finne markedsverdien på egenkapitalen, er å ta utgangspunkt i børspris multiplisert med utestående aksjer. Dersom selskapets lån har flytende renter, er markedsverdien av lånene normalt pålydende lånebeløp (Boye og Meyer, 2008:106). For beregning av markedsverdien på egenkapitalen benytter jeg aksjekurs per 27. april 2012 på 96,55 NOK. Selskapet har utstedt 274 000 000 aksjer, men i følge Koller et al. (2010:291) bør man bruke utestående aksjer fordi selskapets egne aksjer ikke er inkludert i dette beløpet. Per 31.12.2011 eier selskapet 4 214 607 av de utstedte aksjene, dermed får jeg følgende markedsverdi på egenkapitalen:

$$E = (274\,000\,000 - 4\,214\,607) \times 96,55 \text{ NOK} \approx 26\,047\,779\,694$$

Det er litt mer problematisk å vurdere markedsverdien av selskapets gjeld siden selskapet har en del gjeld med fast rente. Det er også lite informasjon i selskapets noter angående virkelig verdi på selskapets finansielle eiendeler, og dermed forutsetter jeg at markedsverdien av gjeld tilsvarer bokført verdi. Dette innebærer følgende markedsverdier på gjeld og totalkapitalen.

$$D = 6\,824\,000\,000$$

$$V = 26\,047\,779\,694 + 6\,824\,000\,000 = 32\,871\,779\,694$$

Dette fører til følgende vekter for kapitalstrukturen jeg skal benytte i utregningen av WACC:

$$\frac{E}{V} = \frac{26\,047\,779\,694}{32\,871\,779\,694} = 79,24\% \qquad \frac{D}{V} = \frac{6\,824\,000\,000}{32\,871\,779\,694} = 20,76\%$$

7.4 Utregning WACC

Nå som jeg har estimert alle de relevante parametre, kan jeg finne avkastningskravet til totalkapitalen ved hjelp av følgende formel:

$$\text{WACC} = \frac{D}{V}k_g(1 - T_m) + \frac{E}{V}k_e$$

$$\text{WACC} = [20,76\% \times 6,95\% (1 - 28\%)] + [79,24\% \times 10,42\%]$$

$$\text{WACC} = 9,30\%$$

8 Verdiberegning

I dette kapitlet vil jeg estimere verdien på selskapet. Verdiestimatet har grobunn i den strategiske og den regnskapsmessige analysen av selskapet. Disse to analysene er videre benyttet for å prognostisere selskapets fremtidige regnskap og frie kontantstrøm. Resultatene av prognosen er presentert i kapittel 6. I dette kapitlet vil jeg diskontere fri kontantstrøm med avkastningskravet estimert i kapittel 7, samt estimere selskapets terminalverdi og diskontere denne. For å kvalitetssikre verdiestimatet fra DCF-metoden, vil jeg anvende relativ prising.

8.1 Diskontert fri kontantstrøm

Denne modellen er nøye omtalt i teorikapitlet, og jeg vil derfor ikke gå inn i detalj på hvordan modellen fungerer. Det første jeg må gjøre er å diskontere selskapets frie kontantstrøm i planleggingsperioden med selskapets avkastningskrav. Deretter må terminalverdien estimeres og diskonteres på samme måte som de frie kontantstrømmene. Fordi modellen er konstruert slik at de frie kontantstrømmene alltid mottas på slutten av året, må man også gjennomføre en midtårsjustering av nåverdiene til fri kontantstrøm og terminalverdien. Fordi jeg benytter total kapitalmetoden, innebærer dette at jeg i stegene ovenfor estimerer verdien på selskapets total kapital, det vil si enterprise value. For å finne verdien på egenkapitalen må jeg legge til selskapets finansielle eiendeler og trekke fra finansiell gjeld, samt minoritetsinteresser. Dette gir meg verdien på selskapets egenkapital. For å finne verdien per aksje kan jeg dele dette beløpet på selskapets utestående aksjer.

Tabell 25: Diskontert fri kontantstrøm planleggingsperioden

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
NOPLAT	2 264	2 683	3 135	3 237	3 309	3 440	3 528	3 651	3 724	3 833	3 930
Avskrivn. og amort.	909	986	1 051	1 110	1 207	1 255	1 301	1 347	1 390	1 431	1 467
Brutto kontantstrøm	3 173	3 669	4 186	4 346	4 515	4 695	4 829	4 997	5 114	5 264	5 396
Endring i arbeidskapital	-571	106	89	80	67	63	62	60	57	54	48
CAPEX	2 379	2 318	2 200	2 162	2 118	2 013	2 041	2 062	2 071	2 074	2 037
Brutto investeringer	1 807	2 424	2 289	2 242	2 185	2 076	2 103	2 122	2 128	2 127	2 084
Fri kontantstrøm (FCF)	1 365	1 244	1 897	2 105	2 330	2 619	2 726	2 876	2 986	3 136	3 312
Diskonteringsfaktor	1,093 ⁻¹	1,093 ⁻²	1,093 ⁻³	1,093 ⁻⁴	1,093 ⁻⁵	1,093 ⁻⁶	1,093 ⁻⁷	1,093 ⁻⁸	1,093 ⁻⁹	1,093 ⁻¹⁰	
Diskontert FCF	1 249	1 042	1 453	1 475	1 494	1 536	1 463	1 412	1 341	1 289	-

Tabellen ovenfor viser verdien av selskapets diskonterte frie kontantstrøm i analyseperioden. Totalt sett summerer nåverdien av kontantstrømmene seg til 13 753 millioner NOK. Neste

steg innebærer å estimere terminalverdien og diskontere denne. Jeg forutsetter en fremtidig vekst i NOPLAT på 2,5 %, i tråd med inflasjonsforventningene i Norge. En høyere vekstfaktor enn dette kan være vanskelig å rettferdiggjøre siden selskapet opererer i en syklisk industri. I kapittel 6 ble ROIC i år 2022 estimert til 15,9 %. Jeg forutsetter at RONIC = ROIC, og setter dermed ROIC lik 15,9 %. Dette er i tråd med den strategiske analysen hvor det ble avdekket at selskapet hadde varige konkurransefortrinn. Terminalverdien diskontert til dagens nivå beregnes dermed slik:

$$TV_{2011} = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g} \times (1 + WACC)^{-10} = \frac{3\,930 \times \left(1 - \frac{2,5\%}{15,9\%}\right)}{9,3\% - 2,5\%} \times 1,093^{-10} = 20\,005$$

Før vi kan estimere totalverdien på selskapet, må nåverdien av fri kontantstrøm og terminalverdien midtårsjusteres. Midtårsjusteringen gjennomføres på følgende måte:

$$\begin{aligned} \text{Midtårsjustering} &= (\text{Nåverdi FCF} + \text{nåverdi terminalverdi}) \times [(1 + WACC)^{0,5} - 1] \\ &= (13\,753 + 20\,005) \times [(1 + 0,093)^{0,5} - 1] = 1\,535 \end{aligned}$$

Dette innebærer at det eneste som gjenstår for å finne verdien på egenkapitalen, er å legge til finansielle eiendeler og trekke fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser. For å finne verdi per aksje, kan vi dele verdien på egenkapitalen med selskapets utestående aksjer:

Tabell 26: Verdi per aksje med DCF-modellen

Nåverdi terminalverdi	20 005 392 830
+ Nåverdi fri kontantstrøm	13 752 679 403
+ Midtårsjustering	1 534 858 120
Enterprise value	35 292 930 353
+ Ikke-driftsmessige eiendeler	3 189 000 000
- Finansiell gjeld	6 824 000 000
- Minoritetsinteresser	169 000 000
Verdi egenkapital	31 488 930 353
Utstedte aksjer	269 785 393
Verdi per aksje	116,72

Dermed resulterer diskontert fri kontantstrøm i en verdi på selskapet på 31 489 millioner og en verdi per aksje på 116,72 NOK. Dette impliserer at aksjen er underpriset i markedet da aksjekursen per 14. mai 2012 er 86,55 NOK.

8.2 Relativ prising

Boye og Meyer (2008:96) beskriver at en viktig del av verdsettelsesprosessen innebærer å foreta en rimelighetsvurdering av verdien man har beregnet, eksempelvis ved å benytte en annen verdivurderingsmetode. For å kvalitetssjekke det resultatet jeg kom frem til ved hjelp av diskontert fri kontantstrøm, vil jeg benytte meg av relativ prising. De selskapene jeg vil benytte som grunnlag ved utarbeidelsen av multiplikatorene, er de seks selskapene tidligere benyttet i oppgaven. Mellomregninger for multiplikatorene finnes i Vedlegg 18.

8.2.1 Price-to-earnings (P/E)

Price-to-earnings er en multiplikator som forteller oss hvor mange år markedet tror det går før selskapet tjener inn en investering i en aksje. P/E måles som børsverdien av selskapet, P, delt på selskapets årsresultat, E (Tellefsen og Langli, 2005:720). Børsverdien er beregnet som det enkelte selskaps aksjekurs multiplisert med selskapets utestående aksjer per 31.12.2011. Dette bygger på en antagelse om at antall utestående aksjer ikke har endret seg i løpet av 2012.

Utrekningene viser at Aker Solutions ved utgangen av 2011 ble handlet til en multiplikator på 3,2, mens selskapet per 11. mai 2012 ble handlet for en multiplikator på 4,6:

<i>P/E</i>	SLB	CAM	FTI	NOV	SUBC	TEC	Med.	AKSO
31.12.2011	18,2	23,1	30,8	14,5	14,0	16,0	17,1	3,2
11.05.2012	18,3	22,8	26,4	14,6	17,0	17,2	17,8	4,6

Aker Solutions P/E multiplikator er ekstremt mye lavere enn for tilsvarende selskap.

Hovedårsaken til dette er at selskapets årsresultat for 2011 var langt høyere enn normalt på grunn av fisjonen med Kværner og salget av P&C. Et så stort årsresultat vil naturligvis kunstig senke selskapets P/E. Nedenfor har jeg beregnet verdien per aksje basert på medianen til konkurrentenes multiplikatorer:

Tabell 27: Relativ prising med P/E

P/E	<i>31.12.2011</i>	<i>11.05.2012</i>
Multiplikator	17,1	17,8
x Verdidriver: årsresultat	5 254	5 254
= Verdi egenkapital	89 889	93 325
/ Antall utestående aksjer	269,8	269,8
= Verdi per aksje	333,2	345,9

Det unormalt høye årsresultatet resulterer i at multiplikatoren gir oss en forventet verdi per aksje på over 300 NOK per aksje, noe jeg anslår ikke er et godt mål på verdien av selskapet. For å korrigere for dette, har jeg vurdert det slik at det er bedre å benytte årsresultat fra de ulike bedriftenes videreførte drift som grunnlag ved beregningen, det vil si E*:

<i>P/E*</i>	SLB	CAM	FTI	NOV	SUBC	TEC	Med.	AKSO
31.12.2011	19,0	23,1	30,8	14,5	14,0	16,0	17,5	10,7
11.05.2012	19,1	22,8	26,4	14,6	17,0	17,2	18,2	15,2

Multiplikatorene ovenfor er langt mer representative enn for opprinnelig P/E. Per 31.12.2011 ble selskapet handlet for en multiplikator på 10,7. I mai ble selskapet handlet for en multiplikator på 15,2, og bare National Oilwell Varco ble handlet for en lavere multiplikator. Samtidig ser vi at FMC Technologies handles for høyest multiplikator av alle. Årsaken til at Aker Solutions handles lavere enn sine likemenn, kan være at markedet har lavere forventninger til selskapets langsiktige potensial eller at investorer tror selskapet har problemer. Eventuelt kan det tenkes at aksjen er oversett og dermed priset for lavt. I Aker Solutions tilfelle kan det være fordi selskapet er underpriset, men vi vet også at selskapet har lavere egenkapitalandel enn sine konkurrenter, og dermed krever investorer i Aker Solutions større risikokompensasjon enn for de andre bedriftene. Siden kapitalstruktur påvirker P/E, kan det tenkes at dette er en av årsakene til at selskapet handles for en lavere multiplikator.

Verdivurdering basert på P/E* ga følgende resultater:

Tabell 28: Relativ prising med P/E*

P/E*	<i>31.12.2011</i>	<i>11.05.2012</i>
Multiplikator	17,5	18,2
x Verdidriver: korr. årsresultat	1 591	1 591
= Verdi egenkapital	27 884	28 929
/ Antall utestående aksjer	269,8	269,8
= Verdi per aksje	103,4	107,2

Resultatene ovenfor viser to verdier per aksje som begge er lavere enn de jeg kom fram til ved hjelp av diskontert fri kontantstrøm. De er likevel høyere enn selskapets aksjekurs per 14. mai 2012 på 86,55 NOK, noe som understøtter mistanken om at selskapet handles for lavt i markedet.

8.2.2 Price-to-book (P/B)

P/B-multiplikatoren kalkuleres som selskapets børsverdi, P, delt på selskapets balanseførte verdi på egenkapitalen, B. Aker Solutions og konkurrentenes P/B-multiplikator er som følger:

<i>P/B</i>	SLB	CAM	FTI	NOV	SUBC	TEC	Med.	AKSO
31.12.2011	2,9	2,6	8,7	1,6	1,1	2,2	2,4	1,5
11.05.2012	2,9	2,5	7,5	1,6	1,3	2,4	2,5	2,2

Igjen ser vi at selskapet handles til en lavere multiplikator enn sine konkurrenter, for utenom Subsea 7. Samtlige selskap handles for en multiplikator over 1, noe som indikerer at markedet forventer overskudd i fremtiden (Subramanyam og Wild, 2009:614). Det er ikke ulogisk at Aker Solutions handles til lavere P/B-multiplikator med tanke på at selskapets rentabilitet på egenkapitalen per 31.12.2011 også var lavere enn konkurrentenes. Fordi selskapets eiendeler ikke vurderes til markedsverdi, er det vanskelig å vite om lav P/B-multiplikator skyldes undervurderinger i regnskapet eller dårlig tro på fremtiden. Nedenfor er en oversikt over de verdiestimert P/B-multiplikatoren resulterte i:

Tabell 29: Relativ prising med P/B

P/B	<i>31.12.2011</i>	<i>11.05.2012</i>
Multiplikator	2,4	2,5
x Verdidriver: bokført verdi EK	11 148	11 148
= Verdi egenkapital	26 604	27 324
/ Antall utestående aksjer	269,8	269,8
= Verdi per aksje	98,6	101,3

Resultatene med bakgrunn i P/B ble lavere enn resultatene både for P/E* og for diskontert fri kontantstrøm. Igjen er verdiene likevel større enn børsnotert verdi, som forsterker teorien om at selskapet er for lavt priset.

8.2.3 Enterprise Value-to-EBITDA (EV/EBITDA)

EV/EBITDA er en multiplikator som ikke like lett kan beregnes fra regnskapene som de to multiplikatorene ovenfor. Fordi EV måler verdien til total kapitalen, må man trekke fra netto rentebærende gjeld for å finne verdien til egenkapitalen (Titman og Martin, 2008:245). Dette krever en tilsvarende omformulering av balansen som den i kapittel 5. For å skape mest mulig konsistens har jeg benyttet samme vurderinger i omformuleringen av konkurrentenes balanse

som for Aker Solutions (Vedlegg 19). De fleste selskapene som inngår i analysen har ikke oppgitt EBITDA i sine årsrapporter, og jeg har dermed kalkulert EBITDA som summen av rapportert EBIT og avskrivninger og amortiseringer. Jeg har ikke foretatt en tilsvarende omformulering av resultatregnskapet som for balansen, noe som innebærer at EBITDA ikke er justert for unormale poster verken for Aker Solutions eller konkurrentene.

Koller et al. (2010:317-318) foretrekker denne multiplikatoren fremfor eksempelvis P/E fordi den bare måler driftsrelaterte prestasjoner, er uavhengig av kapitalstruktur og fordi den ikke lar seg manipulere så lett som P/E. Multiplikatoren er også i følge Titman og Martin (2008:251) en bedre egnet multiplikator enn EV/EBIT for den type industri Aker Solutions opererer i. Dette skyldes at leverandørindustrien har et relativt høyt nivå av ikke-kontantbaserte kostnader som avskrivninger og amortiseringer. Utrekningen av EBITDA understøtter dette argumentet da avskrivninger og amortiseringer utgjør mellom 16 og 35 % av EBITDA for de aktuelle bedriftene. Nedenfor er resultatet av beregningene av EV/EBITDA-multiplikatoren:

<i>EV/EBITDA</i>	SLB	CAM	FTI	NOV	SUBC	TEC	Med.	AKSO
31.12.2011	10,0	13,1	19,4	7,4	6,6	8,2	9,1	6,0
11.05.2012	10,1	12,9	16,8	7,5	8,0	8,9	9,5	8,1

Vi ser at ved utgangen av 2011 ble selskapet handlet for en multiplikator på 6,0, hvilket var den laveste verdien. Per 11. mai 2012 hadde den økt til 8,1, noe som er betydelig nærmere medianen. Med bakgrunn i multiplikatoren har jeg beregnet aksjekurs for Aker Solutions til henholdsvis 102,2 og 107 NOK.

