



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, 20. juni 2010

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse



John Magnus Steffensen

Utredning i spesialfagområdet Regnskap og økonomisk styring

Veileder: Øystein Gjerde

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i Økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Fundamental verdsettelse av det norske industrikonsernet Aker Solutions er siktemål for denne utredning. Metoden innebærer en strategisk analyse, hvor interne og eksterne forhold belyses for kvalitativt kunne vurdere i hvilken grad selskapet kan ha en lønnsomhet utover avkastningskravet. Spørsmålet søkes besvart i en analyse av Aker Solutions og bransjens historiske regnskapstall. Den strategiske analysen og regnskapsanalysen utgjør tilsammen en strategisk regnskapsanalyse, som igjen danner grunnlaget for å kunne verdsette selskapet. På bakgrunn av den innsikt som fremkommer i utredningens to nevnte hoveddeler, blir det utarbeidet et fremtidsregnskap med tilhørende avkastningskrav. Dette leder igjen til en nåverdiberegning av fremtidens kapitaler og resultater slik at en kan beregne et verdiestimat.

Utredningen er orientert mot et investorfokus og i denne sammenheng utarbeides det en handlingsstrategi basert på verdiestimatet.

Aksjekurs 17. juni er 87 kroner og verdiestimat er beregnet til 130 kroner.

Forord

Denne oppgave er skrevet i ett ledd i en avsluttende mastergrad ved Norges Handelshøyskole. Selskapsverdsettelse er i stor grad en tverrfaglig øvelse, men i hovedsak er det faglige tyngdepunkt hentet fra kursene BUS424 (Strategisk regnskapsanalyse) og BUS425 (Verdsettelse).

Hovedformålet er å synliggjøre de fundamentale verdier i Aker Solutions ASA med utgangspunkt i regnskapsanalyse og underliggende økonomiske forhold.

Jeg vil rette en stor takk veileder, Øystein Gjerde, for nyttige faglige innspill underveis i arbeidet.

John Magnus Steffensen Bergen, juni 2010

Innhold

1 Innledning	1
2 Presentasjon av Aker Solutions ASA	4
3 Relevant bransje	10
4 Verdivurderingsmodeller	13
5 Strategisk Analyse	16
6 Regnskapsanalyse	25
7 Lønnsomhetsanalyse	53
8 Analyse av vekst	63
9 Fremtidsbudsjett	70
10 Fundamental verdsettelse	86
11 Usikkerhet i verdiestimatet	94
12 Konklusjon	100
A Finansregnskap	i
B Syntetisk rating	v

Kapittel 1

Innledning

1.1 Formål og aktualitet

Aker Solutions var gjenstand for mye medieoppmerksomhet sommeren 2007 da det ble kjent at den norske stat, via Aker Holding, ble deleier i selskapet. Kjøpesummen på 4,8 milliarder for 30% av holdingselskapet, og dermed 12% av Aker Solutions, verdsatte sistnevntes aksje til 145 kroner. Hensynet til norske arbeidsplasser var blant annet fremført som politisk argument i forsvar av aksjekjøpet.

Selskapet ble igjen gjenstand for medieoppmerksomhet våren 2009, da det ble offentliggjort at Aker Solutions kjøpte fire datterselskap fra Aker til en verdi på 1,4 milliarder. Verdifastsettelsen ble kritisert fra meglerhold og statens passive rolle i forkant av overtakelsen ble behørig diskutert. I denne sammenheng kom tanken om å vurdere hva selskapet egentlig var verdt. Hadde staten kjøpt katta i sekken?

Fundamental verdsettelse er i stor grad en praktisk øvelse med innsamling og bearbeidelse av eksternt informasjon og regnskapsstall og ble vurdert til en naturlig tilnæringsmåte til problemstillingen: Potensialet i Aker Solutions aksjeverdi.

1.2 Avgrensning

Aker Solutions er en aktør i oljebransjen hvis virksomhet er rettet mot konstruksjon og service av anlegg. Produktspekteret er vidt og omfattende og det vil derfor i mindre grad presenteres og diskuteres de forskjellige løsninger i porteføljen. Selskapet er organisert i fire forretningsområder. Ideelt kunne disse vært gjenstand for en separat analyse, strategisk så vel som regnskapsmessig, men tilgjengelig ekstern informasjon, som årsrapporter, desverre er for lite detaljrik til at dette blir meningsfylt. Analysene vil derfor bli foretatt på et overordnet konsernnivå.

Vurdering av selskapet gjøres på basis av tilsvarende tall fra bransjen. Denne utgjør en rekke selskaper av varierende størrelse og karakter. Innhenting og bearbeiding av alle tenkelig relevante konkurrenter vil her både være upraktisk og altfor tidkrevende. Derfor er det foretatt et utvalg hvor noen få selskaper er tatt med. Følgelig er det en mulighet for at bransjetallene vil over- eller undervurdere realiteten i bransjen samlet, men sett i sammenheng med problematikken nevnt er dette vurdert til akseptabelt.

Bransjeutvalget består av selskaper som rapporterer etter enten IFRS eller USGAAP. Det er et pågående arbeid for å la disse konvergere, men det vurderes til ikke å ha nevneverdig betydning¹. Ingen justering vil bli foretatt som følge av differansen.

Den eksterne informasjonen om Aker Solutions så vel som bransjeutvalget er hentet fra selskapenes respektive års- og kvartalsrapporter. Internett, media og ikke minst forelesningsnotater og annen faglitteratur er anvendt og referert til der hvor dette er passende.

Utredningen baseres i stor grad på kunnskap opparbeidet gjennom kursene BUS424 og BUS425, slik at majoriteten av teori presentert er hentet fra disse fag.

1.3 Perspektiv

Aker Solutions egenkapital og verdsettelse av denne er fokus for utredningen. Verdiestimatet vil igjen lede til en handlingsstrategi for aksjen. Perspektivet vil derved være investororientert og primært aktuelt for eksisterende eller potensielle aksjonærer i Aker Solutions.

¹PriceWaterHouseCoopers, (2009) "IFRS and US GAAP similarities and differences"

1.4 Struktur

Utredningen tar sikte på å presentere selskapet og bransjeutvalget i første del. Dernest vil en strategisk analyse søke å avdekke i hvilken grad Aker Solutions kan ha konkurransemessige fortrinn, som igjen kan lede til superprofitt - avkastning utover kravet og komparativt i forhold til bransjen.

Regnskapsanalysen vil prøve å belyse eksistensen av nevnte superprofitt. Innsikten som opparbeides her kombineres med den strategiske analysen og munner ut i et fremtidsbudsjett til anvendelse i verdsettelsesdelen. Resultatelement og kapitaler diskonteres slik at et endelig verdiestimat fremkommer. Etter en analyse av estimatets usikkerhet vil det utarbeides en handlingsstrategi som en anbefaling til aksjonærer.

Utredningens hovedfokus er strategisk regnskapsanalyse og tilhørende fundamental verdsettelse av Aker Solutions.

Kapittel 2

Presentasjon av Aker Solutions ASA

2.1 Oversikt

Aker Solutions er et globalt selskap med virksomhet i 30 land, over 20 000 ansatte og base i Norge. Produktspekteret spenner fra ingeniørtjenester, komplette fabrikkasjonsløsninger til etter-tjenester og vedlikehold primært innenfor olje- og gassproduksjon. Hovedfokuset for selskapet er kompliserte løsninger i klimatisk utfordrende lokasjoner.

2.2 Historikk

Dagens Aker Solutions kan spore sine røtter tilbake til gamle Aker, etablert i 1841, og Kværner Brug etablert 12 år senere. Akers virksomhet fra den spede begynnelse har vært rettet mot skipsbygging og mekanisk produksjon. Kværner startet som sagbruk, men vel hundre år etter oppstarten var det blitt til et større norsk industrikonsern med ti datterselskap og over tre tusen ansatte.

Aker Maritime, et av Akers datterselskap kjøpte i 2000 en større aksjepost i Kværner. De påfølgende fire år har begge selskap vært gjenstand for store reorganiseringer hvor virksomheter har blitt solgt eller lagt ned. Våren 2004 fusjonerte restene av de to industrikonsern til Aker Kværner, som igjen skiftet navn til Aker Solutions noen måneder senere.

Etter dette har selskapet vært gjennom en rekke mindre reorganiseringer. Dagens organisering

ble en realitet i 2007, med en mindre justering året etter. Forretningsområdene Field Development (FD) og Maintenance, Modifications and Operations (MMO) ble slått sammen til Energy Development & Services (ED&S) i 2008.

2.3 Organisering

Aker Solutions er i fire forretningsområder og disse presenteres i det følgende¹.

2.3.1 Energy Development & Services (ED&S)

Forretningsområdet håndterer drift, vedlikehold og modifikasjoner internasjonalt og i Nordsjøen. Gruppen søker å levere tjenester og produkter for hele verdikjeden fra konsept til installasjon være seg land- eller vannbasert. Som strategisk viktige prosjekter trekker Aker Solutions frem Statoils Gjøa-prosjekt som fraktes ut til feltet juni 2010, og kontrakter på Kashgan- og Shtokman-feltene.

ED&S stod i 2009 for omlag 36% av rapportert omsetning og 26% av EBITDA. Aker Solutions vurderer selv markedsutiktene på kort sikt for å være gode, men anfører i siste årsrapport at det forventer redusert etterspørsel etter store installasjoner i Nordsjøen. Selskapet retter derimot fokus mot internasjonale prosjekter i det kaspiske hav og andre steder hvor særlig klimatiske utfordringer gjør seg gjeldende.

Følgende datterselskaper utgjør forretningsområdet²:

- Aker Offshore Oy
- Aker Offshore Partner
- Aker Powergas Pvt. Ltd.
- Aker Verdal AS
- Aker Stord AS

¹Informasjon er primært hentet fra selskapets årsrapporter og nettside

²<http://www.akersolutions.com/Internet/AboutUs/AkerKvaernerGroup/GroupStructure/>

- Aker Operations
- Aker Elektro AS
- Aker Egersund AS
- Aker Engineering & Technology AS

2.3.2 Subsea

Undervannsinstallasjoner med tilhørende design, tilvirking og andre produkter og tjenester er organisert forretningsområdet Subsea. Selskapet hevder å være den mest komplette leverandør av kompliserte løsninger under vann i direkte konkurranse med andre norske selskap som Acergy og Subsea 7.

Forretningsområdet har tildels vært hardt rammet av finanskrisen, som for alvor startet høsten 2008, ettersom tilgang på kapital er viktig selskapets kunder. Det ventes et vanskelig marked på kort sikt, men økt kontraktstildeling etterhvert som midlertidig stans i ulike prosjektutbygginger heves i takt med bedring i makroøkonomiske forhold. Selskapet venter vekst i inneværende år hvor særlig prosjekter i Nordsjøen, Brasil, sørøst-Asia og vest-Afrika vil kunne generere positive resultater.

Inntektene fra Subsea utgjorde i 2009 omlag 23% av selskapets omsetning, men 32% av EBIDTA, og er det forretningsområdet som bidrar med høyest margin for Aker Solutions.

2.3.3 Products & Technologies (P&T)

Aker Solutions' oppstrømsaktiviteter til olje- og gassindustrien er organisert innunder forretningsområdet Products & Technologies. Boreutstyr, styre- og prosess-systemer samt lasteteknologi utgjør kjernevirksomheten. Brasil er et viktig område for P&T hvor det ventes en betydelig vekst samtidig som den høye etterspørselen etter relevant utstyr til Nordsjøen også ventes å bli opprettholdt på kort sikt.

24% av Aker Solutions' omsetning og nær 30% av EBIDTA gjør at forretningsområdet bidrar positivt til selskapets resultater.

Datterselskaper tilhørende Products & Technologies:

- Aker Process Systems AS
- Aker MH AS
- Aker Pusnes AS

2.3.4 Process & Construction (P&C)

Forretningsområdet Process & Construction skiller seg fra resten av Aker Solutions hvor fokus er nedstrøms- fremfor oppstrømsaktiviteter innen olje- og gassproduksjon. I tillegg leveres teknologi, produkter og tjenester til kraftverk, petrokjemisk prosessering, biorafineri og vannrensing.

Gruvevirksomhet i Australia og Sør-Amerika og kraftutbygging i Canada nevnes i årsrapporten som viktige områder for Aker Solutions innenfor P&C. Særlig sistnevnte type investering er særdeles kapitalkrevende og har således blitt vanskeligere å gjennomføre i inneværende konjunkturedgang. Ordreinngangen domineres derfor av små og mellomstore kontrakter samt utvidelse av eksisterende.

En av hovedstrategiene for Aker Solutions i dette forretningsområdet er å satse på miljøvennlig teknologi innen vekstmarkedene som fornybar energi samt CO₂-fangst og -lagring.

Det har i en tid vært spekulert i om hvorvidt denne delen av Aker Solutions vil bli lagt ut for salg³ ettersom aktivitetsprofilen er såpass ulik i forhold til de tre olje- og gassrelaterte forretningsområdene. Krevende markedsforhold hvor tildels betydelig fall i både omsetning og EBIDTA bidrar til å underbygge spekulasjonene. Prosentvis utgjorde P&C vel 18% og 11% av henholdsvis rapporterte driftsinntekter og inntekter før avskrivning og skatt.

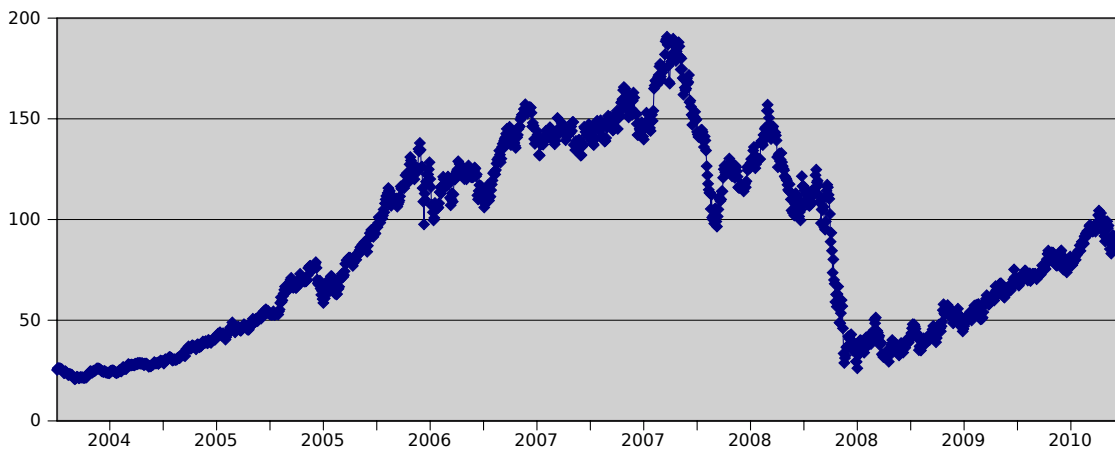
2.4 Aksjekurs

Aker Solutions (AKSO) ble i likhet med resten av selskapene på Oslo Børs hardt rammet av finanskrisen. Figur 2.4 viser selskapets historiske aksjekurs fra 1. april 2004 til 17. juni 2010. Aksjekursen viser et tydelig fall mot årskiftet. For inneværende år har aksjen vist en tydelig positiv utvikling, men det er fremdeles en distanse til nivået før fallet. Denne utredningen vil ta

³http://www.petromagasinet.no/modules/module_123/proxy.asp?I=13754&C=27&D=2&mid=79

sikte på å avdekke i hvilken grad Aker Solutions nåværende aksjekurs er over- eller undervurdert.

I skrivende stund er aksjen omsatt til 87,05 som igjen verdsetter selskapet til 23,4 milliarder kroner.



2.5 Eierstruktur

Selskapet domineres av én stor eier: Aker Holding hvor igjen Den Norske Stat er inne med 30% eierandel. De resterende eierpostene preges av investeringsbanker og -fond hvor reel eier følgelig kan være skjult for offentligheten. Omlag 31% av selskapet er eid av aksjonærer utenfor listen gjengitt i tabell 2.1.

Aker Solutions har i skrivende stund ⁴ 274 000 000 aksjer utestående. Selskapet er inne på Oslo Børs OBX-index som lister de 25 mest omsatte aksjene og er i markedsverdi det 9. største⁵.

⁴Antall aksjer og liste over investorer er hentet fra selskapets nettside 13. juni 2010 - <http://www.akersolutions.com/Internet/InvestorRelations/StockInfo/Shareholders/default.htm>

⁵Oslo Børs 13. juni

Tabell 2.1: Eierskapsoversikt

Investor	Andel (%)
Aker Holding AS	40,27
<hr/>	
Folketrygdfondet	4,23
State Street Bank and Trust Co.	3,19
Bank of New York Mellon	2,33
JPMorgan Chase Bank	2,18
State Street Bank & Trust Co.	1,94
Aker Solutions ASA	1,81
Clearstream Banking S.A	1,63
JPMorgan Chase Bank NA	1,59
The Northern Trust Co.	1,45
JPMorgan Chase Bank NA	1,15
The Northern Trust Company SUB	1,13
Bank of New York Mellon SA/NV	1,12
Statoil Pensjon	0,85
Skandinaviska Enskilda Banken	0,84
State Street Bank and Trust Co.	0,76
Governor & Company of the Bank of	0,76
Vital Forsikring ASA	0,74
State Street Bank and Trust Co.	0,69
JPMorgan Chase Bank	0,68
<hr/>	
Sum 19 største investorer (u/ Aker)	29,07
Sum 20 største investorer (i/ Aker)	69,34

Kapittel 3

Relevant bransje

3.1 Bakgrunn

Videre i utredningen vil det foretas analyse av både strategisk posisjon og regnskapstall. Et viktig element i begge er å sammenligne selskapet mot bransjen. Ideelt kan det tenkes å anvende bransjen som helhet, men det vil for alle praktiske formål ikke være gjennomførbart av hensyn til omfang og arbeidsmengde. Bransjen vil derfor bli redusert til et utvalg det kan være relevant å sammenligne med.

Aker Solutions er organisert i distinkte forretningsområder som spenner relativt vidt og av den grunn vil det være gode argumenter for både å inkludere, og ikke inkludere, et gitt selskap i utvalget. I det følgende kommer en kort presentasjon av utvalgte selskap som utgjør bransjeutvalget aktuelt i denne utredningen.

Informasjon i det følgende er hentet fra selskapenes egne presentasjoner i årsrapporter og nettsider. Aksjekurser er hentet 13. juni 2010 fra børsen selskapene er notert.

3.1.1 Acergy - ACY



Acergy er et selskap i direkte konkurranse primært med Aker Solitions subsea-aktiviteter. Selskapet drives med base i Norge, men har operasjoner globalt hvor fokuset er utvinning av olje og gass fra havbunnen. Acergy er spesialisert på prosjekter i klimatisk utfordrende miljø. I likhet med Aker Solutions leverer selskapet et vidt spekter av produkter fra ingeniørtjenester til anleggskonstruksjon og til hele livssyklus-tjenester.