Tabell 30: Relativ prising med EV/EBITDA

EV/EBITDA	<i>31.12.2011</i>	<i>11.05.2012</i>
Multiplikator	9,1	9,5
x Verdidriver: EBITDA	3 445	3 445
- Netto rentebærende gjeld	3 804	3 804
= Verdi egenkapital	27 575	28 864
/ Antall utestående aksjer	269,8	269,8
= Verdi per aksje	102,2	107,0

Igjen er aksjekursen lavere enn for diskontert fri kontantstrøm, men høyere enn den nåværende aksjekursen. Dette innebærer at samtlige multiplikatorer støtter opp om en verdi høyere enn børsverdien

8.3 Likviditetspremie

Et viktig spørsmål er hvorfor samtlige av estimatene på selskapets verdi per aksje er større enn nåværende aksjekurs på 86,55 NOK. Totalt er differansen for diskontert fri kontantstrøm på 35 %, noe som kan synes mye. I verdsetting er det normalt å ta en rekke forutsetninger vedrørende fremtiden. Store differanser i forventninger til fremtiden, kan åpenbart føre til ulike meninger vedrørende fremtidig verdi. Samtidig finnes det også andre muligheter. Det er et veldiskutert fenomen i media at aksjen til Aker ASA handles med en rabatt på markedet. Denne rabatten kalles i media Røkke-rabatten, og er oppkalt etter Kjell Inge Røkke, eier av to tredjedeler av selskapet. Ofte handles selskap som eksempelvis holdingselskapet Aker og industrikonglomeratet Orkla, for en rabatt på børsen. Aker aksjen ble i mars 2012 handlet for rundt 35 – 40 % mindre enn de underliggende verdiene i selskapet skulle tilsi (Nyheim, 2012). Det kan tenkes at årsaken til at aksjen til Aker Solutions er underpriset i markedet, skyldes at også denne aksjen handles med rabatt.

I kapittel 4 ble det diskutert hvordan det å ha en dominerende aksjonær, spesielt dersom det er nære bånd mellom aksjonæren og ledelsen, kan føre til en likviditetspremie på aksjen. Gjesdal og Johnsen (1999:36) forklarer at likviditetspremien kompenserer investor for den risiko en illikvid plassering medfører. Hvor likvid en aksje er, handler om hvor lett og hvor kostbart det er å få solgt aksjen (Norli, 2011:20). En aksje kan være illikvid av mange ulike årsaker. Ofte vil en aksje være illikvid fordi selskapet ikke er børsnotert og/eller aksjen sjelden handles. Dette medfører naturlig nok at man kan vegre seg for å kjøpe aksjen fordi den kan være vanskelig å få solgt (Penman, 2010:681). I tillegg kan det medføre en likviditetspremie dersom eksempelvis eierskapet er skjevt fordelt og en eller noen få eiere dominerer, ofte i nær kontakt med selskapets ledelse (Gjesdal og Johnsen, 1999:36)

Hvorvidt differansen mellom markedsverdien på aksjen og estimert verdi skyldes utelukkende ulike forventninger til fremtiden eller om en likviditetspremie kan være en del av årsaken, er svært vanskelig å si. Alternativt kunne jeg forsøkt å estimere likviditetspremien, men dette kan bli en svært vanskelig affære. I tillegg finnes det ikke andre synlige tegn på Oslo Børs til at selskapet handles med en likviditetspremie. Eksempelvis inngår Aker Solutions i OBX-indeksen som består av de 25 mest likvide aksjene på Oslo Børs [53]. Derfor velger jeg å ikke gå videre med estimering av en eventuell likviditetsrabatt på selskapet.

9 Sensitivitetsanalyse

Det siste steget i verdsettelsesprosessen innebærer i følge Boye og Meyer (2008:96) å kartlegge usikkerheten knyttet til verdianslaget. Normalt benytter man sensitivitetsanalyser til dette formålet. Slike analyser innebærer å endre de mest usikre faktorene i positiv og negativ retning for å se hvilken effekt dette har på verdien (Boye og Meyer, 2008:96).

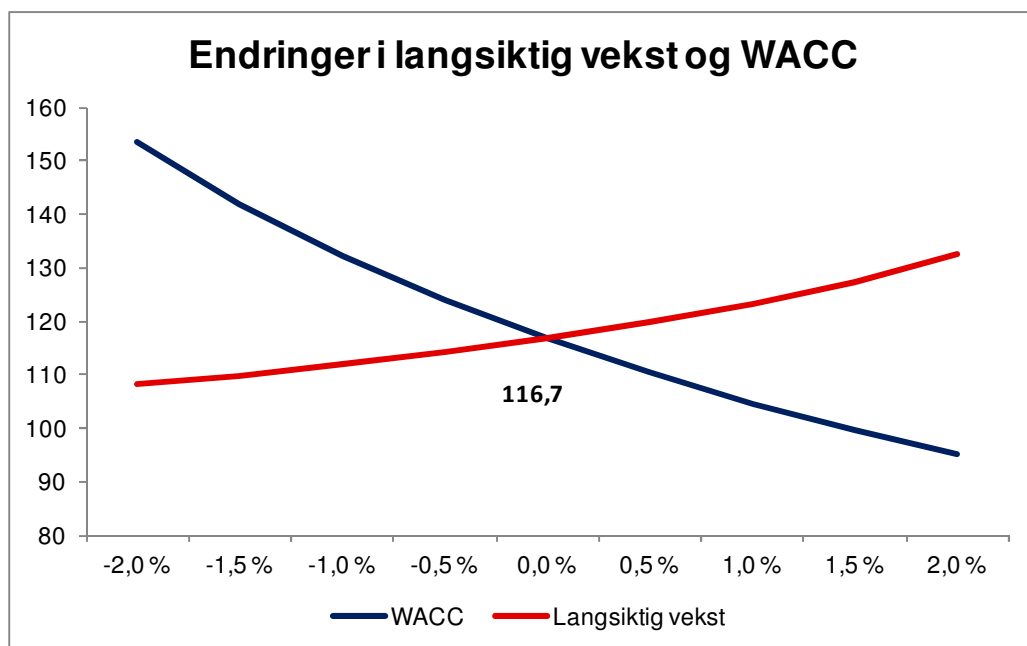
9.1 Endringer i WACC og langsiktig vekst

Den første sensitivitetsanalysen er relatert til parallelle endringer i WACC og langsiktig vekst. I modellen har jeg forutsatt en fremtidig vekst på 2,5 %, og en WACC på 9,3 %. Tabellen nedenfor viser hva som skjer med verdien til selskapet dersom langsiktig vekst og WACC endres med et halvt prosentpoeng i positiv og negativ retning:

Tabell 31: Sensitivitetsanalyse for WACC og langsiktig vekst

	WACC									
	7,3 %	7,8 %	8,3 %	8,8 %	9,3 %	9,8 %	10,3 %	10,8 %	11,3 %	
Vekst	0,5 %	132,8	125,6	119,1	113,3	108,1	103,3	98,9	94,9	91,2
	1,0 %	136,7	128,7	121,7	115,5	109,8	104,8	100,1	95,9	92,0
	1,5 %	141,3	132,4	124,7	117,9	111,8	106,4	101,5	97,0	92,9
	2,0 %	146,8	136,8	128,2	120,7	114,1	108,3	103,0	98,2	93,9
	2,5 %	153,3	141,9	132,2	123,9	116,7	110,4	104,7	99,6	95,0
	3,0 %	161,4	148,1	137,1	127,7	119,7	112,8	106,6	101,2	96,3
	3,5 %	171,7	155,8	142,9	132,3	123,3	115,6	108,8	102,9	97,7
	4,0 %	185,0	165,4	150,1	137,7	127,5	118,8	111,4	105,0	99,3
	4,5 %	203,1	178,0	159,2	144,5	132,6	122,7	114,4	107,3	101,1

Tabellen viser hvordan endringene resulterer i en verdi per aksje på 91,2 for det minst optimistiske scenarioet og en verdi på 203,1 i det mest optimistiske. Dette er et relativt bredt spekter, og indikerer at verdien på selskapet i stor grad avhenger av hvilke forutsetninger man legger til grunn. Ved å studere tabellen ser vi at endringer i vekst for et stabilt nivå av WACC har en total virkning på verdien på 9,9 NOK per aksje for en WACC på 11,3 %, og en totalendring på 70,3 NOK for en WACC på 7,3 %. Endringer i WACC for et stabilt nivå av langsiktig vekst innebærer langt større endringer i verdien per aksje. For langsiktig vekst på 0,5 % innebærer det en differanse på 41,6 NOK, mens for langsiktig vekst på 4,5 % resulterer det i en differanse på 102 NOK per aksje. Dette indikerer at verdien per aksje er mer sensitiv ovenfor WACC enn for endringer i langsiktig vekst. Figuren nedenfor illustrerer ulike nivåer av verdi per aksje for endringer på et halvt prosentpoeng i WACC og langsiktig vekst



Figur 28: Sensitivitetsanalyse av WACC og langsiktig vekst i stjernediagram

9.2 Endringer i WACC og ROIC

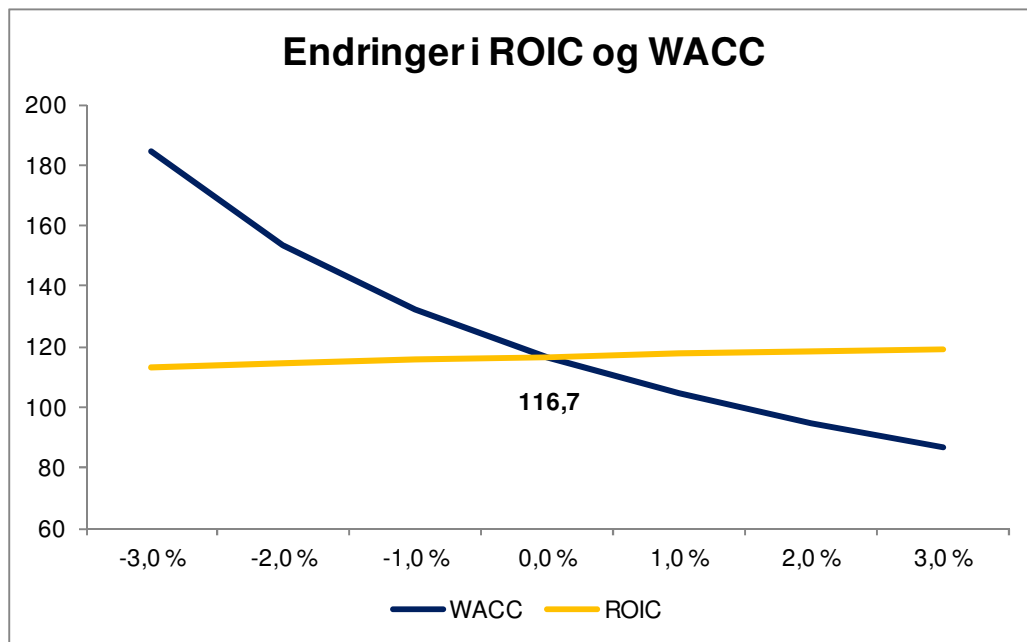
I denne sensitivitetsanalysen vil jeg se hvilken påvirkning endringer i WACC og framtidig ROIC har på verdien per aksje. Analysen innebærer en parallell endring i WACC og ROIC på et prosentpoeng i positiv og negativ retning. Resultatet er oppsummert i tabellen nedenfor:

Tabell 32: Sensitivitetsanalyse for WACC og ROIC

	WACC						
	6,3 %	7,3 %	8,3 %	9,3 %	10,3 %	11,3 %	12,3 %
12,9 %	178,3	148,6	128,3	113,3	101,7	92,4	84,6
13,9 %	180,6	150,4	129,8	114,6	102,9	93,4	85,5
14,9 %	182,6	152,0	131,1	115,7	103,8	94,3	86,3
15,9 %	184,3	153,3	132,2	116,7	104,7	95,0	87,0
16,9 %	185,8	154,5	133,2	117,6	105,4	95,7	87,6
17,9 %	187,2	155,6	134,1	118,3	106,1	96,3	88,1
18,9 %	188,4	156,6	134,9	119,0	106,7	96,8	88,6

Analysen viser hvordan det mest positive scenarioet fører til en verdi per aksje på 188,4 NOK, mens det minst positive gir en verdi per aksje på 84,6 NOK. Dersom vi tar utgangspunkt i de samme prosentvise endringer for de to parametrene vi hadde i forrige analyse ($\pm 2\%$), ligger verdien per aksje i spektret 93,4 og 155,6. Dette er et langt smalere intervall enn det vi fikk i forrige analyse (91,2 og 203,1), noe som kan indikere at endringer i ROIC ikke påvirker verdien i like stor grad som endringer i langsiktig vekst. Dette understøttes av den totale

endringen vi ser i verdien per aksje for stabile nivåer av WACC, men varierte nivåer av ROIC. En WACC på 6,3 % fører til en total endring i verdien per aksje på bare 10,1 NOK, mens en WACC på 12,3 % bare fører til en endring i verdien på bare 4 NOK. Tabellen nedenfor viser hvor svak kurven for endringer i et prosentpoeng i ROIC faktisk er, og dermed ser det ut til at WACC er den absolutt mest kritiske faktoren av de tre.



Figur 29: Sensitivitetsanalyse av WACC og ROIC i stjernediagram

9.3 Reverse Engineering

Reverse Engineering er et verktøy for å forstå hvilke forventninger markedet har. Metoden innebærer å estimere hvilken verdi kritiske parametre må ha for at DCF- modellen skal resultere i dagens aksjekurs (Penman, 2010:228). I denne analysen vil jeg i hovedsak se på hvilke forventninger markedet har til WACC, samt forventninger til terminalverdien kontra planleggingsperioden.

9.3.1 WACC

For at modellen skal resultere i en aksjekurs på 87,45 NOK, må WACC ha en verdi på 11,2 %. Min estimerte WACC er på 9,3 %. Innbakt i WACC er en rekke antagelser, og det kan tenkes at investorene krever høyere risikopremie enn jeg har estimert, eller at estimerer vedrørende markedspremien og risikofri rente avviker fra det markedet forventer. I kapittel 7 ble verdien på risikofri rente grundig diskutert, i og med at denne er historisk lav. Det kan tenkes at årsaken til at markedet krever høyere WACC, er at de har ulike forventninger til

fremtidig risikofri rente. Det kan selvsagt også være at den turbulensen de økonomiske problemene i store deler av verden har ført til, innebærer at markedspremien har økt, noe som igjen resulterer i økt avkastningskrav. Samtidig viste analysen av selskapets økonomiske situasjon at selskapet gjør det dårligere enn sine konkurrenter, og selskapet opplevde nylig å bli nedgradert av Fitch Ratings. Ergo kan det tenkes at den estimerte gjeldskostnaden er lavere enn markedet forventer i fremtiden.