Selskapet er tegnet på Oslo Børs (ACY) og er inne på OBX-listen. Markedsverdi er i skrivende stund omlag 18,4 milliarder norske kroner med en aksjekurs à 101,00.

3.1.2 FMC Tehcnologies



FMC Technologies er et av to amerikanske selskap i bransjeutvalget. Størrelsesmessig målt etter ansatte, produksjonsfasciliteter og land med operativ virksomhet er selskapet vel en tredjedel av Aker Solutions' størrelse. Produktspekteret er derimot tilsvarende med fokus på subsea, prosesseringssystemer og konsulenttjenester.

Aksjen er notert på New York Stok Exchange (FTI) og har en verdi på \$55,34, hvilket verdsetter selskapet til \$6,3 milliarder.

3.1.3 National Oilwell Varco



National Oilwell Varco er notert på New York Stock Exhchange (NOV). Verdien er i skrivende stund \$38,24 med markedsverdi på \$16,0 milliarder. Selskapet er en av verdens ledende leverandør av maskiner og utstyr til både land- og vannbaserte installasjoner. Det drives virksomhet, salg som tilvirking, fra vel 700 lokasjoner på verdensbasis.

3.1.4 Schlumberger

Schlumberger

Schlumberger Limited er betydelig større enn Aker Solutions målt etter antall ansatte, driftsinntekter, markedsverdi og land med virksomhet. Selskapet leverer et bredt spekter av tjenester primært delt inn i feltene oljeservice og seismiske tjenester. Førstnevnte område er mest relevant i sammenligning med Aker Solutions.

Schlumberger er notert ved New York Stock Exchange (SLB) og har i skrivende stund en markedsverdi på omlag \$72,5 milliarder dollar til kurs à \$60,81.

3.1.5 Subsea 7

subsea7

Selskapet leverer tjenester on- og offshore primært rettet mot olje- og gassutvinning på havbunnen nasjonalt og globalt. Produktspekteret spenner fra komplette ingeniørtjenester til konstruksjon og installasjon og livssyklus tjenester. I tillegg driver Subsea 7 sin egen flåte spesialskip som leies ut til klienter til alle faser i produksjon av havbasert olje og gass.

I likhet med både Acergy og Aker Solutions innehar Subsea 7 en plass på OBX-listen over Oslo Børs (SUB) 25 mest omsatte aksjer. Aksjekursen er 103,50 som igjen verdsetter selskapet til 15,2 milliarder kroner.

3.1.6 Technip

Technip

Franske Technip leverer i likhet med resten av bransjen et vidt produktspekter, fra utstyr til tjenester til olje- og gass-sektoren. Landbasert og undervanns-aktiviteter står for brorparten av selskapets inntekter. Technip er notert på NYSE Euronext¹ med markedsverdi i skrivende stund på €5,7 milliarder til kurs à €52,41.

¹ISIN: FR0000131708

Kapittel 4

Verdivurderingsmodeller

Verdsettelse deles primært inn i tre; fundamental, komparativ og opsjonsbasert. Metodene er ikke gjensidig utelukkende, men virker godt som supplement til hverandre.

4.1 Fundamental verdsettelse

Verdivurdering basert på analyse av underliggende forhold hvor offentlig informasjon, som års- og kvartalsrapporter, danner utgangspunktet. I følge Knivsflå er det fem steg:

1. Strategisk analyse

Interne og eksterne forhold analyseres for å avgjøre om hvorvidt selskapet kan ha konkurransefortrinn som igjen kan lede til superprofitt. Innsikten fra den strategiske analysen danner et viktig fundament for utarbeidelse av fremtidsregnskap senere i verdsettelsesprosessen.

2. Regnskapsanalyse

Historisk regnskapsmateriale analyseres for innsikt i de underliggende økonomiske forhold. Årsrapporter omgrupperes for investororientert analyse, målefeil identifiseres og justeres for. Deretter utarbeides forholdstall som avdekker en eventuell superprofitt målt mot et bransjeutvalg. Innsikten her kan gi en indikasjon på hvor lenge en slik fordel eller ulempe vil vedvare.

3. Fremtidsregnskap

Med utgangspunkt i de to foregående steg fremskrives finansregnskapet, med gitte forutsetninger, til et fremtidsregnskap.

4. Verdesettelse

Fremtidsregnskapets kontantstrømmer diskonteres til nåverdi for å lage et verdiestimat på selskapets egenkapital.

5. Handling

Arbeidet kulminerer i en anbefaling til eksisterende og/eller potensielle investorer om kjøp av, salg av eller å holde på aksjene i selskapet.

4.2 Komparativ verdsettelse

Den antagelig mest anvendte metode for verdsettelse av den grunn at den er vesentlig enklere enn den fundamentale og følgelig mindre kostbar å gjennomføre.

4.2.1 Multiplikatormodeller

Det utarbeides forholdstall for ulike variable som aksjepris over bokførte verdier, for driftsinntekter og -kostnader og en anvender et bransjeutvalgs multipler for å estimere verdi for det aktuelle selskapet. Metoden kan lett manipuleres ettersom dens svakhet er å finne i bransjeutvalget; det er relativt uproblematisk å argumentere for et gitt selskaps inklusjon / eksklusjon i utvalget og en kan følgelig gjøre tilpasninger nødvendig for å oppnå en ønsket verdsettelse.

4.2.2 Substansverdi

Selskapets eiendeler verdsettes ved å sammenligne med tilsvarende for bransjen. Modellens er svak ved at det forutsettes at selskapet på papiret likvideres; alle eiendelene antas solgt og det er denne estimerte prisen som danner grunnlag for verdsettelsen.

4.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjon gir eier rett, men ingen plikt, til å kjøpe eller selge et aktivum til en på forhånd bestemt pris innen eller på utløpsdato. Opsjonsprisen beregnes som en funksjon av følgende variable¹; nåværende verdi, underliggende aktivums varians, kontraktpris, risikofri rente og gjenværende løpetid for opsjonen. Opsjoner er således fleksible av natur.

En skiller mellom ordinære opsjoner omsatt på børs eller avtalt mellom to parter og realoppsjoner. Sistnevnte er aktuell i en verdsettelse hvor en søker å estimere verdien av selskapets ulike muligheter for handling; selskapet kan eksempelvis ekspandere, avvikle eller avvente. Verdsettelse basert på realoppsjoner vil søke å drøfte de ulike valg selskapet står ovenfor. Metoden kan gi et fullstendig verdiestimat alene eller kombineres med fundamental verdsettelse hvor ulike realoppsjoner prises inn i.

4.4 Modellvalg for oppgave

Aker Solutions er et selskap i vekst, men i en relativt stabil bransje. Selskapets store restruktureringer i nyere tid skaper endel utfordringer ved bruk av fundamental verdsettelse som metode, men justeringer og omgruppering vil søke å hensynta dette.

Fundamental verdsettelse vil være fokus i denne utredning. De to andre hovedtyper verdsettelse vil ikke behandles. Det teoretiske rammeverket til fundamental verdsettelse vil presenteres mer ingående senere.

¹Black & Sholes, 1972

Kapittel 5

Strategisk Analyse

5.1 Rammeverk for strategisk analyse

Strategi defineres som handlingsplan for å nå et eller flere gitte mål¹. Et selskaps hovedmål vil være å generere konkurransedyktig avkastning på investert kapital målt mot tilsvarende alternativer med lik risiko.

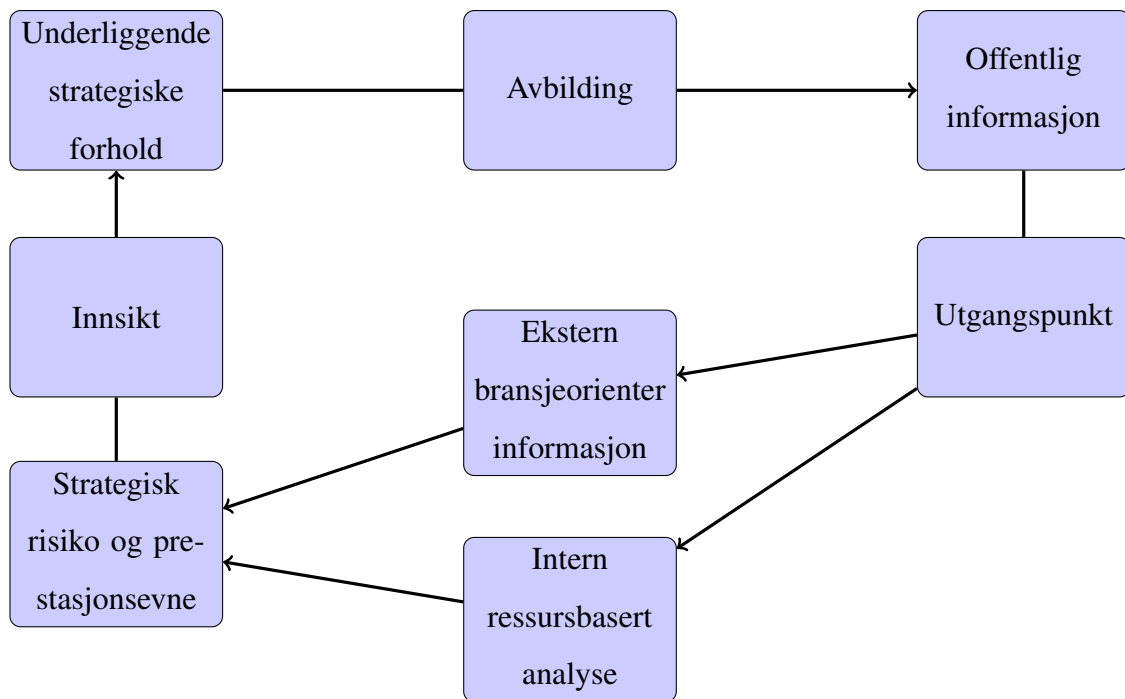
Selskapets strategiske posisjon og eventuel evne til å generere strategisk fordel, kartlegges med basis i kvalitativ analyseteknikk. Analysen vil kunne gi en bedre innsikt i de underliggende økonomiske forhold som igjen vil være av nytte til regnskapsanalysen og særlig fremtidsregnskapet.

Strategisk fordel defineres som egenkapitalrentabilitet større enn egenkapitalkrav: $ekr > ekk$. Måltallet kan videre dekomponeres i en ekstern og intern effekt. Porters Fem Krefter-modell² er modellen valgt for ekstern analyse. Interne forhold analyseres gjennom SWOT³. Den formelle utregningen av dekomponert egenkapitalrentabilitet blir foretatt i regnskapsanalysen, kapittel 6.5.

¹Oxford English Dictionary

²Hill & Jones, 2004

³Hill & Jones, 2004



Figur 5.1: Rammeverk strategisk analyse, Knivsfå 2008

5.2 Overblikk

Aker Solutions er i stor grad et oljeservice-selskap hvis virksomhet er konsentrert rundt bistand til operatører innenfor olje- og gassproduksjon. Selskapet leverer ingeniørtjenester, høyteknologisk utstyr samt vedlikeholdstjenester. Kort kan en hevde at høy oljepris⁴ vil tjene service-selskapene ettersom det vil være mer interessant å utvinne fra vanskelige felt. Teknologien selskap som Aker Solutions leverer muliggjør nettopp dette.

5.2.1 Økonomiske faktorer

Olje er en knapphetsfaktor i den forstand at det er en forbigående ressurs. Produksjon er avhengig av nye funn og mulighet for utvinning fra eksisterende. Når det ikke lenger finnes nye reservoar som er økonomisk forsvarlig å utvinne, vil olje i realiteten være borte. Gass antas å ha lenger levetid. Følgelig kan det tenkes et fremtidig misforhold mellom tilbud og etterspørsel i fremtiden, dersom substitutter ikke kommer i tide.

I denne utredningen er det ikke tatt høyde for ekstremscenario hvor oljen tar slutt innenfor

⁴Emnet er behandlet mer inngående i 8.2.

fremtidshorisonnten. Derimot er det vurdert som realistisk at oljepris vil vedvarende være høy.

Oljepris blir en konkurransefaktor i den forstand at høy oljepris muliggjør vekst.

5.2.2 Teknologiske faktorer

Nye funn gjøres i dag på vanskelig tilgjengelige områder som dypt vann i værhardt klima. Kravet til avansert teknologi er større enn tidligere og dette vil igjen føre til behov for service-selskapenes tjenester.

En kan vurdere det dit hen at det er et eget konkurrerende marked for konsept og teknologiske løsninger, slik at konkurransefortrinn kan oppnås for den med de beste teknologiske løsninger. Nyvinninger kan delvis beskyttes av patenter, men ettersom disse har en begrenset levetid vil det likevel være behov for fornyelse og utvikling for å kunne opprettholde fortrinnet.

5.2.3 Samfunnsmessige faktorer

Selskapene i denne utredning er globale. Operasjoner foregår i ulike land med ulik politisk risikoprofil. Statoil, et operatørselskap, opplevde våren 2006⁵ at landet valgte å tvangsnasjonalisere oljefelt med tilhørende redusert profitt potensiale. Slike innslag vil dreie konkurranse bort fra teknologi og økonomi til politisk agenda.

Aker Solutions kan tenkes å være mindre eksponert for slik risiko ettersom det ikke er operatør, men indirekte kan det tenkes et scenario hvor det kan påvirke inntektpotensiale om tilstrekkelig mange av selskapets kunder opplever tilsvarende problematikk. Ettersom Aker Solutions ikke er alene om å drive global virksomhet vil det kunne antas at potensiell trussel her er likt for bransjen som helhet.

⁵<http://www.dn.no/energi/article1123021.ece>

5.3 Ekstern bransjeorientert analyse

5.3.1 Porters Fem Krefter

$$ekr > ekk \Rightarrow (ekr^* - ekk^*) + intern \quad (5.1)$$

Porters modell deler konkurransesituasjonen inn i faktorer som påvirker bransjedynamikken på ulike plan; inntrengere, kunder, leverandører, substitutter og rivalisering. I det følgende vil faktorene presenteres teoretisk og anvendes direkte på Aker Solutions.

5.3.1.1 Inntrengere

God lønnsomhet er attraktivt for potensielle nykommere som kan tenkes å tre inn i markedet. En slik inntreden fører til økt konkurranse om eksisterende markedsandeler, som igjen vil påvirke aktørerens lønnsomhet negativt. Dette skjer ved at flere tilbydere i markedet vil enten ha en prisdempende eller kvantumsreduserende effekt eller en kombinasjon av begge. Lavere pris fører til lavere fortjenestemargin gitt at den enkeltes kostnadsnivå holdes uendret. Likeledes kan lavere volum tenkes å redusere fortjeneste ettersom kostnad per enhet øker.

Inngangsbarrierer er et sentralt begrep i vurderingen av i hvilken grad potensielle nykommere finner det interessant å etablere seg i et tilsynelatende lønnsomt marked. En slik barriere kan være graden av investering nødvendig som må gjøres i forkant, eksempelvis i produksjonsutstyr eller spesifikk kunnskap. Dernest vil kunders eventuelle byttekostnader, konkurrenters potensielle produktdifferensiering og mulige stordriftsfordeler komplisere inntreden for nykommer og således representere en barriere.

Selskaper i oljeservicebransjen leverer produkter og tjenester hvis hovedformål er å lette produksjon av olje og gass. Slikt utstyr og teknologi muliggjør produksjon fra felt som ikke ellers ville blitt vurdert som ulønnsomme. Det kreves betydelig mengde kapital for å skaffe til veie det som trengs for å kunne tilby et produktspekter som aktørene i bransjen kan levere.

Barrierene vurderes som høy og trussel fra potensielle inntrengere små.

5.3.1.2 Kunder

I et marked bestående av flere aktører vil kunder kunne velge leverandør basert på egne preferanser. Graden av valgfrihet avhenger av hvor store byttekostnader aktørene kan påtvinge sine kunder. Gitt standardiserte produkter eller kortsiktige kontrakter vil byttekostnad være lav og forhandlingsmakt flyttes over til kunde. Forhandlingsmakt kan også oppstå når en kunde har en relativt stor del av omsetning eller inntjening ettersom konsekvensen for bedriften av å miste kunden her vil kunne tenkes stor.

Aker Solutions kunder er primært oljeselskap. Operatørmarkedet er preget av store selskap, som Statoil, Shell, BP, Chevron, Exxon Mobil og Petrobas. Få kunder medfører en høyere trussel ettersom forhandlingsmakt flytter i favør kunde. Olje og gassforekomster i senere år har vært preget av store teknologiske utfordringer, som igjen medfører et avhengighetsforhold mellom operatør og service-selskap. Siden ingen operatører per dags dato har i nevneverdig grad forsøkt vertikal integrasjon kan trusselen vurderes som moderat.

5.3.1.3 Leverandører

Selskapet i sentrum for Porters fem krefter-modell er kunde i et leverandørperspektiv og tilsvarende effekter vil være gjeldende. Eksempelvis vil lav forhandlingsmakt ovenfor leverandører kunne innebære økt pris på selskapets innsatsfaktorer, som igjen vil redusere muligheten for å oppnå god lønnsomhet.

Aker Solutions produserer i stor grad utstyr selv, men er avhengig av leverandører av halvfabrikat som metaller og lignende. et er ikke i årsrapporter anført noen oversikt over selskapets leverandører slik at en direkte vurdering blir vanskelig. På generelt grunnlag vil det kunne tenkes at Aker Solutions vil være som et industrikonsern generelt med god mulighet til å kunne bytte leverandør gitt urimelig prispress. Derimot er det i fremhevet godt og tildels tett samarbeid med leverandør som viktig i selskapets årsrapporter, noe som igjen kan indikere at selskaps marginer er nevneverdig truet i denne sammenheng.

Arbeidskraft kan vurderes som en leverandør i den forstand at den ansatte leverer en tjeneste i form av tid. Selskapet selger ingeniørtjenester og er dermed avhengig av spisskompetanse på teknologisk krevende felt. Etter finanskrisen har det vært en reduksjon i aktivitet og dermed bedret tilgang på arbeidskraft, men det kan tenkes situasjoner i fremtiden hvor press her vil øke

selskapets kostnader og igjen presse marginer.

Trusselen vurderes samlet som lav ettersom varekostnader utgjør en større del av kostnadsbildet enn lønn.

5.3.1.4 Substitutter

Et produkt eller tjeneste som dekker funksjonsbehov helt eller delvis er et substitutt. Hva som, for kunde, oppfattes som substitutt er avhengig av flere faktorer, deriblant pris, kvalitet og ytelse. Et annet produkt av eksempelvis lavere opplevd kvalitet kan være aktuelt å anvende gitt tilstrekkelig lav pris eller gunstig pris-/ytelsesforhold. Gitt eksistensen av reelle substitutter vil dette kunne utgjøre en trussel for lønnsomhet ved at kunders forhandlingsmakt øker gjennom større valgfrihet.

Fornybar energi som vind- og solkraft er eksempler på substitutter for fossile brensler som olje, kull og gass. Aker Solutions leverer produkter og tjenester primært rettet mot produksjon av sistnevnte energikilder.

Den største trusselen mot olje og gassproduksjon er alternative energikilder. Aker Solutions søker samtidig å være en partner i utvikling av grønn teknologi (CO₂-fangst eksempelvis) slik at et eventuelt tidligere skift bort fra fossile brensler til fornybar energi kan potensielt kompenseres. Derimot er det anslått en betydelig etterspørsel av olje i tiden frem mot 2030 først og fremst fra fremvoksende økonomier. Det vurderes av IEA at graden av fornybar energi ikke vil være tilstrekkelig stor til å kunne utgjøre en reell trussen. Kombinert med vanskelig utvinnbare felt og høy fremtidig etterspørsel etter olje, vil det i fremtiden antagelig være et større behov for service-selskapenes tjenester enn omvendt. Følgelig leder dette til en konklusjon om at trusselen vurderes som lav.

5.3.1.5 Rivalisering

Graden av konkurranse i et marked er avhengig av rivalisering aktørene i mellom. Ytterpunktene her er kartell på ene siden hvor en har en monopol-lignende tilstand og ingen reell konkurranse, og fri konkurranse med aggressive aktører på den andre, som aktivt konkurrerer på pris eller kostnadsøkende kvaliteter slik at bransjens samlede lønnsomhet går ned. Graden av rivalisering kan være dynamisk hvor en mer aggressiv holdning kan inntas for å avskrekke potensielle

inntrengere eller presse ut etablert nykommer, for så å tilbakevende til mer rolige konkurranseforhold. Rivalisering, eller mangel på sådan, vil i tillegg kunne være avhengig av hvor effektiv konkurranselov og -myndighet er i forhold til aktuelt marked. Eksplisitt samarbeid om pris er i de fleste sammenhenger forbudt, men implisitt samarbeid kan være vanskelig å både avgrense og avdekke.

Aktivitet i oljebransjen har vært gjennomgående høy før finanskrisen. Dette har igjen ført til at service-selskapene, deriblant Aker Solutions, har kunnet operere med ordrebøker av stor størrelse. Det generelle bildet er at tilgang på kontrakter har vært tilstrekkelig til å kunne vurdere dette til ikke å være en knapphetsfaktor. Etter finanskrisen, derimot, har oljeselskaper måtte utsette planlagte prosjekter som følge av redusert tilgang på kapital. I inneværende år later bildet til å ha snudd, hvor prosjekter gjenopptas og aktivitetsnivået er på vei tilbake til hva det var før høsten 2008. Følgelig kan trusselen vurderes som lav ettersom graden av rivalisering virker liten, med et midlertidig unntak under finanskrisen.

5.3.2 Oppsummering

De fem kreftene Porter har modellert som påvirker Aker Solutions i markedet vurderes gjennomgående til ikke å utgjøre en nevneverdig trussel. Derfor er det mulig å konkludere tentativt om at potensialet for superprofitt er tilstede som følge av bransjemessige forhold. Denne påstanden vil bli søkt bekreftet eller avkreftet i den senere regnskapsanalysen.

5.4 Intern ressursorientert analyse

5.4.1 SWOT

Aker Solutions analyseres med henblikk på interne forhold som kan være kilde til konkurransefortrinn, som igjen kan forklare eventuell superprofitt. For at denne muligheten skal være tilstede, må selskapet ha et fortrinn på minst ett av de fire elementene i modellen: Strength, Weakness, Opportunities, Threats.

$$ekr > ekk \Rightarrow ekstern + (ekr - ekr*) + (ekk* - ekk) \quad (5.2)$$

5.4.1.1 Strengths

Aker Solutions presenterte for verden at gass fløt fra havbunnen på KG-D6-feltet i bengalbukten⁶. Kontrakten markerte et veiskille ved å være den til da største kontrakten inngått (2006) for undervannsaktivitet.

Et annet prestisjeprojekt Aker Solutions selv trekker fram er Gjøa-plattformen i regi av Statoil⁷. Prosjektet har vært vurdert som strategisk viktig ettersom det er et av de største pågående felt i nordsjøen. Samtidig er demonstrerer det selskapets evne til å levere kompliserte løsninger.

Selskapet har en betydelig portefølje av løsninger som virker hvilket igjen gjør Aker Solutions til en attraktiv partner. Diversitet i produktspekteret understreker bildet ettersom det muliggjør større entrepriser og livsyklustjenester.

5.4.1.2 Weaknesses

Aker Solutions driftsmargin er svak, selv om det er bedring for fjoråret. Det gjør selskapet sårbart i forhold til kostnadsoverskridelser selskapet må dekke inn selv. I tillegg til stort gjeldsopptak senere år fremstår selskapet som mindre solid. Gjeldsbyrden kan virke hemmende ved at strategiske oppkjøp kan være vanskeligere å gjennomføre.

Selskapet har en betydelig andel ansatte i Norge, hvor lønnen historisk har vært høy. Dette øker kostnadsnivået og kan tenkes å svekke Aker Solutions i konkurranse med selskap fra andre land med lavere lønnsnivå. Selskapet fremhever kompetanse som viktig for å kompensere for pris, men det er usikkert i hvilken grad dette nøytraliseres.

5.4.1.3 Opportunities

Selskapet har gode historiske resultater innenfor Helse Miljø og Sikkerhet. Dette er en mulighet Aker Solutions kan kapitalisere i form av både god pr, samt unngå negative hendelser. Arbeidet kan videre tenkes å lede til en fordel i rekrutteringsøyemed.

⁶http://www.akersolutions.com/Internet/MediaCentre/PressReleases/All/AKPressRelease_1302972.htm

⁷http://www.akersolutions.com/Internet/MediaCentre/PressReleases/Group/AKPressRelease_1423496.htm

Staten eier 12% av Aker Solutions. Det er ikke utenkelig at sittende regjering, med uttalt aktivt eierskap, vil kunne søke å gi selskapet fordeler. Her tenkes en gevinst ved at regjering forhandler med andre lands myndighet om tilgang til felt via bilaterale avtaler, hvor igjen norske aktører, deriblant Aker Solutions⁸ tildeles kontrakter.

5.4.1.4 Threats

En rekke planlagte prosjekter har blitt utsatt som følge av finanskrisen. Noen er allerede igang, men gitt videre uro i markedene kan dette representere et reelt problem. Tilgang på likviditet er ikke bare viktig for selskapet. Kundenes finansiering av prosjektene er den primære årsak til midlertidig stans.

Selv fokus på sikkerhet er ingen garanti for at ulykker ikke skjer. Skadeomfanget ved olje- og gassrelatert produksjon er betydelig, være seg målt i menneskelig lidelse, som konsekvens av naturkatastrofe eller i rent økonomiske termer som eventuelt erstatningskrav. Temaet er aktualisert ved brannen på plattform i Mexicogulfen april 2010⁹. Som leverandør til operatørene er Aker Solutions ikke skjernet for kritikk gitt tilsvarende ulykker i selskapets prosjektportefølje.

5.4.2 Oppsummering

Av de forskjellige elementene i modellene er det ingen som skiller seg klart ut til å kunne gi Aker Solutions et konkurransefortrinn. På nisjenivå vil selskapet åpenbart kunne hevde seg, hvor spekteret i problemstillinger rundt olje- og gassutvinning er stort. Det kan konkluderes med et svakt kanskje på at interne forhold gir grunnlag for konkurransefortrinn, som igjen muliggjør superprofitt ovenfor bransjen.

⁸<http://arkiv.na24.no/Nyhet/149138/Russland+vil+kopiere+Norge.html>

⁹<http://www.bp.com/genericarticle.do?categoryId=2012968&contentId=7061490>

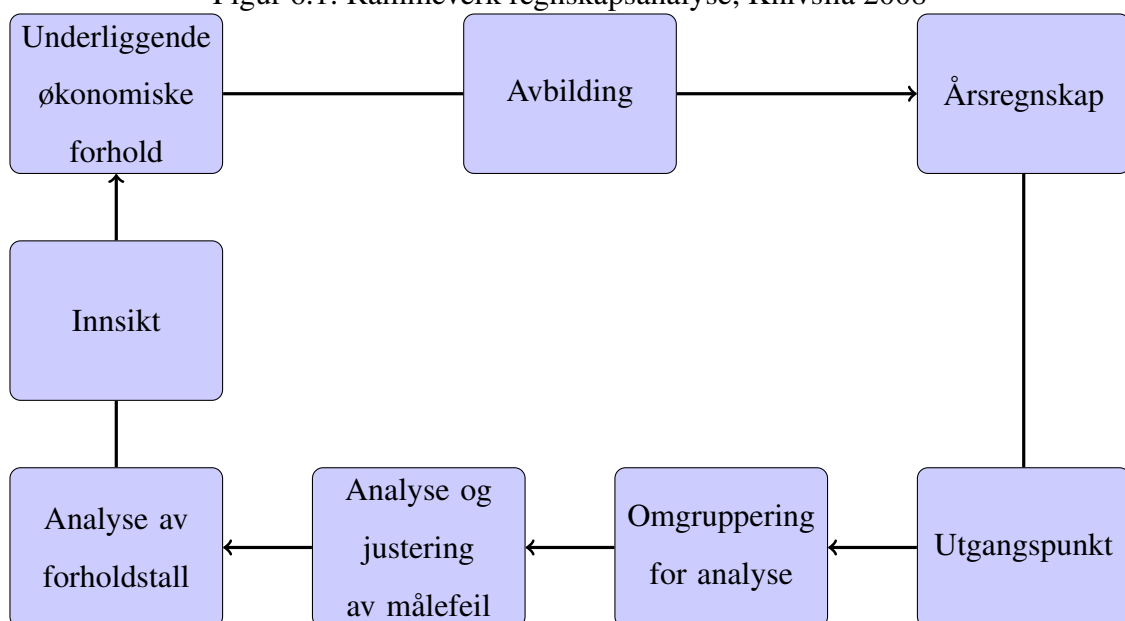
Kapittel 6

Regnskapsanalyse

6.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon, herunder års- og kvartalsrapporter, danner utgangspunktet for regnskapsanalysen. Hensikten er å skaffe en innsikt i de underliggende økonomiske forhold som igjen vil danne basis for fremtidsregnskapet og verdsettelsen videre i utredningen. Rammeverket benyttet er skissert i figur 6.1 hvor regnskapstall omgrupperes, justeres og og anvendes til utarbeidelse av forholdstall. I forkant defineres analysens fokus, nivå, periode og komparativ bransje.

Figur 6.1: Rammeverk regnskapsanalyse, Knivsfå 2008



6.2 Forutsetninger

6.2.1 Valg av analysefokus

Regnskapsanalysen kan utformes slik at selskapets soliditet og kredittrisiko fremkommer. Denne typen informasjon vil være relevant for finansielle långivere for å kunne vurdere i hvilken grad det skal ytes lån og til hvilken rente. Alternativt kan verdiskapingens størrelse og kildene til denne vises, som igjen vil være av interesse for eier av egenkapitalen. En skiller derfor mellom kreditororientert og kontanstrømbasert regnskapsanalyse på ene siden og investororientert og verdibasert på andre.

Denne utredningen tar sikte på å gi et godt verdiestimat på Aker Solutions' egenkapital, og dermed selskapets aksjer omsatt på Oslo Børs. Følgelig vil det være nærliggende å anvende et investororientert syn i den videre analysen.

6.2.2 Valg av analysenivå

Analyseteknisk vil det være fordelaktig å kunne behandle regnskapsdata basert på lavest mulig nivå. Årsaken er at selskaper relativt ofte er organisert i divisjoner eller forretningsområder og disse kan være svært ulike. Krav til utforming av resultatregnskap, balanse og kontantstrøm er regulert etter regnskapsstandard¹, men for selskap klassifisert som konsern stilles det få krav til segmentrapportering. Følgelig vil graden av ønsket tilgjengelig informasjon være variabel og en må analysere på et samlet nivå. For å opprettholde informasjonsrikdom vil konsernregnskapet være å foretrekke fremfor et eventuelt regnskap for morselskapet.

Aker Solutions er et konsern bestående av flere slike tildels svært adskilte forretningsområder. Rapporterte segmenttall vurderes som for lite detaljrike til at det vil være hensiktsmessig å anvende disse i analysen. Konsernregnskapet vil derfor gjøre utgangspunktet for regnskapsanalysen.

¹IFRS 8, NRS 10

6.2.3 Valg av analyseperiode

Selskaper er dynamiske enheter hvor strukurelle endringer eller skift i rammebetingelser er mer regel enn unntaket. Av denne grunn vil det være nødvendig med en avveining i forhold til periodelengde. I litteraturen anbefales en kortere horisont, nærmere tre år, for labile selskaper. Intuisjonen er at større endringer i nyere tid reduserer historiske talls relevans. Motsatt kan stabile selskap med fordel analyseres lenger, bortimot 10 år.

Aker Solutions har gjennomgått betydelige restruktureringer² siden årtusenskiftet. Med utgangspunkt i de endringer som har vært settes analyseperioden skjønnsmessig til fem år; 2005 - 2009. Argumenter i denne sammenheng er selskapets overgang til IFRS for rapportering fra 2004. Ved å benytte eldre tall bør disse tilpasses IFRS hvilket kompliserer arbeidet unødvendig mye samtidig som det kan diskuteres i hvilken grad det i det hele tatt er aktuelt. Selskapet har i tillegg gjennomgått tildels betydelige restruktureringer i første halvdel av tiåret og tall fra tidlig i perioden vil av derfor være av mindre interesse. Som følge av nevnte konstallasjonsendringer i selskapet ble det for regnskapsåret 2004 utarbeidet proformatall som er tatt med for å kunne ha en inngående balanse hvor dette er aktuelt.

Ettersom denne utredningen ferdigstilles midt i regnskapsåret og det vil det være en ikke ubetydelig avstand i tid mellom siste leverte årsregnskap og nå. For å kompensere dette vil det anvendes et trailing årsregnskap for 2010 basert på senest tilgjengelige regnskapstall.

6.2.4 Presentasjon av rapporterte tall

Utvalgte nøkkeltall fra Aker Solutions' finansregnskap er presentert i tabell 6.1 og er basert på offentlig tilgjengelige årsrapporter utarbeidet etter god regnskapsskikk i Regnskapsloven. En komplett oversikt over resultatoppstilling, balanse og kontantstrømoppstilling er gjengitt i appendix A.1.

²For oversikt se 2.2

Tabell 6.1: Nøkkeltall for analyseperioden

	2004P	2005	2006	2007	2008	2009	2010.Q1	2009.Q1
Driftsinntekter	24171	36940	50592	57957	58252	54077	11556	14975
EBITDA	880	1816	2872	3913	3382	4368	1278	1124
EBITDA margin	3.64%	4.92%	5.68%	6.75%	5.81%	8.08%	11.06%	7.51%
EBIT	679	1510	2533	3482	2767	3458	1076	936
Nettoresultat	371	1229	3738	2401	1438	2260	636	603
Sum eiendeler	20270	26295	31396	28516	42724	39926	40854	40959
Sum gjeld	18551	21968	23282	21249	34118	30803	31096	23488
Sum egenkapital	1719	4327	8114	7267	8606	9123	9758	8384

6.3 Omgruppering for analyse

Det formelle regnskapets oppstillingsplan er utarbeidet slik at resultatregnskapet fokuserer på om hvorvidt nettoresultatet til egenkapitalen er positiv eller ikke. Balansen er oppstilt etter eiendeler likviditetsgrad og gjeldens forfallstidspunkt. Kontantstrømoppstillingen vektlegger endring i likvide midler, herunder kontanter og -ekvivalenter. Oppstillingen er således kreditororientert³ i sitt syn, hvilket er naturlig gitt regnskapets primære funksjon: Å synliggjøre selskapets skyldige skatt til myndighet.

For investor vil gode estimat på selskapets nåværende og fremtidige inntjening være viktigere enn soliditet. Følgelig vil det være behov for å endre oppstillingen. Formelt gjøres dette ved å skille klart mellom drift og finansiering slik at kildene til normalisert verdiskaping og til hvilken kostnad klarere fremkommer.

I det følgende presenteres metoden for omgruppering anvendt med utgangspunkt i Aker Solutions. Bransjeutvalgets regnskaper har blitt omgruppert etter tilsvarende mal hvor eventuelle avvik nevnes.

³Knivsflå, forelesningsserie 2008

6.3.1 Avsatt utbytte

Fra selskapets ståsted er utbytte en forpliktelse til å utbetale et gitt beløp. God regnskapsskikk i Norge hensyntar dette og krever at størrelsen føres opp som kortsiktig gjeld. Selskaper som rapporterer etter IFRS skal føre avsatt utbytte som egenkapital.

Fokus for denne utredning er orientert mot investor. Det vil følgelig virke ulogisk at investor skal ha gjeld til seg selv og dette løses ved eventuell nedjustering av kortsiktig gjeld og tilsvarende oppjustering av egenkapital. Rasjonalet bak justeringen er at avsatt utbytte er egenkapital som skal tilbakebetales i løpet av kort tid.

Aker Solutions rapporterer etter IFRS og har ikke i årsrapporter oppført avsatt utbytte som kortsiktig gjeld. Justering her er således ikke nødvendig. Schlumberger, hvis regnskap bokføres etter amerikansk standard, inkluderer avsatt utbytte i balansen og dette er følgelig justert bort. Effekten er derimot liten - omlag \$250 millioner årlig i perioden eller under en prosent av selskapets total kapital.

6.3.2 Resultatelement i egenkapital

Investor eier egenkapitalen i selskapet. Hvilke transaksjoner som endrer denne er derfor relevant informasjon for nåværende som potensielle investorer.

Kongruensprinsippet⁴ regulerer føring av inntekter og kostnader og disse skal utelukkende resultatføres. Derimot er det anledning til å føre enkelte transaksjoner, deriblant virkningen av endret regnskapsprinsipp, feilkorrigerings og valutavirkning ved konsolidering av utenlandske datterselskap, direkte mot egenkapitalen. Spesielt for selskapet vil verdikorreksjoner av fair value kunne føres mot egenkapital. Slike transaksjoner fører til brudd på kongruensprinsippet og tilbakeføres gjennom normalisering. Resultatelementet betegnes ved Dirty Surplus og antas å være direkte knyttet til drift og inngår derved i unormale driftsinntekter.

Selskapet handler i egne aksjer, men oppgir at dette går til å dekke kjøp av aksjer til ansatte og således ikke til egen vinning. Følgelig vil virkningen her komme til uttrykk gjennom netto betalt utbytte.

⁴Regnskapsloven §4-3 / IAS1

Hidden dirty surplus er kostnader som ikke er regnskapsførte i det hele tatt og nødvendigvis mer komplisert å oppdage. Den primære kilden til hidden dirty surplus oppstår ved opsjonsprogram til ansatte. En metode for å kunne beregne den reelle kostnaden her vil være å se på den vektete gjennomsnittlige aksjepris over perioden og trekke fra tilsvarende vektet gjennomsnitt av utøvelsesprisen multiplisert med antall aksjer i programmet. For Aker Solutions er det ikke aktuelt med en slik korrigering ettersom selskapet over hele analyseperioden ikke har tilbudt ledere eller ansatte opsjonsprogram. Andre tegn på ikke regnskapsførte størrelser er ikke funnet.