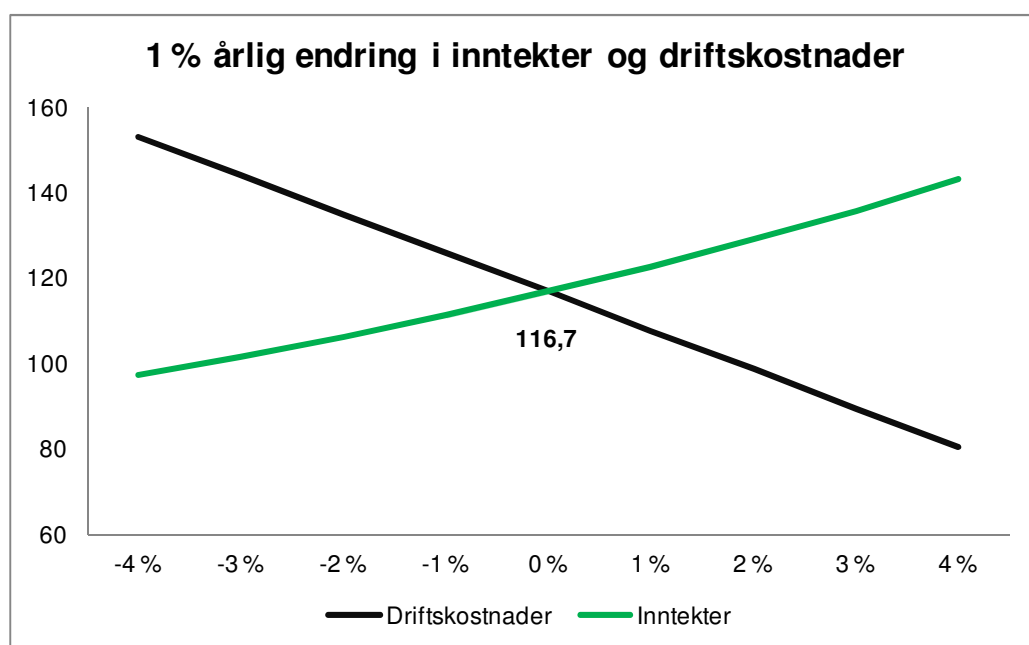
9.3.2 Forventninger til terminalverdien kontra planleggingsperioden

I utgangspunktet var ideen å analysere hvilke forventninger markedet har til forventet ROIC og langsiktig vekst for å reflektere aksjekurs per 14. mai 2012 på 86,55 NOK. Analysene viste seg å resultere i en ROIC lavere enn avkastningskravet, hvilket innebærer at selskapet ødelegger verdier framfor å skape dem i tiden etter planleggingsperioden. Samtidig resulterte analysene i negativ langsiktig vekstfaktor for NOPLAT, noe som også åpenbart ikke gir mening. Mens endringer i avkastningskravet er knyttet til både prognoseperioden og terminalverdien, er endringer i ROIC og langsiktig vekst knyttet utelukkende til terminalverdien. Dette kan implisere at den største kilden til ulikhet er i henhold til planleggingsperioden. Samtidig vil de forutsetninger jeg foretar i planleggingsperioden også påvirke terminalverdien fordi estimert verdi av NOPLAT legges til grunn ved beregning av terminalverdi. Likevel er det viktig å analysere hvilke forutsetninger jeg har lagt til grunn i planleggingsperioden. I prognosen er det estimert en total vekst i inntektene på 59,3 % de første ti årene. Det kan tenkes at dette er høyere enn markedet forventer. Jeg har også anslått at selskapets driftskostnader vil avta i forhold til dagens nivå på 92,2 %, noe som vil resultere i bedre EBITDA-margin. Også dette kan være en antagelse som ikke er i tråd med markedets forventninger. Dette innebærer at jeg må undersøke disse faktorene nærmere, hvilket gjøres i kapittel 9.4 nedenfor.

9.4 Inntekter og driftskostnader i planleggingsperioden

I denne analysen vil jeg analysere hva som skjer med verdien på selskapet dersom jeg antar at driftskostnadene og inntektene i planleggingsperioden vil avvike i intervaller på ± 1 % fra de opprinnelige forutsetningene hvert eneste år i planleggingsperioden. For inntektene sin del tilsvarer analysen også å endre total vekst i planleggingsperioden i intervaller på ± 10 % fra opprinnelig nivå på 59,5 %. Årsaken til at jeg ser på driftskostnadene samlet, og ikke separat, er at analyser avdekket at endringer i de ulike driftskostnadene hadde svært lik effekt på selskapets verdi, og dermed er det ikke behov for å se på dem individuelt.

Figuren nedenfor illustrerer effekten endringene har på verdien per aksje. For driftskostnadene innebærer endringene at verdiestimatet ligger i intervallet 80,4 – 153,1 NOK per aksje. For inntektene er det tilsvarende intervallet 97,1 – 143,3 NOK per aksje. Dette antyder at verdien på selskapet er mer sensitiv ovenfor endringer i driftskostnader enn for endringer i inntektsvekst. Dette er ikke ulogisk i og med at selskapet opererer på kontrakter, noe som den strategiske analysen avdekket fører til større rivalisering i form av priskonkurransen. Dermed vil en økning i kostnadene ha relativt store konsekvenser på selskapets avkastning på investert kapital, noe som resulterer i lavere verdi på selskapet.



Figur 30: Sensitivitetsanalyse av inntekter og driftskostnader i planleggingsperioden

10 Diskusjon og konklusjon

Formålet med denne masteroppgaven har vært å verdivurdere selskapet Aker Solutions ASA. I denne sammenhengen har jeg benyttet fundamental verdsettelse som rammeverk. Modellen jeg har benyttet for selve verdivurderingen er diskontert fri kontantstrøm, og mer spesifikt har jeg innenfor rammene til denne modellen benyttet totalkapitalmetoden.

I utredningen har jeg gjennomført en strategisk og en regnskapsmessig analyse av selskapet for å identifisere viktige nøkkelfaktorer for verdiskaping i selskapet og leverandørindustrien. Analysene avdekket at Aker Solutions er et selskap som leverer gode resultater, men at lønnsomhet og risiko er høyere for selskapet enn dets konkurrenter. Likevel har selskapet varige strategiske fordeler innen teknologi og humankapital, samt at de står ovenfor et betydelig vekstpotensial. Dermed forventes selskapets lønnsomhet å øke i fremtiden. Selskapet operer i en bransje med sterk rivalisering og stort press fra kundene, det vil si oljeselskapene. Aktiviteten i bransjen er også i stor grad avhengig av prisnivået på olje, samt etterspørsel og tilbud etter olje og gass. Samtidig står bransjen ovenfor gode fremtidsutsikter, noe som forventes å mer enn utligne de ulemper sterk rivalisering og press fra oljeselskapene medfører.

De overnevnte resultatene fra de to analysene resulterte i en prognose av fremtidig regnskap, samt en estimert verdi på 9,3 % på selskapets WACC. På bakgrunn av disse opplysningene har jeg gjennomført en verdivurdering av selskapet som førte til følgende resultater:

Tabell 33: Anbefaling på aksjen

	DCF	P/E*		P/B		EV/EBITDA	
		2011	mai 2012	2011	mai 2012	2011	mai 2012
Verdi egenkapital	31 489	27 884	28 929	26 604	27 324	27 575	28 864
Verdi per aksje	116,72	103,40	107,20	98,60	101,30	102,20	107,00
Aksjekurs 14. mai 2012	86,55	86,55	86,55	86,55	86,55	86,55	86,55
Differanse	34,9 %	19,5 %	23,9 %	13,9 %	17,0 %	18,1 %	23,6 %
Anbefaling	Kjøp	Kjøp	Kjøp	Kjøp	Kjøp	Kjøp	Kjøp

Tabellen ovenfor viser hvordan jeg ved hjelp av diskontert fri kontantstrøm har estimert selskapets verdi per aksje til 116,72 NOK. Dette medfører en kjøpsanbefaling på aksjen da verdien er 35 % høyere enn markedets verdi. Estimater er likevel usikkert da det i stor grad avhenger av en rekke variabler, eksempelvis avkastningskrav og forventninger vedrørende

vekst. En analyse av usikkerheten knyttet til slike kritiske faktorer avdekket at WACC var et av de estimatene som hadde størst påvirkning på selskapets verdi. En endring i WACC på totalt to prosentpoeng i positiv og negativ retning førte til en verdi per aksje på mellom 95 og 153,3 NOK. Dette gir fremdeles grunnlag til å anbefale kjøp av aksjen. Andre elementer som i stor grad påvirker verdien er antagelser vedrørende driftskostnader i planleggingsperioden.

Relativ prising ved hjelp av P/E*, P/B og EV/EBITDA ga verdier per aksje i spektret 98,6 til 107,2. Dette innebærer en kjøpsanbefaling på aksjen for samtlige metoder relativt til aksjekursen per 14. mai 2012. Analysen viser samtidig at samtlige verdier estimert ved hjelp av relativ prising er lavere enn estimert verdi ved hjelp av diskontert fri kontantstrøm. Dette kan være en indikasjon på at jeg har vært overoptimistisk i analysen. Likevel er det viktig å ha i tankene hvilke forutsetninger som ligger til grunn for prising med multiplikatorer. Blant annet er grunnelementet i metoden basert på at de sammenlignbare selskapene er effektivt priset, noe som impliserer et effektivt marked. Dette innebærer at man også skulle forvente at Aker Solutions er effektivt priset i markedet, og det ville dermed ikke være grunn til å betvile markedets aksjekurs. Dette strider mot hele formålet med oppgaven, fordi formålet er å finne virkelig verdi på selskapet, noe som forutsetter at selskapet ikke er effektivt priset i markedet. I utgangspunktet er relativ prising ment for å understøtte de verdier jeg beregnet ved hjelp av DCF-modellen, noe metoden også gjør, da samtlige metoder gir kjøpsanbefaling på aksjen.

Avslutningsvis er det viktig å bemerke at en estimert verdi per aksje 35 % høyere enn markedets verdi ikke nødvendigvis er overoptimistisk, selv om den ved første øyekast kan synes å være nettopp det. Selskapets aksjekurs har fluktuert voldsomt i perioder, og historisk har aksjekursen vært mellom 18,56 og 170,6 NOK per aksje. Bare i perioden 1. – 28. mai har aksjekursen fluktuert mellom 79,55 og 99,0 NOK. Dette reflekterer at selskapet opererer i en dynamisk bransje med stadige endringer. Årsaken til at estimert verdi per aksje er høyere enn markedsprisen, kan være forårsaket av en likviditetspremie som følge av dominerende eiere i selskapet. Sannsynligvis er en stor kilde til ulikheter de forutsetninger vedrørende fremtiden jeg har i forhold til markedet. Likevel mener jeg at de forhold som ble avdekket i strategisk og regnskapsmessig analyse taler til fordel for et lavere, fremtidig avkastningskrav, samt god lønnsomhet og vekst for selskapet. På tross av de utfordringer et selskap i en så dynamisk bransje medfører i forhold til en verdivurdering, mener jeg de overnevnte forholdene taler for at en verdi per aksje på 116,72 kroner gir et riktig bilde av virkelig verdi på selskapet. Dermed gir jeg en kjøpsanbefaling på aksjen.

Referanseliste

- Acha, V. og Cusmano, L. (2005). Governance and Co-ordination of Distributed Innovation Processes: Patterns og R&D Co-operation in the Upstream Petroleum Industry. *Economics of Innovation and New Technology*, 14(1-2), 1-21.
- Baksaas, K. M. og Hansen, Ø. (2010). *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A. J. (2011). *Investments and portfolio management* (9. utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Boye, K. og Dahl, G. A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis: festskrift til Knut Boyes 60-årsdag*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Boye, K. og Koekebakker, S. (2006). *Finansielle emner*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Boye, K. og Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. og Allen, F. (2008). *Principles of corporate finance*. Boston, Mass.: McGraw-Hill/Irwin.
- Bredesen, I. (2011). *Investering og finansiering*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Bøhren, Ø. og Gjørnum, P. I. (1999). *Prosjektanalyse*. Bergen: Distribusjon: Fagbokforl.
- Carlberg, B. S. (2003). Bruk av covenants i låneavtaler. *Praktisk økonomi & finans*, 19(1), 99-106.
- Copeland, T. og Tufano, P. (2004). A Real-World Way to Manage Real Options. *Harvard Business Review*, 82(3), 1-12.
- Copeland, T. E. og Antikarov, V. (2001). *Real options: a practitioner's guide*. New York: TEXERE.
- Dahl, G. A. (2004). Mulige fallgruver ved bruk av konsernregnskap ved verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 20(2), 79-86.

- Daves, P. R., Ehrhardt, M. C. og Kunkel, R. A. (2000). Estimating Systematic Risk: The Choice of Return Interval and Estimation Period. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 13(1), 7-13.
- Endre, K. og Herdlevær, T. (2005). Forhandling av låneavtaler. *Praktisk økonomi & finans*, 21(4), 85-96.
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 23(2), 3-17.
- Gjesdal, F. og Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Hansen, Ø., Ottesen, L. og Øyen, A. H. (2005). *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Hill, C. W. L. og Jones, G. R. (2009). *Theory of strategic management*. London: Cengage Learning.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D. og Hoskisson, R. E. (2009). *Strategic management: competitiveness and globalization : concepts & cases*. Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning.
- Hoff, K. G., Voldsund, T. og Hansen, S. K. (2007). *Analyse av finansregnskapet*. Oslo: Universitetsforl.
- Howell, S., Stark, A., Newton, D., Paxson, D., Cavus, M., Pereira, J. og Patel, K. (2001). *Real options: evaluating corporate investment opportunities in a dynamic world*. London: Financial Times.
- Hull, J. (2012). *Options, futures, and other derivatives* (8. utg.). Boston, Mass.: Pearson.
- Inkpen, A. og Moffett, M. H. (2011). *The Global Oil & Gas Industry: Management, Strategy and Finance*. Oklahoma: PennWell Corp.
- International Energy Agency. (2011). *World Energy Outlook 2011.*: OECD Publishing.
- Johnson, G., Scholes, K. og Whittington, R. (2011). *Exploring strategy*. Harlow: FT Prentice Hall/Pearson.

- Kaldestad, Y. og Møller, B. (2011). Kritisk lys på utarbeidelse av prognoser ved verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 27(2), 57-68.
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Kjærland, F. (2004). Er realopsjoner oppskrytt. *Beta: Scandinavian Journal of Business Research*, 18(2), 33-45.
- Koller, T., Copeland, T. E., Wessels, D., Goedhart, M. og Murrin, J. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Krishna, Y. R. (2010). Estimating Systematic Risk: The Return Interval and Proxy for the Market Effect. *International Research Journal of Finance and Economics*(51), 162-167.
- Kristoffersen, T. (2005). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforl.
- Lander, D. M. og Pinches, G. E. (1998). Challenges to the Practical Implementation of Modeling and Valuing Real Options. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 38(Special Issue), 537-567.
- Meld. St. 13 (2010 - 2011). *Aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi*. Oslo: Nærings- og handelsdepartementet.
- Meld. St. 28 (2010 - 2011). *En næring for framtida – om petroleumsvirksomheten*. Oslo: Olje- og energidepartementet.
- Mun, J. (2006). *Real options analysis: tools and techniques for valuing strategic investments and decisions*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Norges Bank. (2012). *Pengepolitisk rapport 1/2012*. Oslo: Norges Bank.
- Norli, Ø. (2011). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi & finans*, 27(2), 15-21.
- NOU 2005:04. (2005). *Industrien mot 2020 – kunnskap i fokus*. Oslo: Nærings- og handelsdepartementet.
- Nyheim, A. (2012, 6. mars). Fristet av Røkke-rabatt, *Dagens Næringsliv*, s. 14.

- Olje- og energidepartementet og Oljedirektoratet. (2011). *Fakta 2011: Norsk petroleumsvirksomhet*. Oslo: Olje- og energidepartementet og Oljedirektoratet.
- Osmundsen, P. (2007). Statoil/Hydro-fusjonen sett i et sokkelperspektiv. *Magma*, 10(1), 63-71.
- Palepu, K. G. og Healy, P. M. (2008). *Business analysis & valuation: using financial statements : texts & cases*. Mason, Ohio: Thomson South-Western.
- Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston, Mass.: McGraw-Hill.
- Pike, R. og Neale, B. (2006). *Corporate finance and investment: decisions and strategies*. Harlow: Prentice Hall.
- Porter, M. E. (1980). Industry Structure and Competitive Strategy: Keys to Profitability. *Financial Analysts Journal*, 35(4), 30-41.
- Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 86(1), 25-41.
- Reilly, F. K. og Wright, D. J. (1988). A comparison of published betas. *The Journal of Portfolio Management*, 14(3), 64-69.
- Subramanyam, K. R. og Wild, J. J. (2009). *Financial Statement Analysis*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Tellefsen, J. T. og Langli, J. C. (2005). *Årsregnskapet*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Tham, J. og Véléz-Pareja, I. (2004). *Principles of cash flow valuation: an integrated market-based approach*. Amsterdam: Elsevier Academic Press.
- Thoresen, O. (2011). *Verdsettelse av aksjer: en fullstendig introduksjon til kunsten å verdsette aksjeselskaper med hendige tips, verdivurderingsverktøy og praktiske eksempler*. Oslo: Hegnar media.
- Titman, S. og Martin, J. D. (2008). *Valuation: the art and science of corporate investment decisions*. Boston: Pearson/Addison-Wesley.