Sammenhengen mellom Dirty Surplus, betalt utbytte og netto kapitaltilskudd er vist i tabell 6.2, hvor fullstendig nettoresultat blir årsresultatet fratrukket eventuell dirty surplus.

Tabell 6.2: Resultatelement i egenkapital

Dirty Surplus	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
IB Egenkapital	1300	1710	4321	8062	7213	8598	9145
+ Årsresultat	371	1229	3738	2401	1438	2260	2007
+ Dirty Surplus	-360	144	258	-322	790	-1223	-535
- Betalt utbytte	0	0	275	2182	807	431	0
+ Netto kapitaltilskudd	-399	-1238	-21	747	36	59	929
= UB Egenkapital	1710	4321	8062	7213	8598	9145	9688

Fullstendig nettoresultat	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
IB Egenkapital	1300	1710	4321	8062	7213	8598
+ Fullstendig nettoresultat	11	1373	3996	2079	2228	1037
- Netto betalt utbytte	-399	-1238	254	2929	843	490
= UB Egenkapital	1710	4321	8062	7213	8598	9688

6.3.3 Normalisering og fordeling av skattekostnad

Det fullstendige resultatet er alle inntekter og kostnader som er relevante for den aktuelle perioden de er rapportert i. Av denne grunn vil dette inkludere kostnader og inntekter som oppstår en eller et fåtalls ganger. Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet senere vil det være ønskelig å kunne se bort fra disse transatoriske resultatelementer og det fullstendige resultatet vil derfor

deles inn i et normalt og et unormalt resultat.

Finansielle tap, etter gitte regler, føres til fradrag og slikt sett redusere den effektive skattesatsen betalt. Eksempelvis vil utbytte eller aksjegevinst ikke skattelegges på selskapsnivå. Ettersom fordelingen mellom finansielle gevinster og tap ikke er kjent, er det vanlig å anta at denne er normalfordelt det vil dermed være naturlig å anvende halv selskapsskatt som finansskattesats. Derfor settes denne administrativt til 14%⁵. Finansielle inntekter og kostnader utover rente klassifiseres som unormale og beskattes med nevnte sats.

6.3.4 Driftskattesats

Skatt oppstår som følge av både drifts- og finansaktiviteter, men beskatningen varierer. Driftskattesats kan avvike fra ordinær skattesats⁶ ved ulik periodisering mellom skatteregnskap og ordinært regnskap hvor midlertidige eller permanente forskjeller kan oppstå som følge av ulik definisjon av inntekt og kostnad. Ettersom kildene til verdiskaping er særskilt interessant i denne utredning, vil det utarbeides en egen skattesats for driftsdelen av selskapets aktiviteter. I tillegg vil den effektive skattesatsen endres ved å omfordele resultat i normalt og unormalt, og det oppstår et behov for å gjøre en skattemessig justering. Formel 6.1 kommer til anvendelse og resultatet er gjengitt i tabell 6.3.4.

$$d_{ss} = \frac{SK - f_{SSFI} * FI - f_{SSUFR} * UFR + f_{SSFk} * FK}{DR + UDR} \quad (6.1)$$

Av tabellen ser en at den årlige driftskattesatsen varierer tildels mye. For å unngå ekstreme observasjoner, som eksempelvis i 2005, er det anvendt median for normalisert driftskattesats, som igjen danner grunnlaget for den driftsrelatert skattekostnad.

Selskapene analysert i denne utredningen er i stor grad internasjonale med operasjoner i et globalt perspektiv. Ordinær skattesats vil dermed variere stort; mellom 0% og 50%⁷. Fordelingen av inntekter og kostnader som skattes til hvilken sats er ikke kjent og det er derfor valgt å forenkle beregningen ved å ta utgangspunkt i tilsvarende satser som for Aker Solutions, henholdsvis 28% og 14% for drift og finans.

⁵Knivsflå, 2008

⁶Skattesats i analyseperioden er 28% for Aker Solutions.

⁷Årsrapporter for bransjeutvalget

Tabell 6.3: Normalisert driftskattesats

	2004P	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Rapportert skattekostnad	45	-312	575	1074	590	877	671
- Skatt på finansinntekt	2	7	27	15	25	4	5
+ Skatt på finanskostnad	99	126	303	59	106	155	149
- Skatt på unormalt finansresultat	-2	-50	-23	25	-53	22	0
= Sum driftsrelatert skatt	145	-143	874	1092	725	1006	814
/ Sum driftsresultat i egen virks.	679	1510	2533	3482	2767	3458	3248
= Driftskattesats	0,2129	-0,0946	0,3450	0,3137	0,2620	0,2910	0,2507
Normalisert driftsskattesats			0,2620				

6.3.5 Trailing av årsresultat

Denne utredningen er ferdigstilt etter at første kvartalsrapport er tilgjengelig og for å kunne dra nytte av oppdaterte tall, utarbeides et proforma årsresultat for inneværende år, kalt trailet årsregnskap. Videre vil inntekter og kostnader vekstjusteres med for å fange opp eventuell trend i tallmaterialet. Formelt gjøres dette som vist i 6.2, hvor første leddet legger til og trekker fra første kvartal for henholdsvis inneværende og forrige år, og andre ledd innbefatter vekstjusteringen.

$$2010T = \left(2010.Q_1 + 2009 - 2009.Q_1 \right) + \left(\frac{2010.Q_1 - 2009.Q_1}{2009.Q_1} * (2009 - 2009.Q_1) \right) \quad (6.2)$$

Veksten for 2010T på -22,8% er både negativ og tildels stor, men vurderes som rimelig gitt makroøkoniske utfordringer på kort sikt, hvor planlagte investeringsprosjekter for kunder har blitt midlertidig holdt tilbake i påvente av finansiering. Selskapet hevder i årsrapport for fjoråret at det forventer vekst i enkelte forretningsområder, men at særlig større prosjekter vil bli utsatt i tid. Undertegnede deler ikke selskapets optimisme for inneværende år og anser resultatet som rimelig. Det bemerkes at estimatet naturligvis er usikkert ettersom det bare baseres på ett kvartal.

6.3.6 Omgruppert resultatoppstilling

Investororientert syn er fokus i denne regnskapsanalysen og det er dermed naturlig å omgruppere oppstillingen av resultatet for å få frem netto driftsresultat etter skatt. Driftsresultat er belastet med driftskattesats og netto finansresultat tilsvarende finansskattesats. Ved å skille ut unormale resultatelementer får en frem nettoresultat til egenkapital som danner et viktig grunnlag for senere utarbeidelse av ulike rentabiliteter og forholdstall.

Nøkkeltall fra omgruppert resultatoppstilling, inkludert trailet sresultat for inneværende år, er vist i 6.4⁸. Fullstendig omgruppert resultatoppstilling er presentert i appendix A.1.

Tabell 6.4: Omgruppert resultatregnskap

	2004P	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
DI	24171	36940	50592	57957	58252	54077	41730
DR	734	1596	2811	3541	3161	3752	2344
NDR	531	1203	2077	2616	2337	2769	1726
NRE	262	795	1614	2464	1846	2212	1169
FNR	11	1373	3996	2079	2228	1037	922
Δ EK	-360	2611	3742	-850	1385	547	543

6.3.7 Omgruppert balanse

Skillet mellom driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld går ved i hvilken grad den er rentebærende⁹ eller ikke. Gjeld som følge av driftsyklusen vil ikke belastes gjeldsrenter ettersom kostnadene her fremkommer gjennom driftsresultatet. Likvide eiendeler klassifiseres som finansielle og kan anvendes til å betjene gjeld.

Det er tre nivå for den omgrupperte balansens fokus: Totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Den første er intuitiv og innbefatter all kapital i selskapet hvor eiendeler og gjeld inndeles etter drift og finans. Balanse etter sysselsatt kapital tilsvarer balansen for totalkapital minus driftsrelatert gjeld.

⁸ $\Delta EK_t + EK_{t-1} \approx EK_t$ som følge av avrunding.

⁹All gjeld belastes renter i en eller annen form. For driftsrelatert gjeld vil rentene her være skjult i driftskostnader og ikke fremkomme som rentekostnad i årsrapporter.

Formålet her er å rette fokus mot investert kapital i selskapet. Den siste typen tilsvarer sysselsatt balanse hvor finansiell gjeld er trukket ut og viser kapital investert til drift.

Tabellen 6.5 viser balansen etter at eiendeler og gjeld er kategorisert etter drift og finans. Det vises til A.1 for en mer detaljert oppstilling.

Tabell 6.5: Omgruppert balanse

	2004P	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
DE	16482	19057	22782	24419	38344	36150	37854
FE	4962	8664	9816	6626	7973	8010	7139
EK	1710	4321	8062	7213	8598	9145	9688
MI	48	65	131	168	156	147	209
DG	11659	15566	17754	18025	24087	22074	21162
FG	8027	7769	6651	5639	13476	12794	13934

6.3.8 Omgruppert kontantstrøm

Kontantstrømpoppstilling er regulert i IAS7 og fører til en sammenblanding av poster fra drift og finans, hvilket er lite ønskelig. I motsetning til resultat og balanse er det relativt komplisert å omgruppere kontantstrømmen direkte¹⁰ ettersom mye justering vil være nødvendig. En enklere metode er å ta utgangspunkt i de allerede omgrupperte tallene og utarbeide ny kontantstrøm.

Fri kontantstrøm fra drift fremkommer ved å ta netto normalt og unormalt driftsresultat minus endring i netto driftseiendeler. Tilsvarende legges det til netto normale og unormale finansinntekter minus endring i netto finansiell gjeld og fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital blir resultatet. Endelig trekkes netto finanskostnad og minoritetsresultat fra og endring i både finansielle eiendeler og minoritetsinteresser legges til og fri kontantstrøm til egenkapitalen fremkommer.

Fri kontantstrøm til egenkapitalen er av særlig interesse for investor ettersom det er et mål på hvor mye kapital som i neste omgang kan deles ut gjennom utbytte.

Utvalgte nøkkeltall fra omgruppert kontantstrømpoppstilling er presentert i 6.6 og en mer detaljert oversikt i appendix A.1.

¹⁰Penman 2008

Tabell 6.6: Omgruppert kontantstrøm

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
NDR	1203	2077	2616	2337	2883	1765
FKD	3230	568	709	-4817	1756	-1182
FKS	-561	1916	4129	-6391	1872	397
FKE	-1238	254	2929	843	490	929

6.4 Analyse og justering av målefeil

6.4.1 Teori om målefeil

Målefeil oppstår som konsekvens av at rapporterte verdier er forskjellige fra virkelige verdier. Det er vanlig å dele målefeil inn i tre kategorier: Type 1 hvor målefeil oppstår som følge av at valgt ideal for rapportering, korrekt historisk kost eller salgsverdi, avviker fra virkelig verdi. Type 2 som følge av at god regnskapsskikk tillater avvik fra ideal. Kreativ bokføring er et samlebegrep for den siste typen hvor ulovlig regnskapstilpasning er kilde og avviker således både fra ideal og god regnskapsskikk.

Å justere regnskapsmaterialet i etterkant kan være en krevende oppgave. En objektiv virkelig verdi kan være vanskelig å estimere, prosessen kan være tidkrevende og i tilfeller hvor regnskapsloven brytes vil det være et ekstra insentiv til å skjule overtredelsen, som igjen kompliserer indentifikasjon og justering. Samtidig er det åpenbart at ved poster hvor oppføringen er ulovlig vil det være viktig å justere bort effekten av regnskapstilpasningen. I litteraturen argumenteres det for at justeringer tenderer til å enten utligne hverandre eller tilføre støy i tallene slik at sammenligning med andre ujusterte selskap blir vanskelig.

Det er vektige argument både for og i mot justering¹¹ av målefeil.

6.4.1.1 Målefeil 1: Ideal - Virkelig

Aker Solutions rapporterer etter IFRS og skal i følge IAS39 verdsette netto finansiell gjeld til virkelige verdier. Det er ikke anført i årsrapporter tegn som kan tyde på at oppført verdi avviker

¹¹Knivsflå (BUS424), Johnsen (BUS402), Penman

fra virkelig verdi og det forutsettes dermed at målingen er reell. Ingen justering blir av denne grunn gjort her.

6.4.1.2 Målefeil 2: GRS - Ideal

Avvik mellom regnskapsføring og ideal tillatt etter god regnskapsstandard klassifiseres som målefeil 2. Avvikene er akseptert i regnskapsøyemed, men representerer her et problem ved at balanseførte verdier ikke vil representere virkelig verdi og dermed blir rentabilitetstallene unøyaktige.

Relevant justering her er å balanseføre kostnadsførte utgifter til forskning og utvikling og tilsvarende for kostnadsførte operasjonell leie.

6.4.1.3 Målefeil 3: GRS - Rapportert

Den siste målefeilen blir gjerne betegnet som kreativ regnskapsføring - i negativ betydning. Det innebærer en tilpasning og manipulering av regnskapet som ikke er lovlig¹². Formelt skjer dette primært ved at ikke-eksisterende inntekter føres, inntekter og/eller kostnader feilperiodiseres og eiendeler eller forpliktelser føres til feilaktige verdier. De nevnte årsaker er ikke en uttømmende liste, men gir en god pekepinn over de vanligste¹³.

I motsetning til målefeil av type 1 og 2 kan kreativ regnskapsføring være vanskelig å avsløre. I følge Knivsflå¹⁴ er det tre moment å ha med i vurderingen om hvorvidt det kan være aktuelt med målefeil type 3: Først vurdere i hvilken grad det vil være insentiv til uriktig føring; hvem vil dra fordel? Dernest vurdere periodisering, særlig netto drift, for om hvorvidt denne på aggregert nivå er unormal. Til slutt sjekke diagnostiske forholdstall for faresignal. En samlet vurdering vil avgjøre om det er nødvendig med videre undersøkelse og en eventuell fjerning av målefeil.

Aker Solutions opererer med ytelsesbasert lønn for toppledere opp til 60% til og med 2005 og 100% fra 2006 og er delvis knyttet mot aksjekursutvikling og resultatoppnåelse¹⁵. Utbetalingenes nivå fremstår som akseptable i forhold til ikke å være kilde til faresignal.

¹²Regnskapsloven §8-5

¹³The Seven Shenaningangs, Schilit (2002)

¹⁴BUS424, Forelesning

¹⁵Årsrapporter 2004-2008

Utover ytelsesbasert lønn for toppledelse er det ikke påvist noen klare tegn på kreativ regnskapsføring eller insentiver til dette og det antas at målefeil type 3 ikke har forekommet i perioden.

6.4.2 Justeringer

I det følgende vil de forskjellige typene presenteres med bair i Aker Solutions. Selskapene som utgjør bransjeutvalget har justeres tilsvarende, men endringene presenteres ikke direkte.

6.4.2.1 Operasjonell leie

Leieavtalens innhold kan være av en karakter der det vesentligste av kontroll og risiko overføres fra utleier til leietaker. En slik avtale bør balanseføres og avskrives som eiendel. Årsrapportene gir ikke detaljert informasjon om leieavtalene og det velges derfor å balanseføre all operasjonell leie.

Leieutgifter som ikke kvalifiserer til balanseføring er oppført under sekkeposten 'Andre driftskostnader'. Utgangspunktet for å beregne resultat- og balansevirkingen av leieutgiftene er en antagelse om levetid på levetid på fem år. Videre beregnes en annuitetsverdi med utgangspunkt i årets leiekostnader og estimert rente før skatt¹⁶. Denne danner grunnlaget for inngående balanseverdi som rentedelen og avskrivingsdel beregnes av. Resultatet endres¹⁷ ved at kostnadsførte leieutgifter trekkes fra driftskostnader, rentedelen legges til netto finanskostnad og mellomlegget legges til avskrivning.

6.4.2.2 Forskning og utvikling

Aker Solutions bedriver i stor grad egen forskning. Slike prosjekt kan potensielt lede til suksessfulle prosjekt med god lønnsomhet. Etter IAS38 kostnadsføres i stor grad forskning og utvikling direkte og det velges derfor å reversere dette ved balanseføring. Resultatvirking er presentert i 6.7 og balansevirking i 6.8-6.9

¹⁶ $r_t = \frac{NFK_t}{FG_{t-1}}$
 $1 - 0,28$

¹⁷Se 6.7 for oversikt over resultatvirking av justeringer.

6.4.2.3 Resultat- og balanseeffekt av justeringer

Tabell 6.7: Resultatvirkning av justeringer

Resultatregnskap	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Post
Leieutgifter	- 357	- 444	- 456	- 736	-1 257	-1 290	-1 290	DK
+ Avskrivning leieutgifter	289	340	235	630	786	1 030	1 001	AV
+ Avskrivning FoU	24	20	31	44	65	88	86	AV
+ Red. Kostnadsført FoU	-24	-20	-31	-44	-65	-88	-86	DK
= Δ Driftsresultat	- 68	- 104	- 221	- 106	- 471	- 260	- 289	DR
+ Rentedel leieutgifter	68	104	221	106	471	260	289	NFK
= Δ NRE	0	0	0	0	0	0	0	NRE

Tabell 6.7 viser at ved å balanseføre operasjonell leie og utgifter til forskning og utvikling reduseres driftsresultatet. Netto finansielle kostnader øker tilsvarende slik at nettoresultat til egenkapital forblir uendret.

Tabell 6.8: Balansevirkning av justeringer

Balanse – Eiendel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Post
+ FoU etter skatt	39	59	79	114	148	169	139	DOM
+ Leierett	1577	1898	1560	3355	4784	5646	5555	FAM
- Utsatt skatt, leierett	441	532	437	939	1340	1581	1555	FAM
= Netto justering	1174	1426	1203	2529	3593	4234	4139	

Tabell 6.9: Balansevirkning av justeringer

Balanse – Gjeld	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009	
+ Egenkapital (FoU)	39	59	79	114	148	169	139	EK
+ Leiekraav	1577	1898	1560	3355	4784	5646	5555	LFG
- Utsatt skatt, leiekraav	441	532	437	939	1340	1581	1555	LFG
= Netto justering	1174	1426	1203	2529	3593	4234	4139	

6.5 Analyse av forholdstall

Absolutte tall kan være vanskelig å bedømme når en skal vurdere enheter av ulik størrelse. Derfor er det naturlig at de omgrupperte og justerte tall i regnskapsanalysen leder frem til forholdstall som kvalitativt vil kunne fortelle noe om hvilken konkurranseposisjon selskapet befinner seg i. Definisjonen på forholdstall her er en regnskapsstørrelse som relativ andel av en annen som igjen gir innsikt i underliggende forhold.

Forholdstallanalysen er todelt; risikoanalyse og lønnsomhetsanalyse. Kortsiktig og langsiktig gjeld, og dermed kredittrisiko, vurderes og leder til en syntetisk rating. Her vil Standard & Poors ratingskala¹⁸ anvendes for karakterfastsettelse, konkurrsansynlighetsvurdering og fastsettelse av kredittrisikopremie.

Tallene anvendt er normaliserte for å skape et likere grunnlag for sammenligning mot bransjeutvalg. Sistnevnte består av selskapene presentert i kapittel 3 samt Aker Solutions. Det er utarbeidet samlet omgruppert resultatoppstilling, balanse og kontantstrøm etter tilsvarende mål som vist i 6.3.

Aker Solutions utgjør omlag 8% av utvalget¹⁹ og av denne grunn vil forholdstall for bransjeutvalget være i liten grad være påvirket av selskapets resultater.

6.5.1 Risikoanalyse

6.5.1.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsgrad er et mål på omløpsmidler som andel av kortsiktig gjeld. Intuisjonen er at omløpsmidler er mer likvide enn anleggsmidler og at langsiktig gjeld vil være mindre interessant i et likviditetsperspektiv. Måltallet er aktuelt i et hypotetisk scenario hvor kortsiktig gjeld må dekkes inn og i hvilken grad selskapet kan gjøre dette.

Det anvendes to mål; likviditetsgrad 1 (6.3) som måler totale omløpsmidler og likviditetsgrad 2 (6.4) hvor finansielle omløpsmidler måles.

¹⁸Gjengitt i B

¹⁹Målt etter total kapital; mellom 7,5% og 8,8%, median 8,2%

$$lg_1 = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t} \quad (6.3)$$

$$lg_2 = \frac{FOM_t}{KDG_t + KFG_t} \quad (6.4)$$

Tabell 6.10: Likviditetsgrad 1

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
Aker Solutions	1,2524	1,2044	1,1666	1,1808	1,1448	1,2168	1,1926
Bransjeutvalg	1,4621	1,3714	1,3587	1,4618	1,6793	1,7117	1,4620

Tabell 6.11: Likviditetsgrad 2

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
Aker Solutions	0,4680	0,4344	0,2373	0,1711	0,1729	0,1390	0,2051
Bransjeutvalg	0,3874	0,3915	0,4145	0,3512	0,4882	0,4953	0,4030

Likviditetsgrad 1 (6.10) er relativt stabil over perioden, med en median over 1. Aker Solutions har dermed tilstrekkelig kortsiktige eiendeler til å dekke inn tilsvarende gjeld, men står samtidig gjennomgående dårligere stilt enn bransjeutvalget. I seg selv er ikke dette å regne som et faresignal, men likviditetsgrad 2 (6.11) er mer enn halvert over analyseperioden og viser en negativ trend i forhold til økningen tilsvarende i bransjeutvalget. Implikasjonen av dette er at gitt umiddelbar inndekning av utestående gjeld uten mulighet for opptak av ny, vil selskapet måtte redusere aktivitet i betydelig større grad enn bransjen. Alternativt kan en tolke det dit hen at Aker Solutions vil måtte ta opp ny gjeld i et større omfang, og dermed potensielt øke lånebelastning mer, enn bransjeutvalget.

6.5.1.2 Finansiell gjeldsdekning

Selskaper vil normalt finne det opportunt å ha positiv netto finansiell gjeld for å kunne ha mer midler investert i drift. I et risikoperspektiv vil det motsatte kunne være tilfelle; finansielle eiendeler som overgår finansiell gjeld er et sunnhetstegn ettersom gjeld kan dekkes inn uten reduksjon i aktivitet. I det følgende måles finansiell gjeldsdekning (6.5).

$$FGDG = \frac{FE_t}{FG_t} \quad (6.5)$$

Tabell 6.12: Finansiell gjeldsdekning

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
Aker Solutions	0,6182	1,1152	1,4758	1,1750	0,5916	0,6261	0,8706
Bransjeutvalg	0,6539	0,7819	0,7074	0,7865	0,7366	0,8565	0,7593

Selskapet viser en positiv utvikling frem til og med 2006 hvor finansielle eindeler øker i betydelig omfang samtidig som gjeld reduseres noe. Året etter reduseres finansielle eindeler mer enn gjeld, men forholdstallet er fremdeles over 1. Fra 2008 mer enn dobles gjelden uten at dette blir kompensert av tilsvarende økning i finansielle eiendeler og finansiell gjeldsdekningsgrad synker godt under 1. Dette skjer som en konsekvens av en betydelig økning i aktivitet hvor netto driftseiendeler er mer enn tredoblet over analyseperioden.

Bransjeutvalget har en positiv trend og later til å konvergere mot finansiell gjeldsdekningsgrad på 1. Frem til 2008 er forholdstallet betydelig lavere enn for Aker Solutions, men noe høyere for fjoråret og inneværende år. I likhet med Aker Solutions har det vært en tilnærmet tredobling i netto driftseiendeler i bransjen, men i et risikoperspektiv er dette finansiert på en sunnere måte.

Medianen viser at bransjeutvalget er dårligere stilt enn Aker Solutions, men sistnevnte varierer betydelig. Konklusjonen er likevel den at gitt umiddelbar inndekning av gjeld vil samtlige aktører måtte redusere aktivitet noe for å klare sine forpliktelser.

6.5.1.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden (6.6) fokuserer på total inntjening gjennom nettoresultat til sysselsatt kapital i forhold til rentekostnaden. Forholdstallet kan tolkes som hvor mye selskapet skaper gjennom aktiviteter i forhold til renteforpliktelsene hvor 1 dekker sistnevnte akkurat.

$$rdg_t = \frac{NRS_t}{NFK_t} = \frac{NRE_t + NMR_t + NFK_t}{NFK_t} \quad (6.6)$$

Tabell 6.13: Rentedekningsgrad

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
Aker Solutions	2,9962	3,5411	11,8484	3,9828	5,0281	3,0482	3,7619
Bransjeutvalg	10,7953	15,9118	4,7382	22,6737	11,2158	13,6153	12,4155

Selskapet har en sunn rentedekningsgrad over hele analyseperioden med verdier godt over idealet. Bransjeutvalget gjør det derimot gjennomgående vesentlig bedre. Unntaket er i 2006 hvor resultatet er omvendt. Konklusjonen her er at både Aker Solutions og selskapene samlet i bransjen skaper gode resultater i forhold til forpliktelser, men sistnevnte gjør det vesentlig bedre enn førstnevnte.

6.5.1.3.1 Kontantstrømanalyse Av tabell 6.14, utvidet oppstilling i A.1 , fremkommer negativ kontantstrøm fra drift i 2008 og 2010 som følge av økning i netto driftseiendeler. Økningen er finansiert så og si i sin helhet med gjeld i 2008 og om lag halvparten i 2010. Utviklingen er positiv for de øvrige årene.

Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift gikk omtrent med til å dekke nedbetaling av gjeld i 2006, er positiv i 2008 som følge av låneopptaket og mindre negativ i 2010 av samme årsak.

Rekordutbyttet på 2.2 milliarder kroner i 2007 ble i sin helhet finansiert med nedsalg av finansielle eindeler viser fri kontantstrøm til finansiell investering.

Et generelt bilde som tegnes ved å summere størrelsene for hele perioden er at Aker Solutions genererer positivt driftsresultat som reinvesteres i driftseiendeler. Fri kontantstrøm fra drift er på 264 millioner målt mot tilsvarende fri kontantstrøm til egenkapital fra drift på 3109 millioner. Økningen i FKED skjer som følge av låneopptak fratrukket finanskostnader. I sum har det blitt utbetalt et nær tilsvarende beløp i utbytte, som innebærer negativ aggregert fri kontantstrøm til finansiell investering. Grovt kan en konkludere med at utbytte og finanskostnader dekkes av gjeld. Likviditet kan bedres ved å redusere utbytte og dermed lånebehov eller redusere reinvestering i drift og er således positivt i risikosammenheng.

6.5.1.4 Soliditetsanalyse

Egenkapital er selskapets buffer mot eventuelt fremtidige tap. Negativ egenkapital innebærer teknisk konkurs; selskapet må hente penger for å unngå å melde oppbud. Soliditetsanalysen søker å avdekke i hvilken grad det er økonomiske ressurser til å stå i tap ved å analysere egenkapitalprosent og statisk finansieringsmatrise.

Tabell 6.14: Endring i finansielle eiendeler

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Sum
NDR	1203	2077	2616	2337	2883	1765	12882
FKD	3230	568	709	-4817	1756	-1182	264
FKED	2553	-1093	-491	2416	374	-651	3109
FKFI	3791	-1348	-3420	1573	-116	-1579	-1098
ΔFE	3702	1153	-3190	1346	38	-872	2176
FE_{IB}	4962	8664	9816	6626	7973	8010	
FE_{UB}	8664	9816	6626	7973	8010	7139	

6.5.1.4.1 Egenkapitalprosent Måltallet måles ved egenkapital som andel av total kapital, formel 6.7.

$$ekp_t = \frac{EK_t}{TK_t} = \frac{EK_t}{NDK_t + FE_t + DG_t} \quad (6.7)$$

Tabell 6.15: Egenkapitalprosent

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
Aker Solutions	0,1559	0,2473	0,2323	0,1856	0,2071	0,2153	0,2112
Bransjeutvalg	0,3586	0,3803	0,4056	0,4302	0,4792	0,4850	0,4179

Tabellen (6.15) viser en relativt stabil egenkapitalprosent omkring 21 hvilket sammenlignet med bransjeutvalget er svært lavt. Forholdstallet viser øker mot 2007 hvor den faller som følge av økning i netto finansiell gjeld. Utover i perioden øker den noe hvilket er positivt, men det er fremdeles en betydelig avstand. Implikasjonen av dette er at gitt bransjemessige utfordringer tilstrekkelig store til å innebære tap vil Aker Solutions i større grad kunne være avhengig av kapitaltilskudd, i form av lån eller emisjon, for å unngå konkurs.

6.5.1.4.2 Netto driftsrentabilitet Forholdstallet måler den lønnsomhet som skapes fra driftsaktiviteter og er relevant i et soliditetsperspektiv. Dersom driften er negativ, det vil si rentabilitet under kravet, vil selskapet være i problemer ettersom lønnsomhet i kjerneaktiviteter bør være et minstekrav for en levedyktig bedrift. Det vises til 7.3 for en mer detaljert diskusjon omkring Aker Solutions' og bransjeutvalgets netto driftsrentabilitet.

Tabell 6.16: Netto driftsrentabilitet

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
AKSO	0,3385	0,6447	0,5941	0,2553	0,2167	0,1188	0,2969
Bransje	0,2425	0,3613	0,3993	0,5109	0,1915	0,2165	0,3019

Både selskapet og bransjeutvalget leverer tall som gir rentabilitet utover kravet. Dette er i seg selv et sunnhetstegn og gir ikke grunnlag for bekymring

6.5.1.4.3 Statisk finansieringsanalyse Finansieringsmatrise viser kapitalstruktur rangert etter likviditet og risiko. Rasjonalet er at omløpsmidler er mer likvide enn anleggsmidler og egenkapital forbindes med mindre risiko enn kortsiktig finansiell gjeld. Matrisen leses ved at bevegelse vannrett mot høyre er mer risikabel enn loddrett mot høyre.

Tabell 6.17: Finansieringsmatrise, Aker Solutions

AKSO	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	60,39%	1,30%	14,59%	23,71%			35,65%
FAM				100,00%			9,62%
DOM				20,11%	79,89%		48,48%
FOM					45,48%	54,52%	6,25%
TK	21,53%	0,46%	5,20%	27,82%	41,83%	3,15%	100,00%

Tabell 6.18: Finansieringsmatrise, Bransjeutvalg

Bransje	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	100,00%						45,27%
FAM	29,67%	3,42%	61,67%	5,24%			10,90%
DOM				58,51%	41,49%		31,15%
FOM					30,79%	69,21%	12,68%
TK	48,50%	0,37%	6,72%	18,80%	16,83%	8,78%	100,00%

Matrisene avslører at bransjeutvalgets kapitalstruktur er mindre risikabel enn tilsvarende for Aker Solutions. Sistnevntes kortsiktige driftsrelaterte gjeld utgjør, i prosent, mer enn dobbelt av total kapital i forhold til representativ bransje. I tillegg viser Aker Solutions' matrise at bevegelsen går relativt langt mot høyre før den går nedover - 24% av driftsrelaterte anleggsmidler er

finansiert med med gjeld mot bransjens 100% egenkapitalfinansierte. Som en konsekvens ser en at driftsrelaterte omløpsmidler samtidig i langt større grad er finansiert med kortsiktig gjeld, henholdsvis 79,9% og 41,5%.

6.5.1.5 Syntetisk rating og oppsummering av risiko

Ut i fra forholdstall fra både likviditetsanalysen og soliditetsanalysen er det utarbeidet en syntetisk rating basert på Standard & Poor's karakterskala²⁰.

Tabell 6.19: Syntetisk rating, Aker Solutions | Bransjeutvalg

A B	2005		2006		2007		2008		2009		2010T	
lg1	BB	BBB	BB	BB	B	BB	B	BBB	B	BBB	BB	BBB
ekp	CCC	BB	B	BB	B	BBB	B	BBB	B	BBB	B	BBB
ndr	B	A	B	AA	BB	AA	CCC	AA	CCC	A	CCC	A
rdg	BBB	AA	BBB	AAA	AAA	A	A	AAA	A	AA	BB	AAA
Snitt	B	BBB	BB	A	BB	BBB	BB	A	BB	A	B	A

Karakter for likviditetsgrad er gjennomgående svakere for Aker Solutions enn bransjeutvalget. Gjennomsnittskarakter her vurderes til henholdsvis BB og BBB. Egenkapitalprosenten vurderes tilsvarende ett hakk lavere for selskapet og det settes en samlet karakter til B. Bransjeutvalgets karakter blir BBB. Netto driftsrentabilitet har en svak utvikling og er siste tre år vurdert til trippel C. Rentedekningsgrad drar opp vurderingen for Aker Solutions som belønnes med en svak A for perioden samlet og bransjeutvalget en tilsvarende sterk.

Aker Solutions oppnår en samlet karakter på BB mot bransjeutvalgets A. Årene er vektet likt, men den relative forskjellen vil antagelig ikke endre seg nevneverdig ved tidsvekting. Karakteren oppnådd innebærer en relativt lav konkurrsansynlighet i løpet av neste 12 måneder, henholdsvis 1,36% og 0,24% for selskapet og bransjen som helhet. I midlertid er det en større kredittrisikofaktor forbundet med Aker Solutions, hvor selskapets finansielle gjeldskrav øker, som igjen øker egenkapitalkravet.

²⁰Grenseverdier for karakterene er gjengitt i B.1

6.6 Analyse av avkastningskrav

En gitt investering er lønnsom dersom avkastningen er høyere enn tilsvarende plassering hvor relevant risiko er hensyntatt. For å kunne vurdere dette, beregnes avkastningskrav, som igjen fungerer som en målestokk. Intuisjonen her er at rentabilitet utover kravet er angir om hvorvidt en investering er lønnsom eller ikke.

Avkastningskrav vil i tillegg gjøre det mulig å beregne nåverdier av fremtidige kontantstrømmer og er således sentralt for verdsettelsesformål.

6.6.1 Krav til egenkapital

$$ekk = r_e = r_f + \beta[(r_m) - r_f] + \lambda \quad (6.8)$$

hvor λ er illikviditetspremie

Kapitalverdimodellen CAPM (6.8) er utgangspunkt for utregning av egenkapitalkrav. Modellen bygger på en forutsetning om at et marked er effisient, som igjen innebærer at usystematisk risiko fjernes ved diversifisering. Investor vil da bare eksponeres for systematisk risiko som er uavhengig av selskapet. I praksis holder ikke modellen ettersom perfekt informasjon er en nødvendighet og dette observeres sjeldent i kapitalmarkedet.

For å kompensere for svakheten ved modellen, er den utvidet med et tillegg for illikviditet. Premien vil normalt variere mellom 0 og 5% avhengig av graden av markedsvikt i aktuell aksje.

Aker Solutions' eiestruktur er preget av mange små og en stor eier²¹: Aker Holding ASA med 40,3% av aksjene og 19 andre aksjonærer med tilsammen 28,3%. Tilstedeværelsen av en stor eier rettferdiggjør et premietillegg, samtidig er selskapet en av de mest omsatte på Oslo Børs hvilket antyder god likviditet i aksjen. Ut i fra en helhetsvurdering settes det en lav premie à 1%.

I det følgende beregnes komponentene i egenkapitalkravet.

²¹Se 2.5

6.6.1.1 Risikofri rente

Utgangspunktet for etimering av risikofri rente er årlig gjennomsnitt av 3 måneders NIBOR-rente. Dette er den rente bankene bruker ved interne lån og er således ikke direkte tilgjengelig for investor. For å komme til et mer realistisk estimat trekkes først ut bankenes egen risikopremie, som her er forutsatt til 10% hver år med unntak av 20% i 2008 hvor finanskrisen førte til ekstra høye premienivå. Dernest reduseres renten med ordinær skattesats for å komme til risikofri rente etter skatt.

Det forutsettes at administrasjonstillegg er innebygget i estimert NIBOR²².

Tabell 6.20: Risikofri rente, 3mnd NIBOR

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Gjennomsnittlig NIBOR (3 mnd)	0,0222	0,0310	0,0496	0,0623	0,0245	0,0230
- Risikopremie	0,0022	0,0031	0,0050	0,0125	0,0025	0,0023
= Risikofri rente f. skatt	0,0200	0,0279	0,0446	0,0498	0,0221	0,0207
= Risikofri rente e. skatt	0,0144	0,0201	0,0321	0,0359	0,0159	0,0149

6.6.1.2 Risikopremie

Neste steg i å beregne relevant rente er å tilegge risikopremie aktuell for investor eksponert i aksjemarkedet. Denne beregnes i et langsiktig og kortsiktig perspektiv og dernest vektet. Estimaterne anvendt er utarbeidet av Knut H. Knivsflå²³. Verdiene for 2010 er et gjennomsnitt av de to foregående år for å inkorporere en tilbakegang til normaltilstand etter finanskrisen.

Tabell 6.21: Risikopremie, 2005 - 2010

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
1/3 Kort. perspektiv 95-t	0,062	0,063	0,051	0,025	0,035	0,030
2/3 Lang. perspektiv 58-t	0,054	0,059	0,057	0,049	0,050	0,050
= Risikopremie	0,057	0,060	0,055	0,041	0,045	0,043

²²Renter er beregnet fra 1. april 2004 til 1. mai 2010

²³Forelesning, BUS424

6.6.1.3 Estimert beta

$$\beta_a = \frac{Cov(r_a, r_p)}{Var(r_p)} \quad (6.9)$$

$$\beta_a = \frac{2}{3}\beta_{EK-justert} + \frac{1}{3} * 1 \quad (6.10)$$

hvor r_a er aksjens daglige avkastning og r_p i (6.9) er markedsporteføljen her representert ved henholdsvis Aker Solutions (AKSO) og Oslo Børs (OSEBX).