Internettkilder

- [1] Dagens Næringsliv. (2012a). Valuta. Hentet 15. mars 2012 fra <http://www.dn.no/finans/valuta/>
- [2] Trencome. (2012). Petroleum Industry. Hentet 24. februar 2012 fra <http://www.trencome.com/petroleumindustry.htm>
- [3] Oljedirektoratet. (u.å.). Oljeordliste. Hentet 26. februar 2012 fra <http://www.npd.no/no/Om-OD/Informasjonstjenester/Oljeordliste/>
- [4] American Petroleum Institute. (u.å.). America's Oil and Natural Gas Industry. Hentet 17. januar 2012 fra <http://www.api.org/story/index.html>
- [5] Gassco. (2010). Ord og uttrykk. Hentet 19. januar 2012 fra <http://www.gassco.no/wps/wcm/connect/gassco-no/Gassco/Home/presse/ord-og-uttrykk/>
- [6] Petroleum Services Association of Canada. (2012). What is the upstream oil & gas industry?. Hentet 19. mars 2012 fra <http://www.pfac.ca/industry-info/101-what-is-the-upstream-oil-a-gas-industry>
- [7] Statoil. (2012, 20. januar). Vår virksomhet. Hentet 16. februar 2012 fra <http://www.statoil.com/no/ouoperations/pages/default.aspx>
- [8] Weiby, H. E. og Sættem, J. B. (2012, 18. april). Statoil selger bensinstasjonene. Hentet 25. april 2012 fra <http://nrk.no/okonomi/statoil-selger-bensinstasjonene-1.8079797>
- [9] Ernst & Young. (2011). The Norwegian Oilfield Service Analysis 2011. Hentet 26. mars 2012 fra [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Oljeserviceanalysen_2011/\\$FILE/oljeserviceanalysen-2011_ny_web.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Oljeserviceanalysen_2011/$FILE/oljeserviceanalysen-2011_ny_web.pdf)
- [10] Schlumberger. (2011, juli). Backgrounder. Hentet 22. februar 2012 fra <http://www.slb.com/about/who/backgrounder.aspx>
- [11] FMC Technologies. (2012). About Us. Hentet 22. februar 2012 fra <http://www.fmctechnologies.com/AboutUs.aspx>

- [12] Cameron. (u.å.). About Us. Hentet 22. februar 2012 fra <http://www.c-a-m.com/forms/AboutUs.aspx>
- [13] National Oilwell Varco. (2012). About NOV. Hentet 22. februar 2012 fra <http://www.nov.com/aboutnov.aspx?id=5225&linkidentifier=id&itemid=5225>
- [14] Hoovers. (2012). National Oilwell Varco, Inc.. Hentet 22. februar 2012 fra http://www.hoovers.com/company/National_Oilwell_Varco_Inc/crtxyi-1-1njht4-1njht.html
- [15] Subsea 7. (2012). What We Do. Hentet 22. februar 2012 fra <http://www.subsea7.com/about-us/what-we-do.html>
- [16] Technip. (2012). Technip at a Glance. Hentet 22. februar 2012 fra <http://www.technip.com/en/about-us/company-profile/technip-glance>
- [17] Aker Solutions. (2012a). History. Hentet 22. februar 2012 fra <http://akersolutions.com/en/Utility-menu/About-us1/History/>
- [18] Aker Solutions. (2012b). Corporate Structure. Hentet 24. april 2012 fra <http://akersolutions.com/en/Utility-menu/About-us1/Corporate-structure/>
- [19] Aker Solutions. (2012c). Locations. Hentet 25. januar 2012 fra <http://akersolutions.com/en/Locations/>
- [20] Nærings- og handelsdepartementet. (2011). *Aker Kværner Holding-eierne enige om endringer i avtale*. (Nyhet, 27.05.2011). Oslo: Nærings- og handelsdepartementet. Hentet 27. mars 2012 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/aktuelt/nyheter/2011/aker-kvarner-holding-eierne-enige-om-end.html?id=645096>
- [21] Oslo Børs. (2012a). Aker Solutions. Hentet 21. mai 2012 fra http://www.oslobors.no/ob_eng/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=AKS
[O](#)
- [22] Aker Solutions. (2011a, 5. april). Information memorandum in connection with the proposed demerger of Aker Solutions ASA. Hentet 14. mars 2012 fra <http://www.akersolutions.com/Documents/PressReleaseFiles/438786.pdf>

- [23] The U.S. Energy Information Administration. (2012a). Spot Prices. Hentet 3. mars 2012 fra http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm
- [24] The U.S. Energy Information Administration. (2012b). Henry Hub Gulf Coast Natural Gas Spot Price. Hentet 3. mars 2012 fra <http://www.eia.gov/dnav/ng/hist/rngwhhdM.htm>
- [25] Skarsaune, E. (2012, 15. mars). Statoil får stryk for prisskvis. Hentet 25. mars 2012 fra <http://www.aftenbladet.no/energi/Statoil-far-stryk-for-prisskvis-2942923.html#.T38MqNVIsRI>
- [26] Næringslivets hovedorganisasjon. (2012). Økonomisk overblikk 1/2012. Hentet 14. februar 2012 fra <http://okonomibarometer.no/getfile.php/%D8konomisk%20overblikk%201%202012.pdf>
- [27] Norges Bank. (2012, 19. januar). Innstramming i kredittpraksis. Hentet 30. mars 2012 fra <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/norges-banks-utlansundersokelse/q4-11-norges-banks-utlansundersokelse/>
- [28] Henriksen, P. R. (2010, 19. oktober). Fremtiden for norsk leverandørindustri. Hentet 4. april 2012 fra http://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/aktuelt/taler_artikler/politisk_ledelse/taler-og-artikler-av-statssekretar-per-r/2010/fremtiden-for-norsk-leverandorindustri.html?id=621725
- [29] Tjelta, S. (2010, 14. oktober). Ikke nok ingeniører i Norge. Hentet 19. februar 2012 fra http://www.offshore.no/sak/Ikke_nok_ingeni%C3%B8rer_i_Norge
- [30] Natural Resources Canada. (2009, 24. mars). How World Oil Markets Work. Hentet 19. februar 2012 fra <http://www.nrcan.gc.ca/energy/sources/petroleum-crude-prices/1248>
- [31] Opplæringskontoret for oljerelaterte fag. (2010, 6. august). Videreforedling av olje og gass. Hentet 14. mars 2012 fra http://www.oof.no/multimedia/artige_facts_og_annet_snacks./videreforedling_av_olje_og_gass

- [32] Bygdevoll, J. (2006, 6. oktober). Alternativene. Hentet 17. mars 2012 fra <http://www.npd.no/Templates/OD/Article.aspx?id=4155>
- [33] Blindheim, U. (2012, 18. februar). Petrokjemi. Hentet 28. mars 2012 fra <http://snl.no/petrokjemi>
- [34] International Energy Agency. (2011, 9. November). World Energy Outlook 2011: Presentation to the press. Hentet 13. mars 2012 fra http://www.iea.org/weo/docs/weo2011/homepage/WEO2011_Press_Launch_London.pdf
- [35] Sivertsen, A. (2012, 26. januar). Det svinger i gassmarkedet. Hentet 3. april 2012 fra <http://www.npd.no/publikasjoner/norsk-sokkel/nr1-2012/det-svinger-i-gassmarkedet/>
- [36] Ukesavisen Ledelsen. (2010, 10. februar). Kritiserer regjeringen etter at Goliat glapp. Hentet 6. april 2012 fra <http://www.ukeavisenledelse.no/nyheter/samfunn/kritiserer-regjeringen-etter-at-goliat-glapp-/>
- [37] Aker Solutions. (2009). Subsea umbilicals. Hentet 15. april 2012 fra http://www.akersolutions.com/Documents/Subsea/Brochures/Umbilical%20brochure_1ow%20res.pdf
- [38] Aker Solutions. (2012d). Our vessels. Hentet 5. april 2012 fra <http://www.akersolutions.com/en/Global-menu/Products-and-Services/technology-segment/Subsurface-and-well-services/Deepwater-well-intervention/Our-vessels/>
- [39] Aker Solutions. (2010, 10. September). Skandi Aker wins ship of the year award. Hentet 7. april 2012 fra <http://www.akersolutions.com/en/Global-menu/Media/vid-people/Skandi-Aker-wins-ship-of-the-year-award/>
- [40] Byberg, Ø. (2011, 14. desember). Kutter Aker Solutions-rating. Hentet 19. april 2012 fra <http://www.hegnar.no/bors/article671571.ece>
- [41] Nærings- og handelsdepartementet. (2007). *Regjeringen bidrar til et langsiktig og strategisk eierskap i Aker Kværner*. (Pressemelding, 22.06.2007, Nr.: 45/07). Oslo: Nærings- og handelsdepartementet. Hentet 20. februar 2012 fra

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/pressesenter/pressemeldinger/2007/regjeringen-bidrar-til-et-langsiktig-og-.html?id=473400>

- [42] Nærings- og handelsdepartementet. (2009). *Skrifflig redegjørelse om transaksjonene mellom Aker og Aker Solutions*. (Nyhet, 27.04.2009). Oslo: Nærings- og handelsdepartementet. Hentet 20. februar 2012 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/aktuelt/nyheter/2009/skrifflig-redegjorelse-om-transaksjonene.html?id=557783>
- [43] Stock Link. (2011, 8. desember). Aker Solutions: - Vårt omdømme i Brasil er preget. Hentet 13. april 2012 fra <http://stocklink.no/Article.aspx?id=86879>
- [44] Aker Solutions. (2012e, 10. januar). Enskilda Nordic Seminar. Hentet 19. april 2012 fra http://akersolutions.com/Documents/Investors/Other%20presentations/Aker-Solutions_Enskilda-Nordic-Seminar_10-January-2012.pdf
- [45] Aker Solutions. (2011b, 8. desember). Capital Markets Day: Engineering – a main differentiator. Hentet 30. mars 2012 fra http://www.akersolutions.com/Global/Investors/CMDs/2011/AKSO_CMD-2011_Valborg_Lundegaard.pdf
- [46] Universum. (2011). Norway's Ideal Employers 2011. Hentet 24. april 2012 fra <http://www.universumglobal.com/IDEAL-Employer-Rankings/Professional-Surveys/Norway>
- [47] Lindeberg, A. (2011, 22. desember). - Mer effektivt med diktatur enn demokrati. Hentet 2. april 2012 fra <http://www.dn.no/energi/article2293642.ece>
- [48] Dagens Næringsliv. (2012b, 15. mars). Høyner kursmålet på Aker Solutions. Hentet 25. april 2012 fra <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2354331.ece>
- [49] Norges Bank. (2011). Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt. Hentet 21. mars 2012 fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- [50] Johnsen, T. (2005). *Kapitalkostnad for norske mobilselskaper*. Hentet 23. mars 2012 fra

http://www.npt.no/ikbViewer/Content/%20kapitalkostnad_mobilselskaper.pdf?documentID=44292

- [51] Sirnes, E. (2011a). Risikopremien for Oslo Børs 1915 – 2009. [Blogg]. Hentet 20. mars 2012 fra <http://espensirnes.blogspot.com/2010/05/risikopremien-for-oslo-brs-1915-2009.html>
- [52] Sirnes, E. (2011b). Risikopremien har forsvunnet!. [Blogg]. Hentet 20. mars 2012 fra <http://espensirnes.blogspot.com/2011/01/risikopremien-har-forsvunnet.html>
- [53] Oslo Børs. (2012b). OBX Total Return Index. Hentet 23. mai 2012 fra http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexOverview?newt_ticker=OBX

Års- og kvartalsrapporter

AKSO årsrapporter 2005 – 2011. Hentet fra <http://akersolutions.com/en/Global-menu/Investors/Financial-reports/Annual-reports/>

AKSO kvartalsrapporter 2010 – 2011. Hentet fra <http://akersolutions.com/en/Global-menu/Investors/Financial-reports/Quarterly-reports/>

SUBC årsrapporter 2006 – 2011. Hentet fra <http://www.subsea7.com/investors-press/financial-results-and-publications/subsea-7-archive/annual-reports-1.html>

FTI årsrapporter 2006 – 2011. Hentet fra <http://ir.fmctechnologies.com/annuals.cfm>

SLB årsrapporter 2006 – 2011. Hentet fra <http://investorcenter.slb.com/phoenix.zhtml?c=97513&p=irol-reportsAnnual>

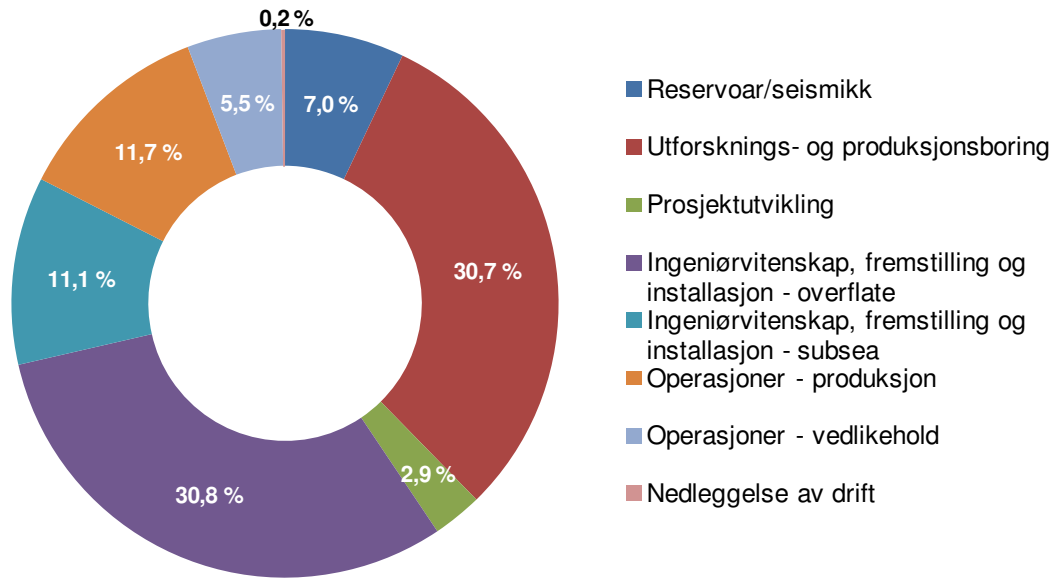
NOV årsrapporter 2006 – 2011. Hentet fra <http://www.nov.com/investor/investorrelations.aspx?id=reportsannual>

CAM årsrapporter 2006 – 2011. Hentet fra <http://www.c-am.com/Forms/AnnualReportsAndProxy.aspx>

TEC årsrapporter 2006 – 2011. Hentet fra <http://investors-en.technip.com/phoenix.zhtml?c=110877&p=irol-reportsAnnual>

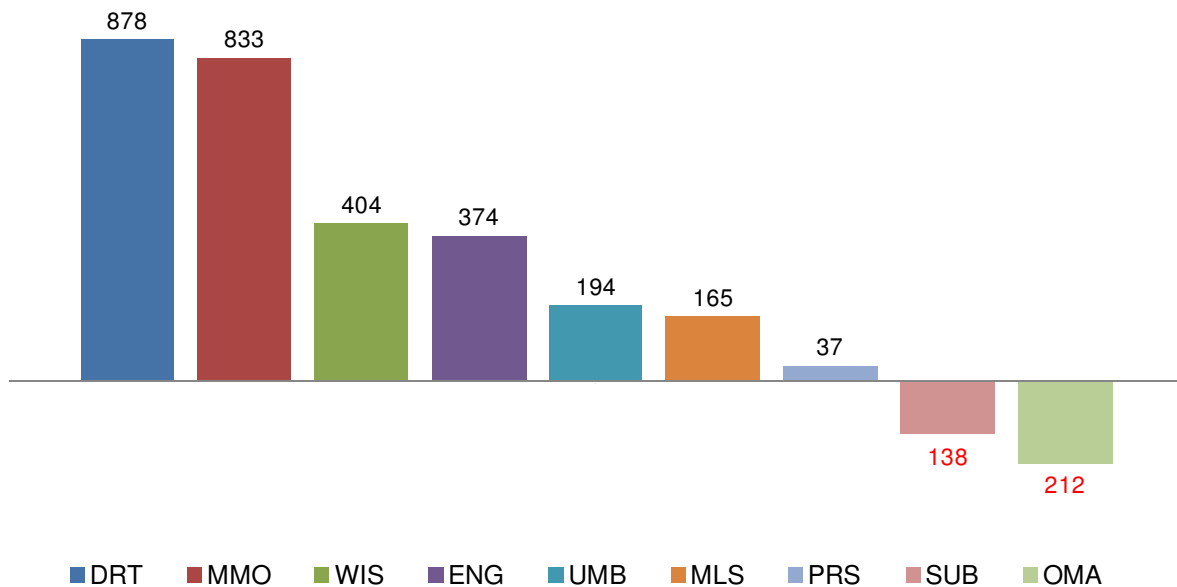
Vedlegg

Vedlegg 1: Inntektsfordeling leverandørindustrien



*Kilde: [9] Ernst & Young. (2011). *The Norwegian Oilfield Service Analysis 2011*.