Systematisk risiko estimeres ved β og er et mål på hvor følsom en enkeltaksjes avkastning er for markedet generelt. Beta for Aker Solutions er utregnet ved å bruke daglige kurser for aksje (AKSO) og børsindex (OSBEX) i perioden 2. april 2004 til 7. mai 2010. Estimert ujustert beta blir her 1,437. Til sammenligning er beta siste 12 måneder estimert av Dagens Næringsliv²⁴ oppgitt til 1,45.

Markedsporteføljens beta er 1 og det er vanlig²⁵ å vekte mot denne. Formelt gjøres dette ved formel 6.10²⁶. Justert egenkapitalbeta for Aker Solutions er 1,292.

6.6.1.4 Krav til finansiell gjeld

Finansielle långivere fastsetter gjeldskravet (fgk) som innbefatter risikofri rente i tillegg til kredittrisikopremie (krp). Sistnevnte kan vurderes som en funksjon av systematisk risiko og finansiell gearing hvor konkurssansynlighet multipliseres med tap ved konkurs.

Akers Solutions konkursansynlighet er beregnet tidligere i 6.5.1.5 gjennom syntetisk rating. Selskapet ble der gitt karakterene B og BB som henholdsvis gir en kredittrisikofaktor (krf) på 1,0 og 0,6 i følge skalaen (B.1). Faktoren multipliseres med risikofri rente etter skatt for å et mål på den risiko långiver tar ved å gi kreditt til det aktuelle selskapet. Dernest legges risikofri rente etter skatt til den beregnede kredittrisikopremien. Estimert krav til finansiell gjeld er vist i tabell 6.22

²⁴ 8. mai 2010

²⁵Bodie, Zvi., Kane, A., Marcus, A.J., 2005, Investments - Forelesning BUS425, Knivslå

²⁶Metode utarbeidet av Merrill-Lynch

Tabell 6.22: Fiansielt gjeldskrav

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
r_f etter skatt	0,0144	0,0201	0,0321	0,0359	0,0159	0,0149
* krf	1,0000	0,6000	0,6000	0,6000	0,6000	1,0000
= krp	0,0144	0,0121	0,0193	0,0215	0,0095	0,0149
⇒ fgk	0,0288	0,0321	0,0514	0,0574	0,0254	0,0298
Betalt rente (NFK/FG)	0,0353	0,0529	0,0945	0,0402	0,0454	0,0451

6.6.1.5 Krav til finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler er endogent bestemt ved at selskapet selv velger plassering med tilhørende vekter. Formel 6.11 viser sammenhengen, hvor v er relativ del plassert i kontanter, w i finansielle fordringer og $1 - v - w$ i aksjemarkedet. Historiske krav er gjengitt i tabell 6.23

$$fek = v * r_f + w(r_f - kredittrisikopremie) + (1 - v - w)r_m \quad (6.11)$$

Tabell 6.23: Fiansielt eiendelskrav

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
r_f	0,0144	0,0201	0,0321	0,0359	0,0159	0,0149
* Kontantvekt	0,9245	0,6518	0,8369	0,8454	0,8076	0,7085
+ fgk	0,0288	0,0321	0,0514	0,0574	0,0254	0,0298
* Fordringsvekt	0,0193	0,2836	0,0033	0,0214	0,0466	0,0644
+ r_m	0,0200	0,0279	0,0446	0,0498	0,0221	0,0207
* Investeringsvekt	0,0562	0,0646	0,1598	0,1332	0,1458	0,2271
= fek	0,0150	0,0240	0,0342	0,0382	0,0172	0,0172

6.6.1.6 Avkastningskrav for netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld er finansiell gjeld fratrukket eiendeler. Kravet beregnes formelt ved 6.12, hvor finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav kommer til anvendelse. Kravet er siste komponent i utregningen av egenkapitalkravet og er presentert i tabell 6.24.

$$nfgk = f_{gk} \frac{FG}{NFG} - f_{ek} \frac{FE}{NFG} \quad (6.12)$$

Tabell 6.24: Krav til netto finansiell gjeld

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
= nfgk	-0,1048	0,0069	-0,0642	0,0852	0,0391	0,0431

6.6.1.7 Beta til netto driftskapital

Driftskapitalbeta er gitt ved formel 6.13.

Aker Solutions har positiv netto finansiell gjeld. Uttrykket for tilhørende beta (6.14) viser at denne vil bli negativ som følge. Derfor vil det være praktisk å anta at $\beta_{NFG} = 0$. Forutsetningens rasjonalitet er at selskapet selv setter netto finansiell gjeld slik at systematisk risiko balanseres.

Miller og Modiglianis første teorem tilsier at et selskaps totalrisiko er uavhengig av finansiering²⁷. Det forutsettes her at rente er eneste kostnad ved gjeld, hvilket i praksis ikke er tilfelle. Gjeldskostnader kan i prinsippet føres til fradrag slik at kostnaden blir subsidiert av skattemyndigheter. Konkurskostnader er i tillegg forutsatt å være null, noe som sjeldent observeres. Selv med bristende forutsetninger, innebærer teoremet et nyttig element der uendret totalrisiko gjør at en kan forutsette at beta til egenkapital er konstant og uavhengig av gjeld. Ettersom det her vektet etter budsjetterte verdier velges det å se bort fra nevnte brudd slik at beta til netto driftskapital kan beregnes med basis i den allerede estimerte beta til egenkapital. Omvendt kan beta til netto driftskapital holdes konstant, slik at en her kan få et anvendbart estimat.

Tabell 6.25 viser beregningen der netto driftskapital er forutsatt å være konstant slik at beta til egenkapital beregnes residualt for alle år untatt 2010.

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK + MI}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK} \quad (6.13)$$

$$\beta_{NFG} * NFG = \beta_{FG} * FG - \beta_{FE} * FE \quad (6.14)$$

²⁷Brealy, Myers

Tabell 6.25: Beta til netto driftskapital

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
β_{EK}	0,609	0,470	0,663	1,247	1,160	1,291
* (EK+MI)/NDK	1,256	1,629	1,154	0,614	0,660	0,593
= β_{NDK}	0,766	0,766	0,766	0,766	0,766	0,766

6.6.2 Egenkapitalkrav

Komponentene i egenkapitalkravet er nå utregnet og resultatene er vist i tabell 6.26. Det er antatt en illikviditetspremie på 2% for minoritetsinteresser slik at tilhørende krav kan beregnes. Størrelsen er av mindre viktighet ettersom minoritetsinteresser utgjør en svært liten del av Aker Solutions total kapital - omlag 4 promille.

Netto driftskapital har økt betydelig relativt til egenkapital, og dette har gitt seg i et skift i beta til egenkapital. Redusert beta fra 2007 og tidligere står for den største delen av det reduserte egenkapitalkravet sammenlignet med tallene for 2008 og senere.

Tabell 6.26: Egenkapitalkrav

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Krav til netto finansiell gjeld	0,0144	0,0201	0,0321	0,0359	0,0159	0,0149
+ β_{EK}	0,6095	0,4699	0,6633	1,2471	1,1600	1,2915
* Risikopremie etter skatt	0,0567	0,0603	0,0550	0,0410	0,0450	0,0433
+ Illikviditetspremie	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
= Egenkapitalkrav	0,0489	0,0484	0,0686	0,0870	0,0681	0,0709
+ Minoritet illikviditetspremie	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
= Minoritetskrav	0,0689	0,0684	0,0886	0,1070	0,0881	0,0909

6.6.3 Netto driftskapitalkrav

De ulike kravene for egenkapital, minoritet og finansiell gjeld, som er beregnet tidligere i kapitlet, vektet og kravet til netto driftskapital fremkommer (6.27).

Tabell 6.27: Netto driftskapitalkrav

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
ekk	0,0489	0,0484	0,0686	0,0870	0,0681	0,0709
* EK/NDK	1,2378	1,6034	1,1281	0,6031	0,6497	0,5804
+ mik	0,0689	0,0684	0,0886	0,1070	0,0881	0,0909
* MI/NDK	0,0186	0,0261	0,0263	0,0109	0,0104	0,0125
+ NFG/NDK	-0,2564	-0,6294	-0,1544	0,3860	0,3399	0,4071
* nfgk	-0,1048	0,0069	-0,0642	0,0852	0,0391	0,0431
= ndk	0,0887	0,0751	0,0897	0,0866	0,0584	0,0598

6.7 Oppsummering

Aker Solutions regnskapstall er omgruppert og justert og analysert for å kunne få et så relevant bilde av den økonomiske virkeligheten som mulig. Unormale resultatelement er luket ut både for selskapet såvel som bransjeutvalget. Dette er gjort for å kunne sammenligne direkte. Eventuelle forskjeller i regnskapsprinsipp mellom USGAAP og IFRS er antatt å være tilstrekkelig små at disse ikke er hensyntatt.

Soliditetsanalysen avdekket at selskapet er i stand til å betjene forpliktelser, men stiller svakere enn bransjen gitt fremtidige tap. Selskapet har en høyere risiko i funderingen av selskapet, som ble vist ved finansieringsmatrise. Dette gir seg igjen utslag i en høyere kredittrisikopremie for Aker Solutions og dermed et forbedringspotensiale målt mot utvalget. Konkurransynligheten vurderes likevel som tilstrekkelig liten til at det ikke er en umiddelbar fare for avvikling og det vil dermed være aktuelt å fortsette analysen.

Kapittel 7

Lønnsomhetsanalyse

Aker Solutions' avkastning i utregnet i form av rentabilitetstall sammen med de beregnede avkastningskrav, gir innsikt i selskapets økonomiske posisjon og drivere for lønnsomhet. Ekstern og intern strategisk analyse gjennomført i henholdsvis 5.3.1 og 5.4.1 avslørte at muligheten for superrentabilitet eksisterer. I det følgende vil regnskapstallene behandles for å kunne avdekke om en slik lønnsomhet utover kravet faktisk eksisterer eller ikke for bransjen så vel som selskapet.

7.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitet er prosentvis avkastning til gitt kapital og er et forholdstall som muliggjør sammenligning mellom bedrifter av ulik størrelse.

Ved utarbeidelse kan en velge å ta utgangspunkt i enten fullstendig eller normalisert nettoreultat. Normalisering trekker ut unormale resultatelement og vil følgelig føre til en jevnere og mer stabil rentabilitet, som igjen er mer relevant for fremtidig budsjettering, fremskriving og verdsettelse.

Kapitalkravene utregnet tidligere er basert på etterskuddsrente. For å kunne sammenligne rentabilitet med krav er det behov for å anvende etterskuddsrentabilitet. Formelt gjøres dette ved å bruke gjennomsnittlig kapital (7.1) som nevner i de ulike rentabiliteter, hvor inn- og utbetalinger forutsettes gjennomført midtveis i året.

$$\text{Gjennomsnittlig kapital} = \text{IB Kapital} + \frac{\Delta \text{kapital} - \text{normalisert nettoresultat til kapital}}{2} \quad (7.1)$$

7.2 Analyse av egenkapitalrentabilitet

$$\text{ekr}_t = \frac{NRE}{EK} = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}} \quad (7.2)$$

Formel 7.2 viser egenkapitalrentabiliteten som et forholdstall av netto resultatet til egenkapital og gjennomsnittlig balanseført egenkapital. Resultatene er presentert i tabell 7.1 hvor rentabilitet fratrukket krav angir meravkastningen, eller superrentabilitet, til egenkapitalen.

Tabell 7.1: Superrentabilitet til egenkapital - Aker Solutions

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
ekr	0,3037	0,2998	0,3846	0,2644	0,2849	0,1275	0,2924
- ekk	0,0489	0,0484	0,0686	0,0870	0,0681	0,0709	0,0683
= Superrentabilitet	0,2548	0,2514	0,3160	0,1774	0,2168	0,0566	0,2341



Sammenlignet med bransjen viser tabell 7.2 at Aker Solutions er i en marginalt positiv strategisk posisjon hvor medianen er såvidt over null. Aker Solutions og bransjeutvalget går vekselvis opp og ned annet hvert år. Trenden brytes i midlertid i 2010T, hvor bransjens rentabilitet bare viser en marginal oppgang. Det er verdt å legge merke til den relativt markante nedgangen som skjer for henholdsvis bransjen og selskapet i 2008 og 2009. En forklaring her kan være teorien

om tilbakevinnende gjennomsnitt¹, hvor konkurranse fører til at egenkapitalrentabilitet konvergerer mot kravet og dermed etterhvert eliminerer superrentabilitet. Derimot kan det meget vel være finanskrisens konsekvenser som igjen har redusert lønnsomhet. Alternativt kan finanskrisens implikasjoner forklare nedgangen. Oljeserviceselskapenes kunder² har opplevd en presset likviditetssituasjon hvor finansiering til nye prosjekter har vært vanskelig å skaffe. Både selskapet og utvalget har opplevd svikt i driftsinntekter med nedgang i disse to årene. Den strategiske analysen bygger i tillegg oppunder en påstand om at konjunkturforhold snarere enn konkurranse er årsak til nedgangen.

Rentabilitetstallene sett i sammenheng med tilhørende krav er gjennomgående positive, slik at lønnsomheten vurderes til god utviklingen til tross. Sammenhengen er vist grafisk i figur 7.2.

Tabell 7.2: Ressursbasert strategisk fordel

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
ekr	0,3037	0,2998	0,3846	0,2644	0,2849	0,1275	0,2924
- ekr*	0,2792	0,3350	0,2829	0,3512	0,1478	0,1489	0,2810
= Strategisk fordel	0,0245	-0,0352	0,1018	-0,0867	0,1371	-0,0215	0,0015

7.2.1 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Aker Solutions leverer resultater med relativt god lønnsomhet. For å få innsikt i kildene til denne vil egenkapitalrentabiliteten dekomponeres (7.3) ved å skille mellom driftsrelaterte og finansielle rentabilitetsdrivere. Første klamme i formelen viser avkastning fra drift og de to siste er finansielle, hvor virkningen av gearing og minoritetsinteresser inngår. Netto driftsrentabilitet, netto finansiell gjeldsrente, netto finansiell gjeldsgrad, minoritetsrentabilitet og minoritetsgrad utledes i avsnittene 7.3, 7.4 og 7.5.

$$ekr = [ndr] + [(ndr - nfgr)nfgr] + [(ndr - mir)mig] \quad (7.3)$$

En ser av tabell 7.3 at drift bidrar gjennomgående positivt til egenkapitalrentabiliteten, men det er en nedadgående trend fra toppåret 2006. Netto finansiell gjeld er negativ fra 2005 til

¹BUS425

²Årsrapporter for Aker Solutions og bransjeutvalget, 2009

Tabell 7.3: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
ndr	0,3385	0,6447	0,5941	0,2553	0,2266	0,1217
+ Virkn. av fin.gearing	-0,0309	-0,3610	-0,2237	-0,0002	0,0702	0,0129
+ Virkn. min.int.	-0,0039	0,0162	0,0143	0,0093	-0,0119	-0,0071
= ekr	0,3037	0,2998	0,3846	0,2644	0,2849	0,1275

2007, med en betydelig topp i mellomåret og forklarer således den negative påvirkningen av finansiell gearing i samme periode. Alternativt kan det negative finansielle bidraget skyldes at gjeld koster mer enn det bidrar driftsmessig, noe den finansielle rentabilitetsanalysen senere vil kunne avdekke. Minoritetsinteresser er relativt ubetydelige, men bidrar positivt i årene 2006 til 2008.

7.3 Analyse av netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er utregnet med basis i netto driftsresultat, driftsinntekter og netto driftskapital. Tilsvarende som for egenkapitalrentabilitet, er forholdstallet for drift etterskuddsbasert. Formel 7.4 viser utledningen.

$$ndr_t = \frac{NDR}{DI} * \frac{DI}{NDK} = \frac{NDR_t}{DI_t} \frac{DI_t}{NDK_t + \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}} \quad (7.4)$$

Tabell 7.4: Superrentabilitet til netto driftskapital - Aker Solutions

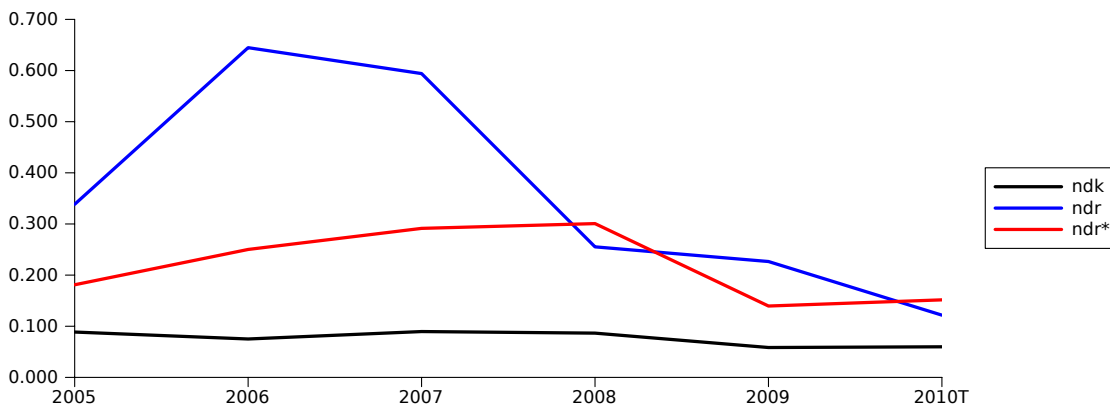
	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
ndr	0,3385	0,6447	0,5941	0,2553	0,2266	0,1217	0,2969
- ndk	0,0887	0,0751	0,0897	0,0866	0,0584	0,0598	0,0808
= ndr-ndk	0,2498	0,5696	0,5044	0,1687	0,1681	0,0619	0,2092

Netto driftsrentabilitet ligger godt over kravet i nær hele perioden. Medianen i tabell 7.4 viser en positiv differanse à 21%, men hvor de tre siste og særlig trailingåret er under. Resultatet er positivt, men trenden er synkende.

7.3.1 Driftsrelatert strategisk fordel

Tabell 7.5: Ressursbasert fordel fra drift

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
ndr	0,3385	0,6447	0,5941	0,2553	0,2266	0,1217	0,2969
- ndr*	0,1811	0,2502	0,2914	0,3007	0,1396	0,1516	0,2156
= ndr-ndr*	0,1573	0,3945	0,3027	-0,0455	0,0870	-0,0299	0,1222



Aker Solutions innehar en ressursbasert fordel fra drift perioden samlet på 12%. I figur 7.3.1 viser kurven for Aker Solutions at selskapet gjør det gjennomgående bedre i perioden 2005-2007 enn bransjeutvalget, men hvor fordelene blir bortimot utvisket året etter. Selskapets balanse viser en betydelig økning i netto driftseiendeler mellom 2007 og 2008, samtidig som netto driftsresultat ble noe redusert, og kan forklare fallet i rentabilitet. En ytterligere dekomponering vil kunne belyse dette.