Vedlegg 2: EBITDA-margin per forretningsområde 2011



* Kilde: AKSO årsrapport 2011.

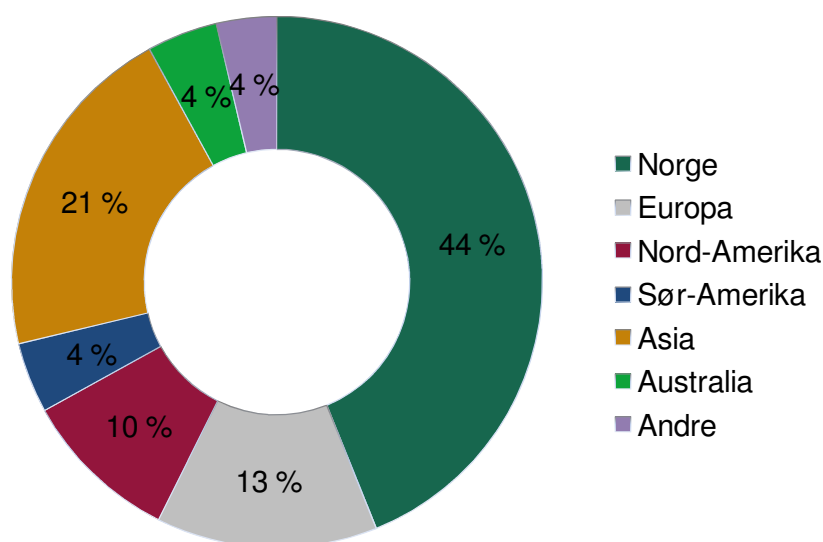
Vedlegg 3: Aker Solutions 20 største aksjonærer per 31.12.2011

20 largest shareholders as of 31 December 2011

Name	Nominee	Number of shares held	Ownership (in %)
Aker Kværner Holding AS		110 333 615	40,27 %
Folketrygdfondet		13 607 184	4,97 %
JPMorgan Chase Bank	x	5 971 662	2,18 %
Bank of New York Mellon	x	5 908 347	2,16 %
State Street Bank & Trust CO.	x	5 243 253	1,91 %
Clearstream Banking	x	4 967 459	1,81 %
Fidelity Funds Europe		4 382 723	1,60 %
Aker Solutions ASA		4 214 607	1,54 %
JPMorgan Chase Bank	x	3 652 391	1,33 %
State Street Bank & Trust CO.	x	3 560 645	1,30 %
JPMorgan Chase Bank	x	3 292 972	1,20 %
Danske Bank	x	2 979 883	1,09 %
State Street Bank & Trust CO.	x	2 317 389	0,85 %
Bnym AS EMEA Asia 25 Omnibis	x	1 941 811	0,71 %
State Street Bank & Trust CO.	x	1 917 276	0,70 %
Citibank	x	1 901 959	0,69 %
Euroclear Bank	x	1 857 451	0,68 %
RBC Dexia Pensjon	x	1 846 692	0,67 %
JPMorgan Chase Bank	x	1 838 472	0,67 %
Statoil Pensjon		1 724 619	0,63 %
Total, 20 largest shareholders		183 460 410	66,96 %
Other shareholders		90 539 590	33,04 %
Total		274 000 000	100 %

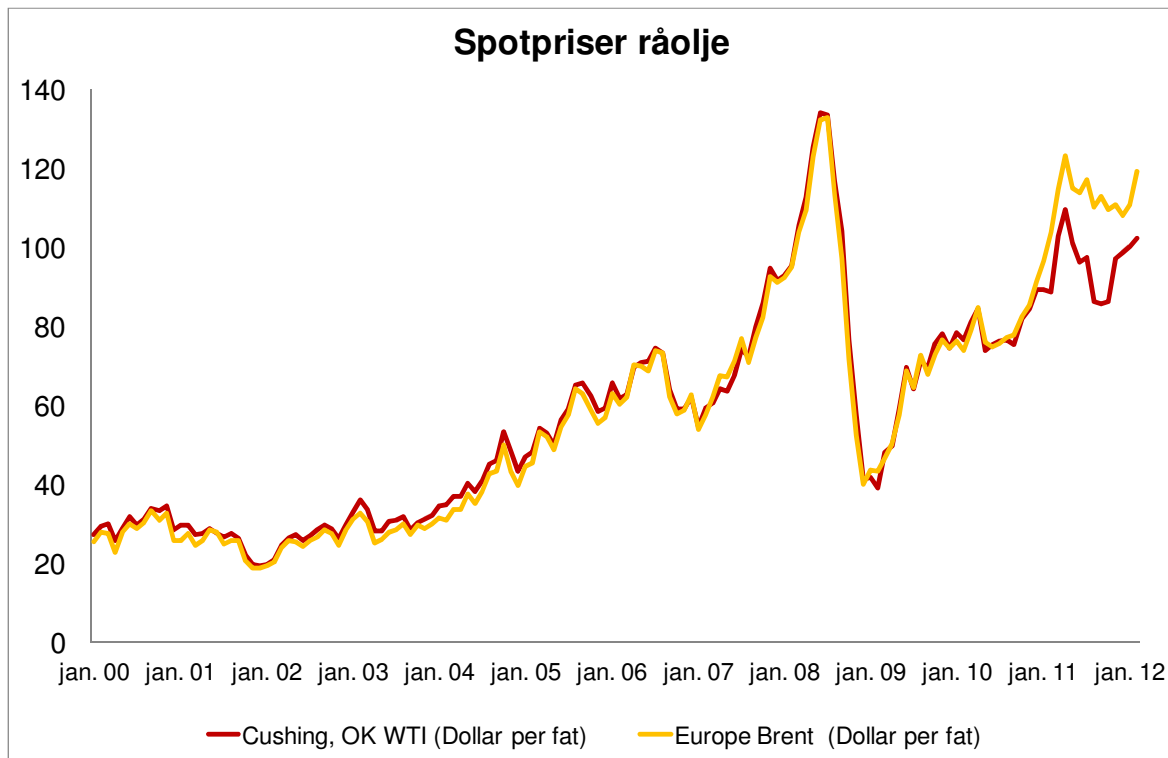
* Kilde: AKSO årsrapport 2011.

Vedlegg 4: Aker Solutions inntekter fordelt på geografiske områder

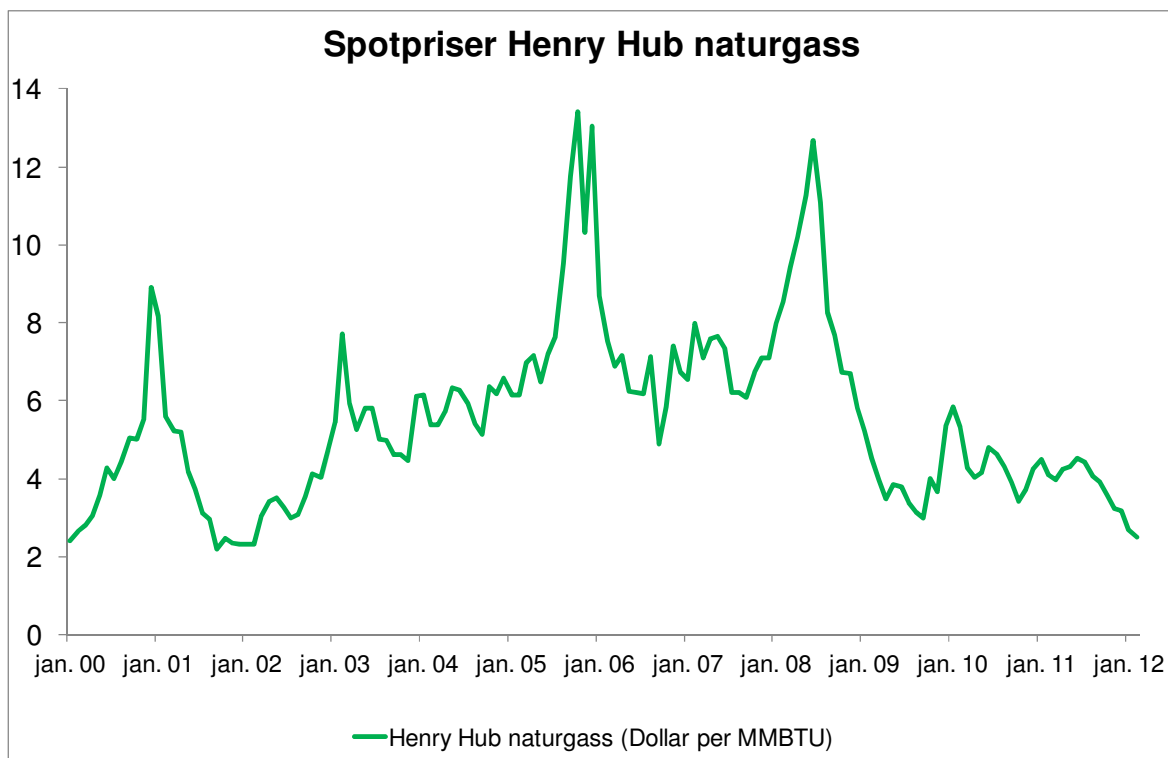


* Kilde: AKSO årsrapport 2011.

Vedlegg 5: Spotpriser råolje og naturgass 2000 – 2012



* Kilde: [23] The U.S. Energy Information Administration. (2012a).



* Kilde: [24] The U.S. Energy Information Administration. (2012b).

Vedlegg 6: Resultatregnskap Aker Solutions

	2007	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
Driftsinntekter	57 957	58 252	53 748	49 527	46 109	33 207	35 667
Andre inntekter			329	329	158	158	807
Totale driftsinntekter og andre inntekter	57 957	58 252	54 077	49 856	46 267	33 365	36 474
Materialer, varer og tjenester	(36 405)	(34 891)	(28 986)	(27 949)	(24 876)	(14 589)	(16 233)
Lønn og andre sosiale tjenester	(12 197)	(13 122)	(14 359)	(12 511)	(12 606)	(10 727)	(11 353)
Andre driftskostnader	(5 442)	(6 857)	(6 364)	(5 301)	(5 007)	(4 741)	(5 443)
Sum driftskostnader	(54 044)	(54 870)	(49 709)	(45 761)	(42 489)	(30 057)	(33 029)
Driftsresultat før avskrivninger, amortiseringer og tap ved verdifall	3 913	3 382	4 368	4 095	3 778	3 308	3 445
Avskrivninger, amortiseringer og tap ved verdifall	(431)	(615)	(910)	(897)	(871)	(817)	(876)
Driftsresultat	3 482	2 767	3 458	3 198	2 907	2 491	2 569
Finansinntekter	105	175	27	63	101	86	183
Finanskostnader	(209)	(379)	(552)	(565)	(537)	(509)	(641)
Resultat fra tilknyttede selskap og felleskontrollert virksomhet	(2)	(21)	114	112	(32)	(22)	(73)
Gevinst/tap på valutaterminer	162	(439)	161	161	(84)	(78)	35
Resultat før skatt	3 538	2 103	3 208	2 969	2 355	1 968	2 073
Skattekostnad	(1 074)	(590)	(877)	(783)	(697)	(634)	(482)
Resultat fra videreført virksomhet	2 464	1 513	2 331	2 186	1 658	1 334	1 591
Resultat fra avviklet virksomhet (etter skatt)				145	352	676	3 663
Årsresultat	2 464	1 513	2 331	2 331	2 010	2 010	5 254
<i>Årsresultatet henføres til:</i>							
Eiere i Aker Solutions ASA	2 401	1 438	2 260	2 260	1 957	1 957	5 218
Ikke-kontrollerende eierinteresser	63	75	71	71	53	53	36
Årsresultat	2 464	1 513	2 331	2 331	2 010	2 010	5 254

Vedlegg 7: Balanse Aker Solutions

	2007	2008	2009	2010	2011
Eiendeler					
<i>Anleggsmidler</i>					
Eiendom, anlegg og utstyr	2 815	4 610	6 531	7 494	7 409
Eiendeler ved utsatt skatt	548	519	389	487	533
Immaterielle eiendeler	4 995	7 119	7 915	6 783	6 310
Pensjonsmidler	15	234	167	95	103
Rentebærende langsiktige fordringer	14	97	184	225	704
Andre langsiktige operasjonelle eiendeler	9	4	338	221	191
Investering i tilknyttet selskap og felleskontrollert virksomhet	121	444	423	424	246
Investeringer i andre selskap	133	123	135	157	418
Sum anleggsmidler	8 650	13 150	16 082	15 886	15 914
<i>Omløpsmidler</i>					
Eiendeler ved periodeskatt	89	49	97	238	103
Varebeholdning	884	1 321	1 417	1 686	1 765
Kundefordringer og andre fordringer	13 361	20 796	18 332	14 870	12 117
Derivater	1 468	3 100	372	386	540
Rentebærende kortsiktige fordringer	540	480	440	621	534
Kontanter og kontantekvivalenter	3 524	3 828	3 186	3 198	1 308
Eiendeler klassifisert som holdt for salg				3 136	1 831
Sum omløpsmidler	19 866	29 574	23 844	24 135	18 198
Sum eiendeler	28 516	42 724	39 926	40 021	34 112

	2007	2007*	2008	2009	2010	2011
Gjeld og egenkapital						
<i>Egenkapital</i>						
Aksjekapital	548	548	548	548	548	455
Egne aksjer	(9)	(9)	(10)	(9)	(9)	(7)
Annen innbetalt kapital	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534
Reserver				(709)	(763)	(565)
Tilbakeholdt overskudd				7 612	8 855	9 731
Annen egenkapital	5 026	5 026	6 378			
Sum egenkapital henført til eiere i Aker Solutions ASA	2 073	2 073	2 072	8 976	10 165	11 148
Ikke-kontrollerende eierinteresser	168	168	156	147	189	169
Sum egenkapital	2 241	2 241	2 228	9 123	10 354	11 317
<i>Langsiktig gjeld</i>						
Rentebærende langsiktig gjeld	1 998	1 591	6 163	7 335	7 508	5 371
Pensjonsforpliktelser	937	937	758	910	647	577
Forpliktelser ved utsatt skatt	680	680	831	692	829	1 310
Andre langsiktige forpliktelser	507	914	1 194	891	753	661
Sum langsiktig gjeld	4 122	4 122	8 946	9 828	9 737	7 919
<i>Kortsiktig gjeld</i>						
Rentebærende kortsiktig gjeld	24	24	553	180	716	629
Forpliktelser ved periodeskatt	329	329	252	211	115	86
Avsetninger	655	655	912	869	1 039	935
Leverandørgjeld og andre betalingsforpliktelser	15 165	15 165	21 052	19 370	16 278	12 934
Derivater	954	954	2 403	345	243	247
Gjeld klassifisert som holdt for salg					1 539	45
Sum kortsiktig gjeld	17 127	17 127	25 172	20 975	19 930	14 876
Sum gjeld	21 249	21 249	34 118	30 803	29 667	22 795
Sum gjeld og egenkapital	23 490	23 490	36 346	39 926	40 021	34 112

Vedlegg 8: Dirty surplus (other comprehensive income)

	2007	2008	2009	2010	2011
Netto urealisert gevinst (tap) på kontantstrømssikringer:					
Fisjonen med Kværner	-	-	-	-	-13
Effektiv del av verdiendring	788	-241	-761	-102	-171
Inkludert i resultatet	-633	373	397	46	203
Utsatt skatt	-43	-37	102	16	-9
Netto gevinst (tap) fra sikring av nettoinvesteringer i utenlandske operasjoner	-	-	-	68	-123
Omregningsdifferanser	-434	702			
Tilknyttede selskap og felleskontrollert virksomhet			-17	-2	-1
Utenlandsk drift			-972	-73	287
Dirty surplus	-322	797	-1251	-47	173