7.3.2 Dekomponering av netto driftsrentabilitet

For å finne kildene til netto driftsrentabilitet dekomponeres forholdstallet i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler som vist ved formel 7.5. De to forholdstallene viser henholdsvis selskapets evne til å generere resultat per omsatt krone og omsetning i forhold til investert beløp.

$$ndr = ndm * onde = \frac{NDR_t}{DI_t} * \frac{DI_t}{NDK_{t-1} + \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}} \quad (7.5)$$

Tabell 7.6: Netto driftsrentabilitet dekomponert

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
ndm	0,0326	0,0410	0,0451	0,0401	0,0533	0,0423	0,0417
* onde	10,3903	15,7056	13,1626	6,3618	4,2497	2,8776	8,3760
= ndr	0,3385	0,6447	0,5941	0,2553	0,2266	0,1217	0,2969

Tabell 7.7: Bransjens netto driftsrentabilitet dekomponert

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
ndm*	0,0877	0,1175	0,1362	0,1394	0,1093	0,1180	0,1178
* onde*	2,0652	2,1295	2,1391	2,1569	1,2769	1,2846	2,0973
= ndr*	0,1811	0,2502	0,2914	0,3007	0,1396	0,1516	0,2156

Netto driftsmargin, i tabell 7.6, viser en svak positiv utvikling med unntak av trailingåret og 2008. Selskapet klarer dermed å forbedre forholdet mellom inntekter og kostnader slik at resultatet øker. Omløpet til netto driftseiendeler reduseres betydelig over perioden og bidrar sterkest i selskapets reduserte netto driftsrentabilitet. Årsaken til dette kan være at der netto driftseiendeler har økt betydelig i omfang, har driftsinntektene bare økt marginalt og deretter blitt tildels kraftig redusert. Resultatet er en synkende lønnsomhet fra drift, men det bemerkes at denne fremdeles er positiv og over kravet som vist tidligere.

Sammenlignet mot bransjens tilsvarende tall viser tabellen (7.7) at Aker Solutions har en betydelig lavere margin, men kompenserer ved et høyere omløp til netto driftseiendeler og dermed en mer effektiv drift. Effekten av sistnevnte reduseres ved at tallene for Aker Solutions og bransjeutvalget konvergerer og er nærmere hverandre i trailingåret enn ellers i perioden.

7.3.2.1 Common size resultatanalyse

Analyse av resultatet ved hjelp av Common size³, hvor størrelsene viser hvert års relative andel av driftsinntektene vil kunne vise eventuelle forskjeller og forbedringspotensiale.

Tabellen 7.8 viser et forholdsvis stabilt kostnadsnivå. Varekostanders realative andel er forbedret gjennom perioden, men denne forbedringen er nær kompensert av tilsvarende økning i lønnskostnad og avskrivning. Derimot avslører resultatene at det er en betydelig forskjell mellom

³Penman

Tabell 7.8: Common size resultatanalyse

		2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median	Median*
=	DI	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
-	DK	0,9568	0,9444	0,9389	0,9457	0,9306	0,9426	0,9435	0,7771
=	DR	0,0432	0,0556	0,0611	0,0543	0,0694	0,0574	0,0565	0,1649
-	DSK	0,0113	0,0146	0,0160	0,0142	0,0182	0,0150	0,0148	0,1031
=	NREV	0,0319	0,0410	0,0451	0,0401	0,0512	0,0424	0,0417	0,1173

medianen for Aker Solutions' driftskostnader og bransjeutvalgets tilsvarende hvilket forklarer forskjeller i netto driftsmargin. Selskapets relativt høyere kostnader i forhold til inntekter gir et betydelig dårligere driftsresultat. Forskjell i nettoresultat avdempes noe ved en høyere skattekostnad for bransjeutvalget.

7.4 Virkning av finansiell gearing dekomponert

$$nfgr_t = \frac{NFK_t}{NFI_t} = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t - NFI_t}{2}} \quad (7.6)$$

Netto finansiell gjeldsrente er gitt ved formel 7.6 og trekkes fra netto driftsrentabilitet for å gi netto rentemargin, som igjen er et mål på om hvorvidt driften er lønnsom i forhold til rente betalt.

Tabell 7.9: Netto rentemargin

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
ndr	0,3385	0,6447	0,5941	0,2553	0,2266	0,1217	0,2969
- nfgr	0,4290	-0,2116	-0,0715	0,2558	0,1145	0,1010	0,1077
= nrm	-0,0906	0,8563	0,6655	-0,0006	0,1121	0,0207	0,1891

Tabellen (7.9) viser i hovedsak en positiv netto rentemargin, men hvor bildet endres dramatisk i finanskrisetåret 2008. Selskapet tok dette året opp betydelig gjeld, som igjen ble investert i driftseiendeler. Samtidig gikk netto finansiell gjeld fra å være negativ i de to foregående år til å bli positiv. Dette forklarer igjen forklarer de store sprangene i netto rentemargin, hvor positiv finansiell gjeld, og dermed rente, reduserer marginen og negativ finansiell gjeld øker.

$$nfgg_t = \frac{FG_t - FE_t}{EK_t} = \frac{NFG_t + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t - NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}} \quad (7.7)$$

Tabell 7.10: Virkningen av finansiell gearing dekomponert

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
nrm	-0,0906	0,8563	0,6655	-0,0006	0,1121	0,0207	0,0664
* nfgg	0,3413	-0,4216	-0,3361	0,2867	0,6265	0,6226	0,3140
= virkning	-0,0309	-0,3610	-0,2237	-0,0002	0,0702	0,0129	0,0209

Netto rentemargin multiplisert med netto finansiell gjeldsgrad (formel 7.7) gir virkningen av finansiell gearing. Som nevnt er netto finansiell gjeld negativ i 2006 og -07, som igjen innebærer negativ gjeldsgrad. Medianen viser en positiv virkning fra finansiell gearing for perioden, men bidraget er relativt lite.

7.5 Virkning av minoritetsinteresser dekomponert

Tilsvarende netto rentemargin er marginen til minoritetsinteresser netto driftsrentabilitet fratrukket minoritetsrentabilitet (formel 7.8). Rasjonalet for måltallet er tilsvarende, hvor en ønsker å avdekke om investeringen er lønnsom eller ikke.

$$mir_t = \frac{NMR_t}{MI_t} = \frac{NMR_t}{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI_t - NMR_t}{2}} \quad (7.8)$$

Tabell 7.11: Minoritetsmargin

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
ndr	0,3385	0,6447	0,5941	0,2553	0,2266	0,1217	0,2969
- mir	0,5682	-0,1682	-0,0133	-0,1217	1,2063	0,5797	0,2774
= mrm	-0,2297	0,8129	0,6073	0,3770	-0,9798	-0,4580	0,0194

Tabell 7.11 viser at Aker Solutions har et positivt bidrag fra minoritet i årene 2006 til -08, men hvor dette snur i de påfølgende år. Negativ margin innebærer redusert lønnsomhet for selskapet, hvilket selvsagt ikke er bra.

$$mig = \frac{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI_t - NMR_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}} \quad (7.9)$$

Tabell 7.12: Virkningen av minoritetsinteresser dekomponert

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
mrm	-0,2297	0,8129	0,6073	0,3770	-0,9798	-0,4580	0,0736
* mig	0,0168	0,0199	0,0235	0,0247	0,0122	0,0156	0,0183
= virkning	-0,0039	0,0162	0,0143	0,0093	-0,0119	-0,0071	0,0014

Av tabell 7.12 ser en at minoritetsgraden (formel 7.9) er svært liten og dermed er de positive, som negative, konsekvensene av minoritetsinteressene nærmest ubetydelige.

7.6 Oppsummering

Aker Solutions har gjennom hele analyseperioden levert en positiv superrentabilitet målt mot krav, men hvor det er tildels betydelige fall i 2008 og 2010T. Som tidligere vist, i den strategiske analysen, skyldes nok utviklingen primært endrede konjunkturforhold, hvor kunders betalings- evne er mer utløsende årsak som følge av finanskrisen, enn bransjens interne rivalisering. Gitt at dette er en korrekt observerasjon, vil en kunne forvente at tilbakevending til oppgangstider igjen vil føre til økt superrentabilitet uten at denne nødvendigvis eroderes bort i konkurranse aktørene i mellom.

Selskapet har gjennomgående en dårligere netto driftsmargin enn bransjeutvalget og bør søke å øke denne. Forretningsområdet P&C (2.3.4) bidrar negativt i så måte og et eventuelt salg av virksomhet, som spekulert i media, vil kunne føre til bedring for selskapet alt annet like.

Aker Solutions har gjennomgående hatt en mer effektiv drift enn bransjen med høyere omløp til netto driftseiendeler enn bransjen. Trenden i onde er negativ, men hvor det fremdeles er en betydelig avstand til bransjens tilsvarende.

Netto rentemargin siste to år er positiv finanskrisen til tross. Dette viser at selskapet evner å utnytte gjeldsfinansierte driftseiendeler godt selvom den positive virkningen er relativt liten. Minoritetsmargin er derimot negativ i samme siste to år. Implikasjonen av dette er at selskapet betaler ut mer til minoritet enn hva det får igjen hvilket følgelig er negativt. Minoritetenes relative andel gjør at konsekvensene er bortimot ubetydelige i det store bildet.

Tentativt kan en konkludere med at Aker Solutions leverer positiv lønnsomhet på linje med bransjeutvalget, men hvor det er rom for forbedring. Som tidligere nevnt i 3 vil en sammenligning mot bransjen være avhengig av føringer gjort i utvelgelsen av selskaper representative for utvalget. Det er følgelig derfor åpent for en annen konklusjon gitt justeringer i bransjeutvalgets sammensetning. Ideelt burde utvalget utgjøre samtlige relevante selskaper, men i denne utredningens siktemål, vil det for alle praktiske formål ikke være gjennomførbart.

Kapittel 8

Analyse av vekst

Vekst defineres her som prosentvis endring i regnskapstall og er et viktig moment ved fundamental verdsettelse. På kort sikt kan vekst forklares ved endring i kapital og resultat hvor siktemålet er vekst i balansen, primært egenkapital, og vekst i resultatregnskapet, hovedsaklig nettoresultatet til egenkapital. Makroøkonomiske forhold danner grunnlaget for vekst på lang sikt.

8.1 Langsiktig vekst

Bransjens langsiktige vekst er bestemt av den langsiktige makroøkonomiske veksten totalt sett. Implikasjonen av dette er at veksten ikke vil overstige summen av forventet vekst i verdensøkonomien. For å estimere denne er det anvendt historiske data for Norges brutto nasjonalprodukt siste 100 år og gir et estimat omkring 3% vekst.

Norges Bank styrer mot et inflasjonsmål, 2,5%, som er lavere enn dette. Samtidig er siste ti års gjennomsnittlige inflasjon¹ under inflasjonsmålet. Videre er det på kort sikt forventet en lavere vekst nasjonalt og internasjonalt som følge av fortsatt konjukturedgang forsterket av krisen i statsfinanser. Derimot fremstår inflasjonsmålet som politisk troverdig og det antas at dette vil bli overholdt på lang sikt. Fremtidig inflasjon settes derfor lik inflasjonsmålet.

Langsiktig vekst estimeres derfor til å være summen av veksten i brutto nasjonalprodukt og

¹SSB: <http://www.ssb.no/kt/> - 1999-2009 i gjennomsnitt 2,07%. Inkluderes prognose for 2010-2013 øker tallet til 2,13%

inflasjonsmålet: $3\% + 2,5\% = \underline{5,5\%}$

8.2 Fremtidig oljepris

Oljepris har tidligere vært en god indikator² for vekstpotensialet for oljeservice-bransjen. Rasjo-
nalet er at en høyere oljepris gir operatørene incentiv til å nytte service-selskapenes ekspertise
og teknologi for å kunne gjøre mindre eller vanskelig utvinnbare felt lønnsomme.

For å kunne vurdere videre vekst er det tatt utgangspunkt i futurespriser for olje med kvalitet
crude, figur 8.2³.

Futureskontrakter tilsvarer forwardkontrakter med den forskjell at førstnevnte er mer formalisert
og omsatt på børs. Omsatt futureskontrakt for olje vil i sammenhengen her tenkes som et estimat
på markedsaktøresforventning om fremtidig pris. Instrumentet er aktuelt å kjøpe for å sikre
tilgang på et gitt prisnivå. På kort sikt vil futureskurven være mer følsomt for mer arbitrære
svingninger i etterspørsel, men på lang sikt vil det være mindre variasjon. Grafen, slik den er
brukt her, vil leses på tilsvarende måte. Intervallet på lang sikt er interessant for å kunne vurdere
retningen på hva dagens markedsaktører tror om oljeprisen og dermed igjen vekstpotensialet for
oljeservice-selskaper.

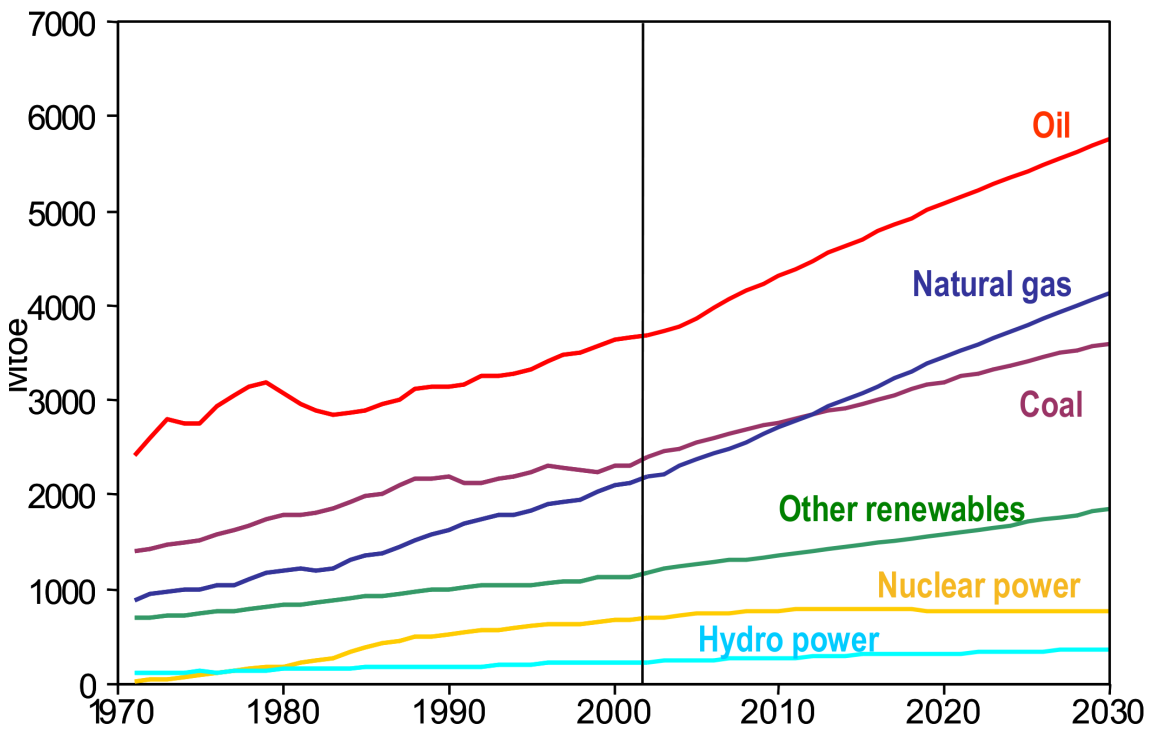
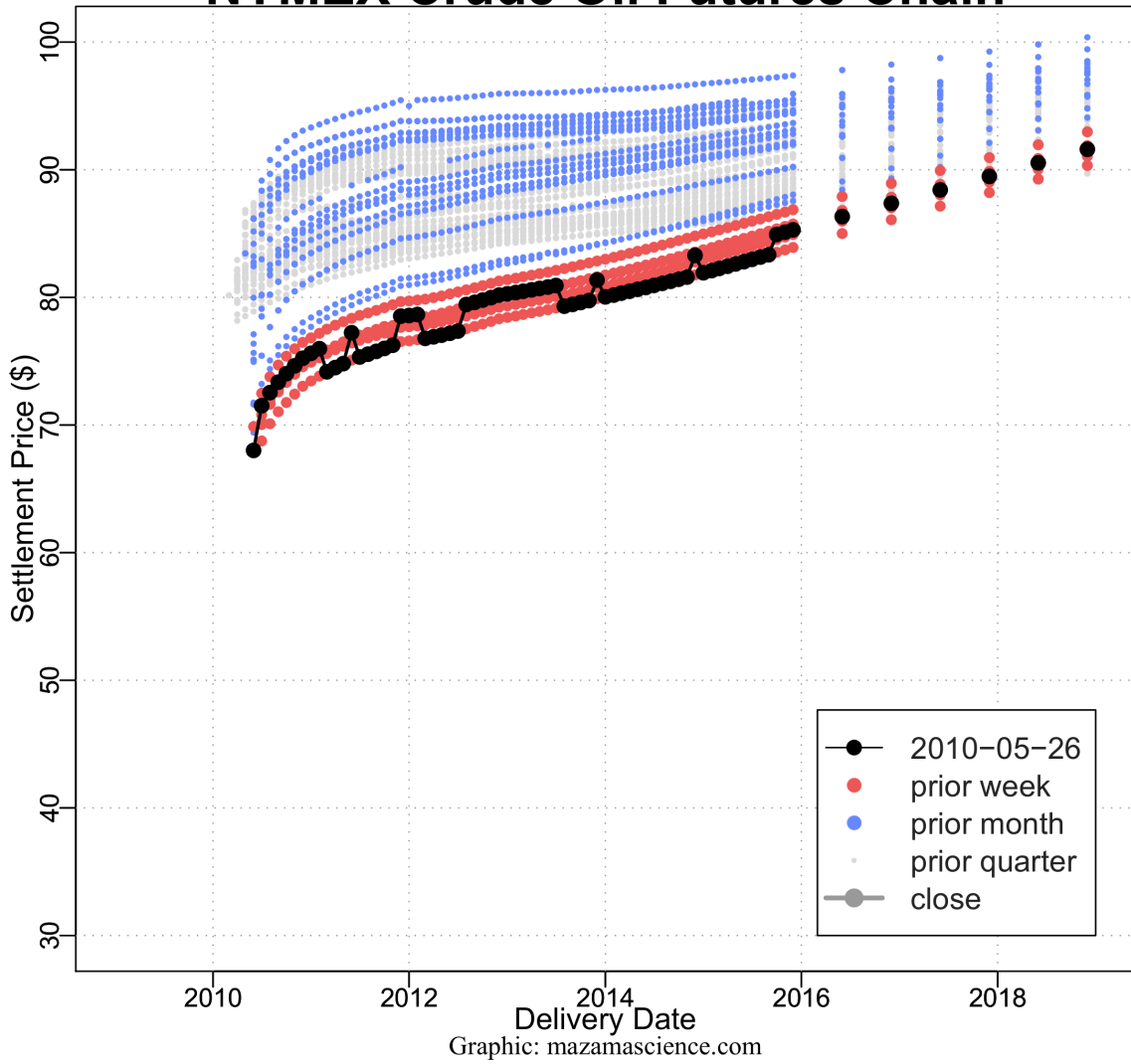
IEA publiserte i 2005 en rapport om forventet etterspørsel og tilbud etter energikilder som
fosile brensler⁴. Oversiktsgrafen fra publikasjonen er gjengitt i 8.2. I denne sammenhengen er
det verdt å legge merke til fraværet av etterspørsel etter alternative energikilder, som anslått den
strategiske analysen utgjør en trussel i form av å være et substitutt. Etterspørselen øker, men ikke
mer enn tilsvarende for olje og gass. Den største veksten i etterspørsel fra fossile brensler er fra
fremvoksende økonomier, men vestlige økonomier i større grad etterspør fornybare energikilder.
Bildet kan potensielt endres i fremtiden i takt med eventuelle teknologiske eller økonomiske
fremskritt som i større grad vil muliggjøre bruk av fornybare energi. Derimot er det ikke lagt
særlig vekt på at så vil skje i nevneverdig grad.