Vedlegg 9: Fordeling av pensjonskostnader

	2009*	VD	2010	VD	2010*	VD	2011	VD
<i>Ytelsesplaner</i>								
Nåverdi av årets pensjonsopptjening	189	168	189	158	189	154	123	106
Rentekostnader av pensjonsforpliktelsen	127	113	113	95	113	92	90	77
Forventet avkastning på pensjonsmidlene	-123	-109	-112	-94	-112	-91	-89	-77
Innregnet aktuarmessige gevinster og tap	125	111	105	88	105	86	15	13
Gevinst (tap) ved avkorting og oppgjør			-335	-281	-335	-273	-18	-15
Administrasjonskostnad	14	12	19	16	19	15	30	26
Arbeidsgiveravgift	29	26	24	20	24	20	21	18
Pensjonskostnad ytelsesplaner	361	320	3	3	3	2	172	148
Kostnad kompensasjonsordning								
Innskuddsbaserte pensjonsplaner	369	328	417	349	417	340	405	348
Pensjonskostn. innregnet i årets resultat	730	648	420	352	420	342	577	496
<i>Henføres til videreført drift</i>	<i>648</i>	<i>89 %</i>	<i>352</i>	<i>84 %</i>	<i>342</i>	<i>81 %</i>	<i>496</i>	<i>86 %</i>
<i>Henføres til avviklet drift</i>	<i>82</i>	<i>11 %</i>	<i>68</i>	<i>16 %</i>	<i>78</i>	<i>19 %</i>	<i>81</i>	<i>14 %</i>

Vedlegg 10: Fullstendig omgruppert balanse

	2007*	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>							
Eiendeler ved periodeskatt	89	49	97	97	238	238	103
Varebeholdning	884	1 321	1 417	1 417	1 686	1 686	1 765
Kundefordringer og andre fordringer	13 361	20 796	18 332	18 332	14 870	14 870	12 117
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	-	-	-	-	3 136	3 136	1 831
Totale driftsrelaterte omløpsmidler	14 334	22 166	19 846	19 846	19 930	19 930	15 816
<i>Driftsrelatert kortsiktig gjeld</i>							
Forpliktelser ved periodeskatt	329	252	211	211	115	115	86
Leverandørgjeld og andre bet.forpliktelser	15 165	21 052	19 370	19 370	16 278	16 278	12 934
Avsetninger	655	912	869	869	1 039	1 039	935
Forpliktelser klassifisert som holdt for salg	-	-	-	-	1 539	1 539	45
Total driftsrelatert kortsiktig gjeld	16 149	22 216	20 450	20 450	18 971	18 971	14 000
Driftsrelatert arbeidskapital	-1 815	-50	-604	-604	959	959	1 816
<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>							
Eiendom, anlegg og utstyr	2 815	4 610	6 531	6 531	7 494	7 494	7 409
Eiendeler ved utsatt skatt	548	519	389	389	487	487	533
Immaterielle eiendeler	4 995	7 119	7 915	7 915	6 783	6 783	6 310
Andre langsiktige driftsrelaterte eiendeler	9	4	338	338	221	221	191
Investering i tilknyttet selskap og felleskontrollert virksomhet	121	444	423	423	424	424	246
Investeringer i andre selskap	133	123	135	135	157	157	418
Totale driftsrelaterte anleggsmidler	8 621	12 819	15 731	15 731	15 566	15 566	15 107
<i>Driftsrelatert langsiktig gjeld</i>							
Forpliktelser ved utsatt skatt	680	831	692	692	829	829	1 310
Andre langsiktige forpliktelser	914	1 194	891	891	753	753	661
Total driftsrelatert langsiktig gjeld	1 594	2 025	1 583	1 583	1 582	1 582	1 971
Netto anleggsmidler	7 027	10 794	14 148	14 148	13 984	13 984	13 136
Investert kapital	5 212	10 744	13 544	13 544	14 943	14 943	14 952
<i>Finansielle anleggsmidler</i>							
Rentebærende langsiktige fordringer	14	97	184	184	225	225	704
Pensjonsmidler	15	234	167	167	95	95	103
Totale finansielle anleggsmidler	29	331	351	351	320	320	807
<i>Finansielle omløpsmidler</i>							
Rentebærende kortsiktige fordringer	540	480	440	440	621	621	534
Konter og kontantekvivalenter	3 524	3 828	3 186	3 186	3 198	3 198	1 308
Derivater	1 468	3 100	372	372	386	386	540
Totale finansielle omløpsmidler	5 532	7 408	3 998	3 998	4 205	4 205	2 382
Finansielle eiendeler	5 561	7 739	4 349	4 349	4 525	4 525	3 189
Total investert kapital	10 773	18 483	17 893	17 893	19 468	19 468	18 141

	2007*	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
<i>Egenkapital</i>							
Aksjekapital	548	548	548	548	548	548	455
Egne aksjer	-9	-10	-9	-9	-9	-9	-7
Annen innbetalt kapital	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534
Reserver	5 026	6 378	6 903	-709	-763	-763	-565
Opptjent egenkapital				7 612	8 855	8 855	9 731
Egenkapital	7 099	8 450	8 976	8 976	10 165	10 165	11 148
Minoritetsinteresser	168	156	147	147	189	189	169
<i>Finansiell langsiktig gjeld</i>							
Pensjonsforpliktelser	937	758	910	910	647	647	577
Rentebærende langsiktig gjeld	1 591	6 163	7 335	7 335	7 508	7 508	5 371
<i>Total finansiell langsiktig gjeld</i>	<i>2 528</i>	<i>6 921</i>	<i>8 245</i>	<i>8 245</i>	<i>8 155</i>	<i>8 155</i>	<i>5 948</i>
<i>Finansiell kortsiktig gjeld</i>							
Rentebærende kortsiktig gjeld	24	553	180	180	716	716	629
Derivater	954	2 403	345	345	243	243	247
<i>Total finansiell kortsiktig gjeld</i>	<i>978</i>	<i>2 956</i>	<i>525</i>	<i>525</i>	<i>959</i>	<i>959</i>	<i>876</i>
Finansiell gjeld	3 506	9 877	8 770	8 770	9 114	9 114	6 824
Total investert kapital	10 773	18 483	17 893	17 893	19 468	19 468	18 141

Vedlegg 11: Finansielt resultat

	2007	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
<i>Finansinntekter</i>							
Netto valutagevinst (-tap)		18	31		14	31	53
Ineffektiv andel av endringer i virkelig verdi av sikringsinstr.		7	-6	-1	-1		
Renteinntekter på bankinnskudd målt til amortisert kost		85	116	24	32	91	54
Annen finansiell inntekt		2	34	4	32	-4	1
Forventet avkastning på pensjonsmidlene		138	150	123	109	94	91
Sum finansinntekter		250	325	150	172	195	177
<i>Finanskostnader</i>							
Kapitalisering av lånekostnader				61	61	49	
Netto valutagevinst (-tap)				-51	-27		-8
Nedskrivning av finansielle instr. tilgjengelig for salg							-246
Rentekostn. på finansielle forpl. bokført til amortisert kost	-209	-379	-494	-531	-554	-454	-313
Rentekostn. på finansielle forpl. bokført til virkelig verdi			-68	-68	-32	-40	-29
Andre finansielle utgifter						-7	-47
Rentekostnader av pensjonsforpliktelsen	-180	-171	-127	-113	-95	-92	-77
Sum finanskostnader	-389	-550	-679	-678	-632	-601	-718
Endring i virkelig verdi på ikke-kvalifiserte sikringsinstr.	155	-439	161	161	-84	-78	35
Finansielt resultat		16	-664	-368	-345	-521	-423

Vedlegg 12: Fullstendig omgruppert resultatregnskap

	2007	2008	2008*	2009	2009*	2010	2010*	2011
Driftsinntekter:								
Driftsinntekter	57 957	58 252	58 252	53 748	49 527	46 109	33 207	35 667
- Andre driftsinntekter				329	329	158	158	807
+ Ekstraordinære tap i driften								600
Justerte driftsinntekter	57 957	58 252	58 252	53 419	49 198	45 951	33 049	35 460
Driftskostnader:								
Materialer, varer og tjenester	36 405	34 891	34 891	28 986	27 949	24 876	14 589	16 233
Lønn og andre sosiale tjenester	12 197	13 122	13 122	14 359	12 511	12 606	10 727	11 353
- Pensjonskostnader	543	322	322	731	648	352	342	496
+ Nåverdi av årets pensjonsopptjening	263	199	244	189	168	158	154	106
+ Administrasjonskostn. pensjonskostn.	9	19	19	14	12	16	15	26
+ Arbeidsgiveravgift pensjonskostn.	53	4	10	29	26	20	20	18
Justert lønn og andre sos. tjenester	11 979	13 022	13 073	13 860	12 069	12 448	10 574	11 007
Andre driftskostnader	5 442	6 857	6 857	6 364	5 301	5 007	4 741	5 443
Resultat fra tilknyttede selskap og felleskontrollert virksomhet	(2)	(21)	(21)	114	112	(32)	(22)	(73)
Justert EBITDA	4 129	3 461	3 410	4 323	3 991	3 588	3 123	2 704
Rapporterte avskrivninger	430	565	565	803	803	830	830	810
+ Avskrivninger relatert til anleggsmidler holdt for salg					13	16	72	20
Justerte avskrivninger	430	565	565	803	816	846	902	830
Justert EBITA	3 699	2 896	2 845	3 520	3 175	2 742	2 221	1 874
Amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler	1	7	7	38	38	57	57	71
Justert EBIT	3 698	2 889	2 838	3 482	3 137	2 685	2 164	1 803
Driftsrelatert skatt	1046	817	803	985	888	760	612	510
NOPLAT	2 652	2 072	2 035	2 497	2 249	1 925	1 552	1 293

Vedlegg 13: Mellomregninger prognostisering

	2007	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
Resultatposter før EBITDA:							
Totale driftskostnader i % av DI	92,9 %	94,0 %	92,1 %	92,1 %	92,1 %	90,5 %	92,2 %
Materialer, varer og tjenester i % av DI	62,8 %	59,9 %	54,3 %	56,8 %	54,1 %	44,1 %	45,8 %
Lønn i % av driftsinntekter	20,7 %	22,4 %	25,9 %	24,5 %	27,1 %	32,0 %	31,0 %
Andre driftskostnader i % av DI	9,4 %	11,8 %	11,9 %	10,8 %	10,9 %	14,3 %	15,3 %
Resultat fra tilknyttede selskap og felleskontrollert virksomhet	(2)	(21)	114	112	(32)	(22)	(73)
Resultatposter etter EBITDA							
<i>Avskrivninger</i>							
PP&E i % av driftsinntekter	4,9 %	7,9 %	12,2 %	13,3 %	16,3 %	22,7 %	20,9 %
Avskrivninger i % av DI	0,74 %	0,97 %	1,50 %	1,66 %	1,84 %	2,73 %	2,34 %
Avskrivninger i % av PP&E	15,28 %	12,26 %	12,30 %	12,49 %	11,29 %	12,04 %	11,20 %
<i>Amortiseringer</i>							
Imm. eiendeler i % av DI	8,6 %	12,2 %	14,8 %	16,1 %	14,8 %	20,5 %	17,8 %
Amortiseringer i % av DI	0,00 %	0,01 %	0,07 %	0,08 %	0,12 %	0,17 %	0,20 %
Amortiseringer i % av IE	0,02 %	0,10 %	0,48 %	0,48 %	0,84 %	0,84 %	1,13 %
<i>Netto finansposter</i>							
Finanskostnader	389	550	679	678	632	601	718
Finansinntekter	250	325	150	172	195	177	260
Finansinnt. i % av finanskostn.	64,3 %	59,1 %	22,1 %	25,4 %	30,9 %	29,5 %	36,2 %

Vedlegg 14: Mellomregninger prognostisering II

	2007	2008	2009	2009*	2010	2010*	2011
Omløpsmidler i % av DI	25 %	38 %	37 %	40 %	43 %	60 %	45 %
Driftsrelatert KG i % av DI	28 %	38 %	38 %	42 %	41 %	57 %	39 %
PP&E i % av DI	5 %	8 %	12 %	13 %	16 %	23 %	21 %
Immaterielle eiendeler i % av DI	9 %	12 %	15 %	16 %	15 %	21 %	18 %
Andre varige driftsmidler i % av DI	1 %	2 %	2 %	3 %	3 %	4 %	4 %
Driftsrelatert LG % av DI	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	5 %	6 %
Andre finansielle eiendeler i % av DI	4 %	7 %	2 %	2 %	3 %	4 %	5 %

Vedlegg 15: Prognostisert NOPLAT og investert kapital

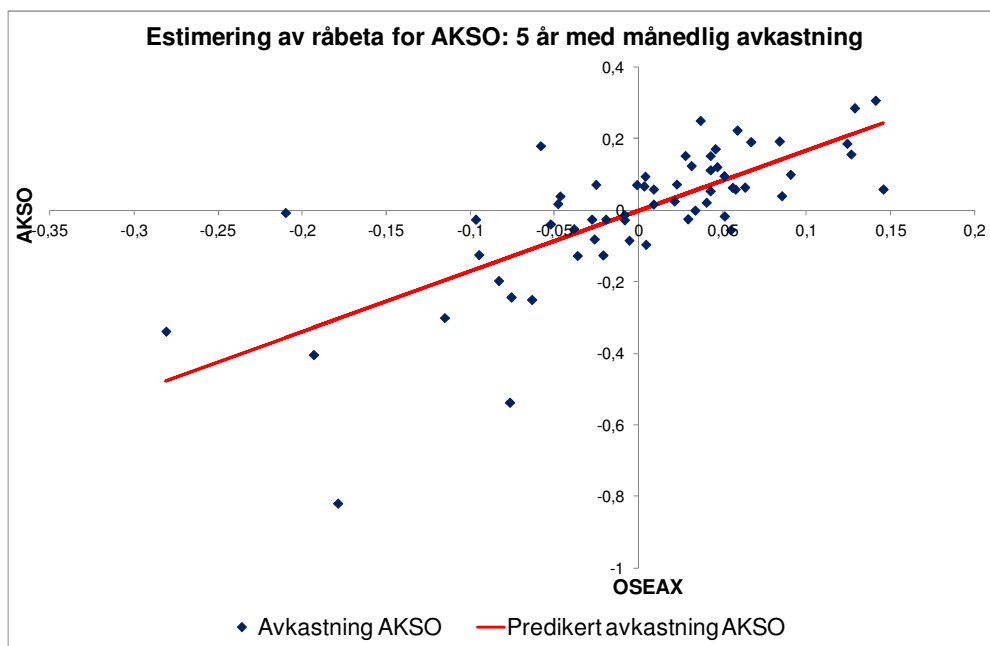
	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	1 803	3 158	3 741	4 372	4 514	4 614	4 798	4 920	5 091	5 194	5 346	5 481
Skattekostn.	510	894	1 059	1 237	1 278	1 306	1 358	1 392	1 441	1 470	1 513	1 551
NOPLAT	1 293	2 264	2 683	3 135	3 237	3 309	3 440	3 528	3 651	3 724	3 833	3 930

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftsrelaterte omløpsmidler	15 816	17 842	19 360	20 639	21 787	22 754	23 660	24 544	25 398	26 212	26 980	27 661
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	14 000	16 598	18 009	19 199	20 267	21 167	22 009	22 831	23 626	24 384	25 098	25 731
Netto driftsrelatert arb.kap.	1 816	1 245	1 351	1 440	1 520	1 588	1 651	1 712	1 772	1 829	1 882	1 930
Driftsrelaterte anleggsmidler												
<i>Eiendom, anlegg og utstyr</i>	7 409	6 639	7 204	7 679	8 107	8 467	8 804	9 133	9 451	9 753	10 039	10 293
<i>Immaterielle eiendeler</i>	6 310	7 469	8 104	8 639	9 120	9 525	9 904	10 274	10 632	10 973	11 294	11 579
<i>Andre driftsrelaterte AM</i>	1 388	1 743	1 981	2 208	2 432	2 646	2 751	2 854	2 953	3 048	3 137	3 216
Driftsrelatert langsiktig gjeld	1 971	1 245	1 351	1 440	1 520	1 588	1 651	1 712	1 772	1 829	1 882	1 930
Netto driftsrelaterte AM	13 136	14 606	15 938	17 087	18 139	19 050	19 808	20 548	21 264	21 945	22 588	23 158
Investert kapital	14 952	15 851	17 289	18 527	19 659	20 638	21 459	22 261	23 036	23 774	24 470	25 088
Kontanter og kontantkv.	1 308	2 458	2 916	3 822	4 897	6 179	7 689	9 265	10 931	12 675	14 519	16 498
Andre finansielle eiendeler	1 881	1 660	1 801	1 920	2 027	2 117	2 201	2 283	2 363	2 438	2 510	2 573
Total investert kapital	18 141	19 969	22 006	24 269	26 583	28 933	31 349	33 808	36 329	38 887	41 499	44 160
Egenkapital + Min. interesser	11 317	13 145	15 182	17 445	19 759	22 109	24 525	26 984	29 505	32 063	34 675	37 336
Finansiell gjeld	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824	6 824
Total investert kapital	18 141	19 969	22 006	24 269	26 583	28 933	31 349	33 808	36 329	38 887	41 499	44 160

Vedlegg 16: Estimering av 5-årig beta med månedlig avkastning

Dato	AKSO	Utbr. AKSO	AKSO mnd avkastn.	AKSO log avkastn.	OSEAX	OSEAX mnd avkastn.	OSEAX log avkastn.	Rull. Beta	AKSO 1-års rull. vol.	OSEAX 1-års rull. vol.
03.05.04	20,84				196,40					
01.06.04	19,32		-7,296 %	-7,576 %	202,66	3,188 %	3,138 %			
01.07.04	23,25		20,370 %	18,540 %	215,01	6,095 %	5,916 %			
02.08.04	22,36		-3,846 %	-3,922 %	213,13	-0,873 %	-0,877 %			
01.09.04	23,79		6,400 %	6,204 %	216,13	1,408 %	1,398 %			
01.10.04	25,67		7,895 %	7,599 %	235,90	9,145 %	8,751 %			
01.11.04	25,58		-0,348 %	-0,349 %	227,74	-3,456 %	-3,517 %			
01.12.04	27,99		9,441 %	9,021 %	245,25	7,685 %	7,404 %			
03.01.05	30,94		10,543 %	10,024 %	248,78	1,441 %	1,431 %			
01.02.05	33,45		8,092 %	7,782 %	258,29	3,823 %	3,752 %			
01.03.05	36,13		8,021 %	7,716 %	277,69	7,509 %	7,240 %			
01.04.05	39,35		8,911 %	8,536 %	277,39	-0,107 %	-0,108 %			
02.05.05	40,87		3,864 %	3,791 %	266,23	-4,023 %	-4,106 %	0,2390614	0,1475737	
01.06.05	44,18		8,096 %	7,785 %	285,31	7,168 %	6,922 %	0,1911576	0,1539732	
01.07.05	47,40		7,287 %	7,034 %	316,84	11,049 %	10,481 %	0,1433268	0,1698354	
01.08.05	58,22		22,830 %	20,563 %	333,22	5,169 %	5,040 %	0,1668441	0,1644428	
01.09.05	65,29		12,135 %	11,453 %	361,79	8,577 %	8,229 %	0,1690077	0,1680493	
03.10.05	69,76		6,849 %	6,625 %	374,47	3,503 %	3,443 %	0,1697980	0,1609204	
01.11.05	59,03		-15,385 %	-16,705 %	338,24	-9,675 %	-10,176 %	0,2942164	0,2025689	
01.12.05	66,45		12,576 %	11,846 %	360,29	6,520 %	6,316 %	0,2977010	0,2004429	
02.01.06	74,14		11,575 %	10,952 %	377,68	4,825 %	4,712 %	0,2988035	0,1999595	
01.02.06	85,14		14,837 %	13,834 %	415,26	9,950 %	9,486 %	0,3059538	0,2088381	
01.03.06	101,24		18,908 %	17,318 %	420,97	1,377 %	1,368 %	0,3204378	0,2070141	
03.04.06	104,82	1,00	4,521 %	4,422 %	457,12	8,587 %	8,238 %	0,3231373	0,2081112	
02.05.06	111,35		6,229 %	6,042 %	477,09	4,369 %	4,276 %	0,3205269	0,1876551	
01.06.06	111,71		0,321 %	0,321 %	440,92	-7,582 %	-7,885 %	0,3306974	0,2246781	
03.07.06	108,40		-2,962 %	-3,007 %	439,44	-0,335 %	-0,336 %	0,3480527	0,2144908	
01.08.06	111,71		3,053 %	3,007 %	441,78	0,532 %	0,531 %	0,3160732	0,2139231	
01.09.06	108,40		-2,962 %	-3,007 %	445,35	0,807 %	0,804 %	0,3194654	0,2043363	
02.10.06	104,64		-3,465 %	-3,527 %	424,15	-4,760 %	-4,877 %	0,3274496	0,2134666	
01.11.06	123,06		17,607 %	16,218 %	464,07	9,412 %	8,995 %	0,2660414	0,1881895	
01.12.06	127,00		3,198 %	3,148 %	472,52	1,820 %	1,803 %	0,2600628	0,1839236	
02.01.07	139,16		9,577 %	9,146 %	509,28	7,780 %	7,492 %	0,2565170	0,1899679	
01.02.07	128,79		-7,455 %	-7,748 %	528,12	3,699 %	3,633 %	0,2689157	0,1748746	
01.03.07	129,68		0,694 %	0,692 %	493,99	-6,463 %	-6,681 %	0,2234619	0,1953881	
02.04.07	122,75		-5,345 %	-5,493 %	521,83	5,637 %	5,483 %	0,2341670	0,1865089	
02.05.07	130,58	8,00	12,892 %	12,127 %	546,81	4,788 %	4,677 %	0,2545781	0,1872934	
01.06.07	133,48		2,226 %	2,202 %	569,34	4,120 %	4,037 %	0,2540616	0,1607062	
02.07.07	133,48		0,000 %	0,000 %	588,81	3,420 %	3,363 %	0,2493585	0,1587598	
01.08.07	135,94		1,843 %	1,826 %	561,26	-4,679 %	-4,792 %	0,2492368	0,1739345	
03.09.07	132,59		-2,467 %	-2,498 %	550,46	-1,924 %	-1,943 %	0,2481413	0,1781048	
01.10.07	157,41		18,718 %	17,158 %	576,21	4,677 %	4,571 %	0,2804136	0,1641798	
01.11.07	161,43		2,557 %	2,525 %	588,66	2,160 %	2,137 %	0,2461220	0,1483875	
03.12.07	142,20		-11,911 %	-12,683 %	567,65	-3,568 %	-3,633 %	0,2903218	0,1587019	
02.01.08	129,23		-9,119 %	-9,562 %	570,15	0,440 %	0,439 %	0,2963504	0,1448592	
01.02.08	86,31		-33,218 %	-40,374 %	469,96	-17,573 %	-19,326 %	0,4985552	0,2453792	

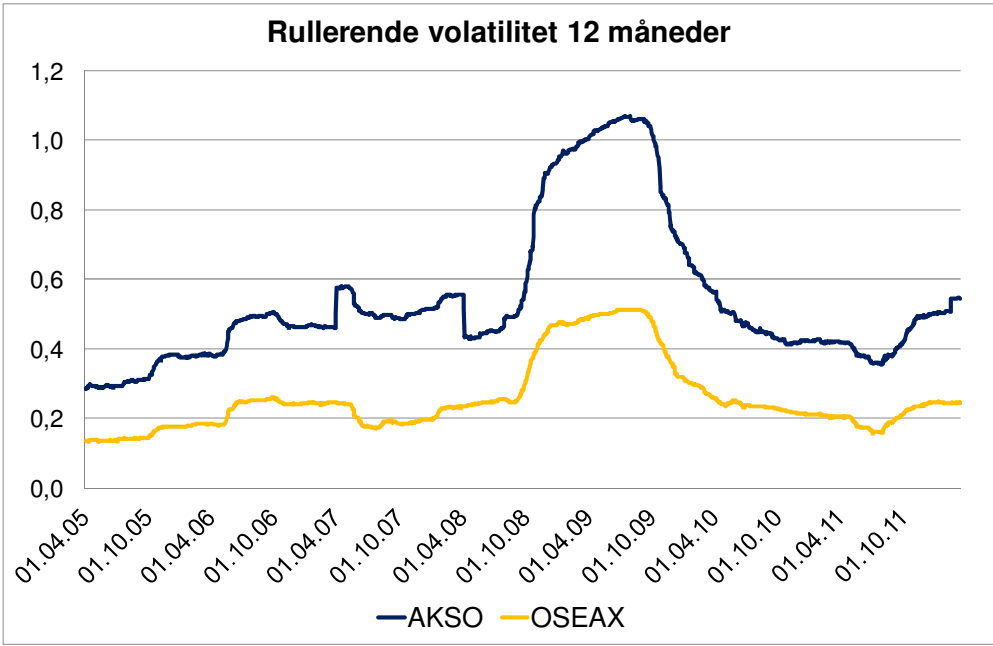
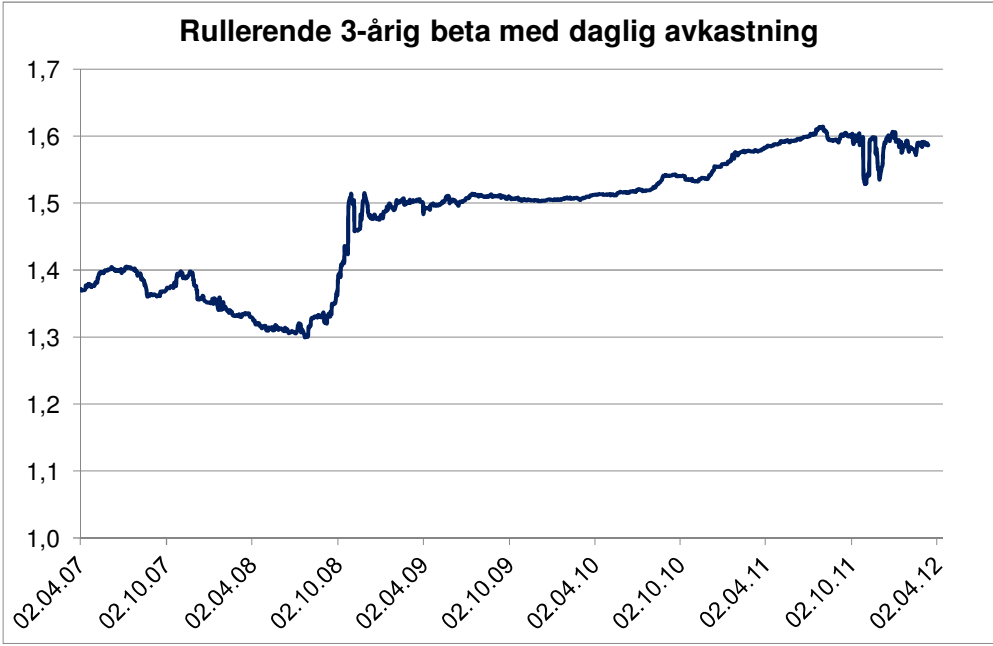
Dato	Utbr.		AKSO	AKSO	OSEAX		OSEAX		Rull. Beta	AKSO	OSEAX
	AKSO	AKSO	mnd avkastn.	log avkastn.	mnd avkastn.	log avkastn.	mnd avkastn.	log avkastn.		1-års rull. vol.	1-års rull. vol.
03.03.08	110,90		28,497 %	25,074 %	487,58	3,749 %	3,681 %		0,5716592	0,2409173	
01.04.08	101,96		-8,065 %	-8,408 %	484,89	-0,551 %	-0,553 %		0,5749991	0,2330660	
02.05.08	116,27	3,00	16,978 %	15,681 %	550,24	13,479 %	12,644 %		0,5848994	0,2643141	
02.06.08	130,13		11,923 %	11,264 %	574,29	4,369 %	4,277 %		0,5967967	0,2647184	
01.07.08	106,88		-17,869 %	-19,686 %	528,46	-7,980 %	-8,317 %		0,6284275	0,2744643	
01.08.08	104,19		-2,510 %	-2,543 %	479,67	-9,231 %	-9,685 %		0,6273164	0,2861456	
01.09.08	105,98		1,717 %	1,702 %	483,97	0,897 %	0,893 %		0,6283610	0,2868643	
01.10.08	75,57		-28,692 %	-33,816 %	365,40	-24,501 %	-28,105 %		0,6674196	0,3857817	
03.11.08	33,31		-55,917 %	-81,910 %	305,55	-16,379 %	-17,887 %		1,0015637	0,4037391	
01.12.08	33,09		-0,671 %	-0,673 %	247,68	-18,939 %	-20,997 %		1,0090699	0,4315295	
02.01.09	44,99		35,946 %	30,709 %	285,18	15,140 %	14,098 %		1,0960237	0,4762126	
02.02.09	26,29		-41,551 %	-53,701 %	264,15	-7,376 %	-7,662 %		1,1451962	0,4537542	
02.03.09	31,48		19,728 %	18,005 %	249,20	-5,656 %	-5,822 %		1,1237671	0,4442268	
01.04.09	38,19		21,307 %	19,315 %	271,00	8,745 %	8,384 %		1,1623432	0,4638443	
04.05.09	38,90	1,60	6,063 %	5,887 %	313,47	15,671 %	14,558 %	1,50	1,1445917	0,4720379	
02.06.09	51,78		33,103 %	28,596 %	356,48	13,722 %	12,859 %	1,53	1,1899374	0,4969646	
01.07.09	49,82		-3,800 %	-3,874 %	338,30	-5,100 %	-5,235 %	1,52	1,1825274	0,4949784	
03.08.09	49,01		-1,616 %	-1,629 %	356,06	5,250 %	5,117 %	1,51	1,1828561	0,4976329	
01.09.09	52,68		7,482 %	7,215 %	347,15	-2,501 %	-2,533 %	1,50	1,1880198	0,4962749	
01.10.09	58,00		10,102 %	9,624 %	365,30	5,227 %	5,095 %	1,51	1,1539589	0,4159169	
02.11.09	61,22		5,551 %	5,403 %	381,25	4,366 %	4,273 %	1,52	0,7544552	0,3682669	
01.12.09	65,29		6,647 %	6,436 %	406,16	6,533 %	6,329 %	1,51	0,7515494	0,2722311	
04.01.10	69,58		6,575 %	6,368 %	429,51	5,750 %	5,591 %	1,51	0,7020300	0,2506595	
01.02.10	72,40		4,049 %	3,969 %	409,94	-4,557 %	-4,665 %	1,50	0,3158740	0,2376681	
01.03.10	71,46		-1,297 %	-1,306 %	406,52	-0,834 %	-0,838 %	1,50	0,3133414	0,2205794	
06.04.10	86,53		21,089 %	19,135 %	434,62	6,914 %	6,685 %	1,52	0,3125850	0,2175962	
03.05.10	89,97	2,60	6,984 %	6,751 %	436,06	0,331 %	0,330 %	1,53	0,3123226	0,1860644	
01.06.10	79,46		-11,680 %	-12,420 %	396,54	-9,063 %	-9,500 %	1,53	0,2729883	0,1878873	
01.07.10	62,34		-21,553 %	-24,275 %	367,63	-7,291 %	-7,570 %	1,57	0,3877206	0,1973981	
02.08.10	75,13		20,516 %	18,662 %	416,19	13,209 %	12,406 %	1,56	0,4182867	0,2265304	
01.09.10	66,27		-11,786 %	-12,540 %	407,50	-2,088 %	-2,110 %	1,56	0,4463821	0,2257882	
01.10.10	77,18		16,464 %	15,241 %	425,32	4,373 %	4,280 %	1,57	0,4599703	0,2244503	
01.11.10	81,83		6,025 %	5,851 %	450,56	5,934 %	5,765 %	1,56	0,4602881	0,2271096	
01.12.10	87,87		7,377 %	7,118 %	450,11	-0,100 %	-0,100 %	1,56	0,4609491	0,2208788	
03.01.11	91,49		4,122 %	4,039 %	490,16	8,898 %	8,524 %	1,54	0,4595205	0,2295164	
01.02.11	97,04		6,061 %	5,884 %	494,57	0,900 %	0,896 %	1,54	0,4605777	0,2208515	
01.03.11	106,70		9,954 %	9,489 %	496,54	0,398 %	0,398 %	1,54	0,4630348	0,2197285	
01.04.11	114,75		7,544 %	7,273 %	507,93	2,294 %	2,268 %	1,56	0,4338289	0,2130617	
02.05.11	111,71		-2,650 %	-2,686 %	503,74	-0,825 %	-0,828 %	1,56	0,4342170	0,2139495	
01.06.11	106,16	2,75	-2,502 %	-2,534 %	489,94	-2,740 %	-2,778 %	1,58	0,4094368	0,1859992	
01.07.11	97,93		-7,751 %	-8,067 %	477,24	-2,592 %	-2,626 %	1,58	0,3142886	0,1642359	
01.08.11	93,00		-5,036 %	-5,168 %	459,24	-3,772 %	-3,845 %	1,58	0,2814539	0,1307818	
01.09.11	72,45		-22,097 %	-24,970 %	431,01	-6,147 %	-6,344 %	1,61	0,3661666	0,1469819	
03.10.11	53,65		-25,949 %	-30,042 %	384,05	-10,895 %	-11,536 %	1,64	0,4449634	0,1829249	
01.11.11	59,30		10,531 %	10,013 %	420,39	9,462 %	9,041 %	1,63	0,4556270	0,1981499	
01.12.11	67,15		13,238 %	12,432 %	433,82	3,195 %	3,145 %	1,63	0,4706782	0,2016291	
02.01.12	65,55		-2,383 %	-2,412 %	446,76	2,983 %	2,939 %	1,63	0,4660039	0,1816933	
01.02.12	76,35		16,476 %	15,251 %	459,37	2,823 %	2,783 %	1,65	0,4931571	0,1845426	
01.03.12	95,50		25,082 %	22,380 %	487,16	6,050 %	5,874 %	1,69	0,5399349	0,1956140	

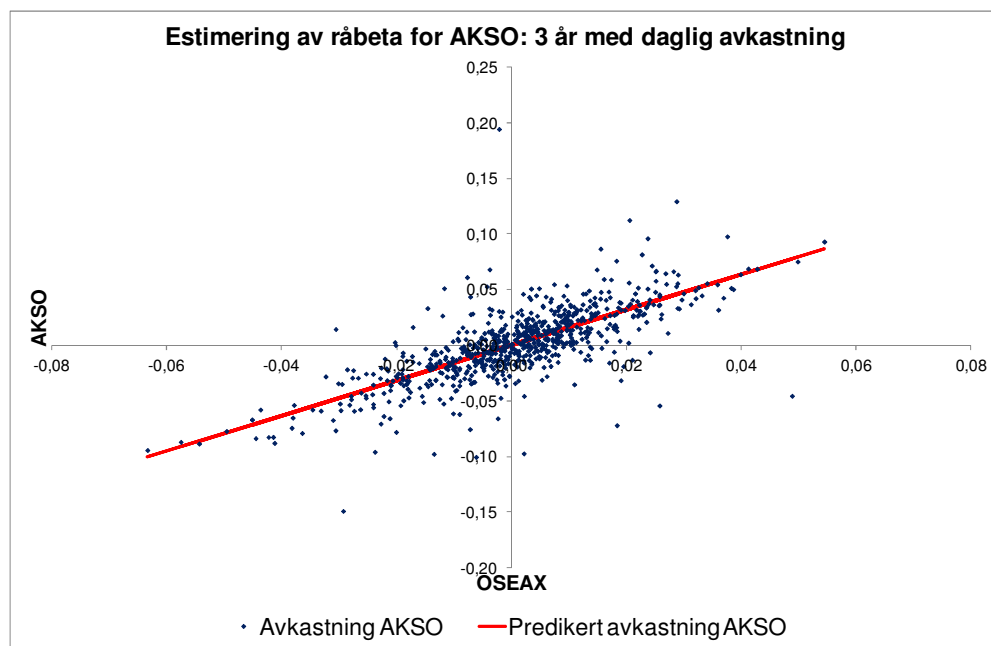


Dato	Utbytte per aksje
28.03.2006	kr 1,00
13.04.2007	kr 8,00
15.04.2008	kr 3,00
17.04.2009	kr 1,60
22.04.2010	kr 2,60
20.05.2011	kr 2,75

Vedlegg 17: Estimering av 3-årig beta med daglig avkastning

Dato	Utbytte	AKSO mnd avkastn.	AKSO log avkastn.	OSEAX mnd avkastn.	OSEAX log avkastn.	Rull. Beta	AKSO 1-års rull. vol.	OSEAX 1-års rull. vol.	
02.04.04	22,63			206,25					
05.04.04	23,43	3,557 %	3,496 %	208,46	1,072 %	1,066 %			
06.04.04	23,34	-0,382 %	-0,382 %	207,39	-0,513 %	-0,515 %			
07.04.04	23,25	-0,383 %	-0,384 %	209,21	0,881 %	0,877 %			
13.04.04	23,34	0,385 %	0,384 %	211,43	1,061 %	1,055 %			
14.04.04	23,21	-0,575 %	-0,576 %	208,12	-1,568 %	-1,580 %			
15.04.04	22,94	-1,156 %	-1,163 %	209,42	0,623 %	0,622 %			
16.04.04	22,94	0,000 %	0,000 %	209,79	0,179 %	0,179 %			
...									
01.03.12	95,50	-1,496 %	-1,507 %	487,16	-0,162 %	-0,162 %	1,58	0,5438134	0,2438789
02.03.12	95,60	0,105 %	0,105 %	487,93	0,158 %	0,158 %	1,59	0,5438027	0,2438838
05.03.12	92,90	-2,824 %	-2,865 %	482,49	-1,115 %	-1,121 %	1,59	0,5443679	0,2440524
06.03.12	88,75	-4,467 %	-4,570 %	469,19	-2,757 %	-2,795 %	1,59	0,5446536	0,2450106
07.03.12	91,15	2,704 %	2,668 %	474,20	1,068 %	1,062 %	1,59	0,5452564	0,2451490
08.03.12	92,50	1,481 %	1,470 %	482,72	1,797 %	1,781 %	1,59	0,5453525	0,2456356
09.03.12	93,70	1,297 %	1,289 %	484,49	0,367 %	0,366 %	1,59	0,5454282	0,2449194
12.03.12	92,95	-0,800 %	-0,804 %	480,76	-0,770 %	-0,773 %	1,59	0,5451653	0,2449516
13.03.12	93,20	0,269 %	0,269 %	486,18	1,127 %	1,121 %	1,59	0,5441083	0,2440851
14.03.12	95,10	2,039 %	2,018 %	491,24	1,041 %	1,035 %	1,59	0,5427135	0,2442326





Vedlegg 18: Mellomregninger for relativ prising

Per 31.12.2011								
		SLB	CAM	FTI	NOV	SUBC	TEC	AKSO
Utstedte aksjer per 31.12.11		1 434,0	263,1	286,3	423,9	351,8		274,0
- Treasury Shares per 31.12.11		100,0	17,6	48,5		13,1		4,2
= Utestående aksjer per 31.12.11		1 334,0	245,5	237,8	423,9	338,7	111,0	269,8
x Aksjekurs		\$68,31	\$49,19	\$52,23	\$67,99	\$18,61	€ 72,62	kr 62,95
= Markedsverdi	P	\$91 126	\$12 078	\$12 420	\$28 821	\$6 304	€ 8 060	kr 16 983
Årsresultat	E	\$5 013	\$522	\$404	\$1 985	\$451	€ 503	kr 5 254
Årsresultat fra videreført drift	E*	\$4 793	\$522	\$404	\$1 985	\$451	€ 503	kr 1 591
Bokført verdi egenkapital	B	\$31 263	\$4 707	\$1 425	\$17 619	\$5 781	€ 3 652	kr 11 148
Finansiell gjeld		\$11 665	\$1 585	\$1 020	\$510	\$963	€ 2 192	kr 6 824
+ Minoritetsinteresser		\$129	\$0	\$13	\$109	\$52	€ 22	kr 169
- Ikke-driftsrelaterte eiendeler		\$5 083	\$1 322	\$459	\$3 535	\$876	€ 3 139	kr 3 189
= Netto rentebærende gjeld		\$6 711	\$262	\$575	-\$2 916	\$139	-€ 925	kr 3 804
+ Markedsverdi (P)		\$91 126	\$12 078	\$12 420	\$28 821	\$6 304	€ 8 060	kr 16 983
= EV	EV	\$97 837	\$12 340	\$12 995	\$25 905	\$6 443	€ 7 135	kr 20 787
EBIT		\$6 507	\$735,1	\$561,0	\$2 937	\$640,5	€ 694	kr 2 569
+ Avskrivninger og amortiseringer		\$3 281	\$206,6	\$107,8	\$555	\$337,4	€ 174	kr 876
= EBITDA		\$9 788	\$942	\$669	\$3 492	\$978	€ 868	kr 3 445

Per 11.05.2012

		SLB	CAM	FTI	NOV	SUBC	TEC	AKSO
Utstedte aksjer per 31.12.11		1 434,0	263,1	286,3	423,9	351,8		274,0
- Treasury Shares per 31.12.11		100,0	17,6	48,5		13,1		4,2
= Utestående aksjer per 31.12.11		1 334,0	245,5	237,8	423,9	338,7	111,0	269,8
x Aksjekurs		\$68,80	\$48,56	\$44,84	\$68,43	\$22,68	€ 77,95	kr 89,85
= Markedsverdi	P	\$91 779	\$11 923	\$10 663	\$29 008	\$7 683	€ 8 651	kr 24 240
Årsresultat	E	\$5 013	\$522	\$404	\$1 985	\$451	€ 503	kr 5 254
Årsresultat fra videreført drift	E*	\$4 793	\$522	\$404	\$1 985	\$451	€ 503	kr 1 591
Bokført verdi	B	\$31 263	\$4 707	\$1 425	\$17 619	\$5 781	€ 3 652	kr 11 148
Finansiell gjeld		\$11 665	\$1 585	\$1 020	\$510	\$963	€ 2 192	kr 6 824
+ Minoritetsinteresser		\$129	\$0	\$13	\$109	\$52	€ 22	kr 169
- Ikke-driftsrelaterte eiendeler		\$5 083	\$1 322	\$459	\$3 535	\$876	€ 3 139	kr 3 189
= Netto rentebærende gjeld		\$6 711	\$262	\$575	-\$2 916	\$139	-€ 925	kr 3 804
+ Markedsverdi (P)		\$91 779	\$11 923	\$10 663	\$29 008	\$7 683	€ 8 651	kr 24 240
= Enterprise value	EV	\$98 490	\$12 185	\$11 238	\$26 092	\$7 821	€ 7 726	kr 28 044
EBIT		\$6 507	\$735,1	\$561,0	\$2 937	\$640,5	€ 694	kr 2 569
+ Avskrivninger og amortiseringer		\$3 281	\$206,6	\$107,8	\$555	\$337,4	€ 174	kr 876
= EBITDA		\$9 788	\$942	\$669	\$3 492	\$978	€ 868	kr 3 445

Vedlegg 19: Omgruppert balanse for Aker Solutions likemenn

	SLB	CAM	FTI	NOV	SUBC	TEC
<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>						
Inventar	4 700,0	2 399,9	712,2	4 030,0	57,4	254,6
Kundefordringer	9 500,0	1 757,3	1 341,6	3 291,0	773,0	1 279,9
Anleggskontrakter - eiendel					515,1	588,0
Forskudd betalt til leverandører						204,2
Utsatt skattefordel og lignende	456,0		99,0	336,0		149,6
Forskuddsbet. utgifter og andre OM	1 056,0	349,0	221,2	325,0	383,1	487,9
Kostnader utover fakturering				593,0		
Eiendeler klassifisert som holdt for salg					319,4	
Totale driftsrelaterte omløpsmidler	15 712,0	4 506,2	2 374,0	8 575,0	2 048,0	2 964,2
<i>Driftsrelatert kortsiktig gjeld</i>						
Leverandørgjeld og andre forpl.	7 579,0	2 669,7	546,8	3 277,0	1 218,9	2 135,0
Forskuddsbetalinger og lignende			450,2	865,0		
Anleggskontrakter - forpliktelse					383,6	644,5
Avsetninger					41,6	344,6
Utsatt inntekt					210,7	
Akkumulerte lønnskostnader			153,5			
Utsatt skatt og betalbar skatt	1 245,0		122,8	923,0	190,3	173,1
Forpliktelser relatert til eiendeler					188,4	
Andre omløpsmidler			284,8			1 865,4
Total driftsrelatert kortsiktig gjeld	8 824,0	2 669,7	1 558,1	5 065,0	2 233,5	5 162,6
Driftsrelatert arbeidskapital	6 888,0	1 836,5	815,9	3 510,0	-185,5	-2 198,4
<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>						
Eiendom, anlegg og utstyr	12 993,0	1 500,1	767,9	2 445,0	3 352,2	2 308,3
Goodwill	14 154,0	1 615,3	265,8	6 151,0	2 566,6	
Immaterielle eiendeler	4 882,0		128,0	4 073,0	34,9	2 714,2
Investeringer i tilknyttede selskap	1 266,0		161,4	391,0	264,1	
Utsatt inntektsskatt			67,1	267,0	40,9	306,3
Forskudd og fordringer					65,0	
Multiclient seismic data	425,0					
Andre eiendeler	686,0	417,7	48,3	78,0		
Totale driftsrelaterte anleggsmidler	34 406,0	3 533,1	1 438,5	13 405,0	6 323,7	5 328,8
<i>Driftsrelatert langsiktig gjeld</i>						
Utsatt skatt	1 731,0	184,5	111,9	1 852,0	133,3	172,0
Avsetninger					22,8	139,2
Betingede forpliktelser					31,3	
Andre forpliktelser	1 252,0	215,3	143,1	360,0	30,9	93,0
Total driftsrelatert langsiktig gjeld	2 983,0	399,8	255,0	2 212,0	218,3	404,2
Netto anleggsmidler	31 423,0	3 133,3	1 183,5	11 193,0	6 105,4	4 924,6
Investert kapital	38 311,0	4 969,8	1 999,4	14 703,0	5 919,9	2 726,2

	SLB	CAM	FTI	NOV	SUBC	TEC
<i>Finansielle omløpsmidler</i>						
Konter og kontantekvivalenter	1 705,0	898,9	344,0	3 535,0	856,1	2 808,7
Kortsiktige investeringer	3 122,0	423,5				
Finansielle derivater			69,9		10,0	35,6
Totale finansielle omløpsmidler	4 827,0	1 322,4	413,9	3 535,0	866,1	2 844,3
<i>Finansielle anleggsmidler</i>						
Finansielle derivater			44,6		9,5	
Fixed income investments	256,0					
Finansielle eiendeler holdt for salg						201,9
Pensjonsmidler					0,3	
Andre finansielle eiendeler						92,8
Totale finansielle anleggsmidler	256,0	0,0	44,6	0,0	9,8	294,7
Finansielle eiendeler	5 083,0	1 322,4	458,5	3 535,0	875,9	3 139,0
Total investert kapital	43 394	6 292	2 458	18 238	6 796	5 865
<i>Egenkapital</i>						
Betalbart utbytte	337,0					
Aksjekapital	11 639,0	2,6	1,4	4,0	703,6	84,6
Aksjepremie						1 784,0
Innbetalt kapital		2 072,4	700,0	8 535,0	4 185,5	
Employee benefit trust			-5,8			
Egne aksjer	-5 679,0	-647,0	-1 041,9		-278,5	-109,3
Tilbakeholdt overskudd	28 860,0	3 370,2	2 214,7	9 103,0	1 023,7	1 878,9
Reserver	-3 557,0	-90,8	-443,8	-23,0	146,7	13,4
Total egenkapital	31 600,0	4 707,4	1 424,6	17 619,0	5 781,0	3 651,6
Minoritetsinteresser	129,0		13,0	109,0	51,5	21,7
<i>Finansiell kortsiktig gjeld</i>						
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 377,0	10,6	587,6	351,0	12,9	544,4
Finansielle derivater			66,6		25,6	104,0
Pensjonsforpliktelser			20,6			
Total finansiell kortsiktig gjeld	1 377,0	10,6	674,8	351,0	38,5	648,4
<i>Finansiell langsiktig gjeld</i>						
Langsiktig rentebærende gjeld	8 556,0	1 574,2	36,0	159,0	880,5	1 543,5
Pensjonsforpliktelser	1 732,0		272,4		29,4	
Finansielle derivater			37,0		14,9	
Total finansiell langsiktig gjeld	10 288,0	1 574,2	345,4	159,0	924,8	1 543,5
Total finansiell gjeld	11 665,0	1 584,8	1 020,2	510,0	963,3	2 191,9
Total investert kapital	43 394	6 292	2 458	18 238	6 796	5 865