²Pacifica Partners Capital Management - <http://network.nationalpost.com/np/blogs/fpmagazinedaily/archive/2010/01/15/using-oil-service-stocks-to-get-insight-into-oil-s-future.aspx>

³NYMEX Crude Futures - <http://mazamascience.com/Energy/nymexfutures/>

⁴Forecasting Supply and Demand up to 2030, Melbourne, Australia - 22 February 2005, <http://omrpublic.iea.org/presentations.asp>

NYMEX Crude Oil Futures Chain



8.3 Kortsiktig vekst

IMF hevder i World Economic Outlook for april 2010⁵ at generell vekst vil være på et nivå omkring 4,5 prosent for inneværende år mot reduksjon på 0,5 for fjoråret. De fleste kapitalintensive bransjer vil kunne oppleve god tilgang på kapital på linje med nivået før finanskrisen. Konsumenter trekkes frem som den gruppen, i det økonomiske bildet, som vil måtte vente lengst på tilsvarende tilbakevendende normaltilstand for kapital. Dette kan i prinsippet slå ut i redusert forbrukervekst, men det er ikke vurdert til å kunne ha nevneverdig effekt på oljeservicebransjens vekstpotensiale på kort sikt.

Derimot vil bransjens vekst i stor grad avhenge av selskapenes individuelle interne ressurser. Den strategiske analysen viste at det er stor grad av konkurranse om teknologiske løsninger internt i bransjen, men lønnsomhetsanalysen avdekket at konkurransen ikke er tilstrekkelig hard til å erodere superprofitt. En kan følgelig tentativt konkludere med at bransjen som helhet er i en avsluttende vekstfase eller begynnende modningsfase hvor vekstmuligheter på kort sikt kan fortsatt vurderes som gode.

8.3.1 Kapitalvekst

Veksten i egenkapital og netto driftskapital vil i det følgende analyseres ut fra fullstendige og normaliserte regnskapstall. Sistnevnte er mest relevant ved den senere fremskriving. Store svingninger i tallmaterialet glattes ut ved å anvende median.

8.3.1.1 Fullstendig egenkapitalvekst

Den fullstendige egenkapitalveksten er sammensatt av vekst gjennom overskudd og vekst gjennom netto kapitalinnskudd. Den fullstendige veksten utregnes ved formel 8.1. Tallene er presentert tabell 8.1).

$$fekv = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_t} = \frac{1 - NBU_t}{FNR_t} * \frac{FNR_t}{EK_{t-1}} = (1 - feku_t) = fekr_{t-1} \quad (8.1)$$

⁵<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/index.htm>

Tabell 8.1: Fullstendig egenkapitalvekst

	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T	Median
fekv	0,6043	0,4641	-0,1178	0,1611	0,0598	0,0561	0,1105

8.3.1.2 Normalisert egenkapitalvekst

Normalisert utdelingsforhold tidsvektes for å kompensere for store svingninger i utbytte, som vist i forrige avsnitt. Normalisert egenkapitalvekst (8.2) regnes ut på basis av medianen for utbyttegraden, eku.

Selskapets uttalte politikk for utbytte tilsier at det søker å betale mellom 30 og 50 prosent av nettoresultatet. Beregningene av normalisert utdelingsforhold, i tabell 8.2, viser at selskapets utbytteneivå befinner seg innenfor intervallet. Av veksten i egenkapital over analyseperioden på 20% betaler selskapet ut 31% gjennom utbytte.

Bransjens utbyttepolitikk varierer stort fra selskap til selskap. FMC Technologies, National Oilwell og Subsea 7 har ikke betalt utbytte i perioden. Acergy har kun betalt utbytte for de tre siste år. Derfor blir tilsvarende tall for utbytteforhold påvirket av dette; 20% eku som er 11 prosentpoeng lavere enn for Aker Solutions.

Medianen til normalisert egenkapitalveksten er bortimot lik med vel 21 og 23 prosent for henholdsvis Aker Solutions og bransjeutvalget.

$$ekv_t = (1 - eku) * ekr_t \quad (8.2)$$

Tabell 8.2: Normalisert egenkapitalvekst

	2005	2006	2007	2008	2009	Median
eku	0,0000	0,2238	0,5886	0,3453	0,3136	0,3136
ekr	0,3037	0,2998	0,3846	0,2644	0,2849	0,2998
ekv	0,2084	0,2058	0,2640	0,1815	0,1955	0,2058
ekv*	0,2239	0,2686	0,2268	0,2816	0,1185	0,2268

8.3.1.3 Normalisert vekst i netto driftskapital

Tilsvarende for egenkapital regnes ut vekst i normalisert netto driftskapital ved formel 8.3.

$$\frac{NDK_t - NDK_{t-1}}{NDK_{t-1}} = \frac{(1 - (FKD_t - UNDR_t))ndr}{NDR_t} = (1 - ndu)ndr_t \quad (8.3)$$

Tabell 8.3: Normalisert vekst i netto driftskapital

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T	Median
ndu	-2,1062	-0,2591	-0,4778	2,3647	-1,0623	0,4827	-0,3684
ndr	0,3385	0,6447	0,5941	0,2553	0,2266	0,1217	0,2969
ndv	0,4632	0,8822	0,8129	0,3493	0,3101	0,1666	0,4062
ndv*	0,3622	0,5003	0,5828	0,6014	0,2791	0,3032	0,4313

Bransjen samlet, inkludert Aker Solutions, har investert betydelige beløp i netto driftseiendeler hvilket forklarer den store veksten vist i tabell 8.3. Medianen er henholdsvis 41 og 43 prosent for henholdsvis selskapet og utvalget selskapet.

8.3.2 Resultatvekst

Tabell 8.4: Vekst i driftsinntekter

	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T	Median
div	0,5283	0,3696	0,1456	0,0051	-0,0717	-0,2283	0,0753
div*	0,4104	0,2630	0,1284	0,3887	-0,2445	-0,0504	0,1957

Vekst i brutto driftsinntekter er større for Aker Solutions enn bransjeutvalget frem mot 2008, hvor førstnevnte bare har en margil vekst i motsetning til bransjens relativt betydelige økning. Bildet snur året etter hvor selskapets nedgang er vesentlig mindre enn ellers i bransjen. Derimot er det ventet at inneværende år blir et tøffere år for Aker Solutions enn resten, hvor nedgangen øker i intensitet. Medianen viser økning henholdsvis på 7,5 og 19,6 prosent for Aker Solutions og bransjeutvalget.

8.3.3 Oppsummering

Vedvarende vekst for Aker Solutions er vurdert til 21%, to prosentpoeng under bransjeutvalget. Årsaken til dette er å finne i redusert utbytteforhold for bransjen hvor vel halvparten av utvalget

ikke betaler utbytte som politikk. Følgelig blir mer av overskuddet reinvestert i drift og dermed vil også egenkapital øke mer enn for selskapet. Netto driftseiendeler øker vel 41%, med tilsvarende differanse som for egenkapitalveksten.

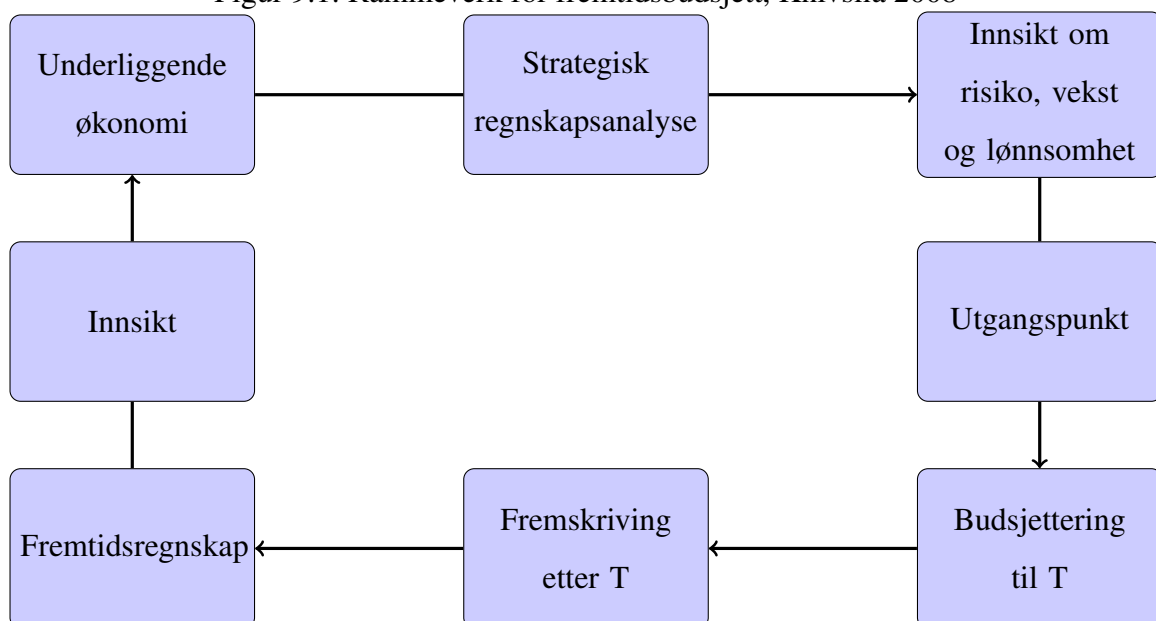
Kapittel 9

Fremtidsbudsjett

9.1 Rammeverk for fremtidsbudsjett

Sentralt i fundamental verdsettelse er selskaps fremtidige utvikling, skissert i figur 9.1, med utgangspunkt i strategisk posisjon og omgrupperte historiske regnskapstall. Budsjettet defineres ut fra de viktigste verdidrivere for selskapet, og det utarbeides deretter et fremtidsbudsjett med en gitt varighet frem til en fremoverskuende horisont hvor vekst antas å være konstant. Resultatene vil videre danne basis for fremtidige avkastningskrav og rentabiliteter slik at en kan estimere nåverdi av fremtidens egenkapital og dermed selskapet på lang sikt.

Figur 9.1: Rammeverk for fremtidsbudsjett, Knivsflå 2008



9.1.1 Valg av budsjettperiode

Fremtiden deles i to hvor det er en budsjettperiode med ulike verdidrivere og en horisont med fremskriving av noen få variable. Tidspunktet for horisonten settes skjønnsmessig etter antagelse om når selskapet er i steady state¹, en tilstand med konstant vekst på linje med makroøkonomisk vekst samt en vurdering av kvaliteten² i regnskapstallene.

Regnskapsmessig kvalitet måles etter i hvilken grad fremtidige resultatenelement er reflektert i inneværende års balanser. Et objektivt verdibasert regnskap vil inkludere alle fremtidige verdier og krever følgelig ingen budsjettering. Motsatt krever regnskap ført etter kontantprinsippet en svært lang horisont, ettersom ingen fremtidige verdier er inkludert i inneværende års balanser.

Aker Solutions melder at selskapet rapporterer etter IFRS, som søker å være et verdibasert regnskapsprinsipp. Objektiviteten i målingene kan ikke sies å være fullverdige, slik at et fremtidsbudsjett bør utarbeides. Et subjektivt verdibasert regnskap kan ha en relativt kort horisont, opp til seks år. Regnskap etter god regnskapsskikk mellom 6 og 16 år.

Aker Solutions og bransjeutvalget har hatt en betydelig vekst i både resultatregnskap og balanser, men denne har avtatt som følge av konjunkturmessige forhold som finanskrisen. Som vist i vekstanalysen er det grunn til optimisme for store deler av verdensøkonomien. Det leder til en tro på en snarlig oppgang. For å kunne hensynta dette er det ønskelig med en lenger horisont enn hva kvalitetskriteriet alene tilsier. Det forutsettes at en skjønnsmessig vurdering til 10 år er rimelig for når selskapet er i steady state.

Følgelig deles budsjettperioden inn i tre: Periode T på kort sikt fra 2011-2013. Tidspunkt M, hvor en antar at nedgang kan potensielt starte. Denne varer ut budsjettperioden til T+1 i 2021, som er tidspunktet for antatt horisont med konstant vekst.

9.1.2 Valg av budsjetteringsmodell

Budsjettet kan i ytterpunktene gjennomføres på et detaljert eller aggregert nivå. Det kan virke logisk å velge en tilnærming hvor alle finansregnskapets variable budsjetteres og fremskrives ettersom postene er like relevant for fremtiden som i fortiden. Derimot representerer fremti-

¹Daly, 1992

²Forelesningsnotater, BUS425

den et problem: usikkerhet. Det er mange fremtidige moment av betydning som vanskelig kan forutsees, hvilket taler for færre variable fremfor flere. En mer komplisert modell vil i tillegg være mer arbeidskrevende. Med utgangspunkt i en antagelse om at kompleksitet ikke nødvendigvis øker presisjonsnivået i en upresis vurdering av fremtiden velges det her å budsjettere på aggregert nivå.

Nevnte usikkerhet kan håndteres ved å budsjettere med scenario etter beste, verste og nøytralt tenkelige utfall. Arbeidsmengden dette medfører er ikke ubetydelig og vurderes som utenfor utredningens omfang. Det er derfor valgt en tilnærming hvor sensitivitetsanalyse gjennomføres i etterkant på det fremkomne verdiestimatet, for å kunne illustrere rekkevidden av over- eller undervurdering av relevante variable.

9.2 Budsjett drivere

I det følgende presenteres de ni valgte budsjett drivere, relevante formler og antagelser om fremtidig utvikling. Tabellene er delt i fire hvor trailingåret er tatt med som historisk referanse, den kortsiktige budsjettperioden fra 2011 til 2013 er presentert i sin helhet, den langsiktige budsjettperioden fra 2014 til 2020 er gjenngett annet hvert år og til slutt horisontverdien fra 2021.

9.2.1 Vekst i driftsinntekter

$$DI_t = (1 + div_t)DI_{t-1} \quad (9.1)$$

Inntektsveksten for trailingåret er negativ i betydelig grad hvor estimatet, i regnskapsanalysen, er fremkommet ved å anvende tall bare fra første kvartal. Kvaliteten på estimatet er derfor usikkert. Aker Solutions har i tillegg vunnet en rekke kontrakter i månedene etter, som igjen tyder på at selskapets kunder er i ferd med å oppheve midlertidig stans i planlagte prosjekt som følge av finanskrisen. Disse forholdene, i kombinasjon, leder til en tro på at inntektsveksten for neste år reverteres i positiv retning mot 2009-nivået. Samtidig er det budsjetter med en fortsatt økning med topp i 2012 på 7% hvor veksten ventes å avta. Begrunnelse her er at det antas at konsekvensene av finanskrisen er hentet inn. Oljeprisen er ventet å fremdeles være høy utover i budsjettperioden, men det antas at tilgang på nye felt og prosjekt vil avta og inntekter i større

grad vil komme fra utvidelse av eksisterende. Veksten er derfor budsjettert til å avta lineært mot generell makroøkonomisk vekst, som igjen blir verdien som fremskrives på horisonten.

Tabell 9.1 viser budsjettert vekst i driftsinntekter etter formel 9.1.

Tabell 9.1: Fremtidige driftsinntekter

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
div	-0,228	0,250	0,070	0,060	0,059	0,056	0,054	0,052	0,051

9.2.2 Omløpet til netto driftseiendeler

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t} \quad (9.2)$$

Tabell 9.2: Fremtidig omløp til netto driftseiendeler

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
onde	2,500	2,625	2,756	2,894	2,981	3,162	3,355	3,559	3,666

Aker Solutions har historisk vært betydelig mer effektiv i bruk av netto driftseiendeler enn bransjen. Medianen er her henholdsvis 5 og 1,5. Trenden er klart negativ, men det er antatt at denne vil snu som følge av effektiviserings tiltak selskapet er igangsatt. Inntektsveksten på sikt er budsjettert til å falle hvilket leder til en forventning om sterkere konkurranse i markedet. Det er tro på at det vil fremover bli færre nye, særlig store, prosjekt og at kampen om disse vil hardnes. For å kompensere for utviklingen i inntekter ventes en ytterligere effektivisering for selskapet og det velges å la omløpet konvergere mellom bransjen og Aker Solutions historiske snitt, men noe nærmere sistnevnte som vist i 9.2.

9.2.3 Netto driftsmargin

$$NDR_t = ndm_t * DI_t \quad (9.3)$$

Tabell 9.3: Fremtidig netto driftsmargin

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
ndm	0,042	0,049	0,056	0,064	0,061	0,055	0,050	0,045	0,043

Netto driftsresultat beregnes utifra netto driftsmargin og driftsinntekter (formel 9.3). Historisk har Aker Solutions levert betydelig lavere marginer enn bransjeutvalget, hvor medianen er beregnet til henholdsvis 4,1% og 11,8%.

På kort sikt er det antatt at kostnadsreduserende tiltak vil føre til økte marginer for selskapet. Utsiktene til hardere konkurranse fører til en tro på en generell marginnedgang i bransjen slik at Aker Solutions ikke opplever merrentabilitet. Antagelig vil marginene i bransjen samlet bevege seg i retning av hverandre, men det antas at selskapet klarer å opprettholde en kostnadsstruktur som gjør at den relative nedgangen er mindre for Aker Solutions. Det er derfor valgt å la netto driftsmargin konvergere i retning av selskapets historiske median som vist i 9.3.

9.2.4 Finansiell gjeldsdel

$$FG_t = fgd_t * NDE_t \quad (9.4)$$

Tabell 9.4: Fremtidig finansiell gjeldsdel

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
fgd	0,835	0,818	0,802	0,786	0,762	0,717	0,675	0,635	0,635

Gjennom hele perioden for regnskapsanalysen har Aker Solutions hatt en synkende finansiell gjeldsdel, som er andel gjeld av netto driftseiendeler. Virkningen på egenkapitalrentabiliteten har gått fra å være klart negativ til svakt positiv, hvilket indikerer at selskapet er tjent med å gjeldsfinansiere drift. Samtidig er selskapets gjeldsdel betydelig over tilsvarende for bransjen og det kan derfor være naturlig å tro at Aker Solutions vil aktivt søke å redusere avhengigheten av fremtidig gjeldsoptak.

Det er i 9.4 budsjettet med en lineær konvergering mot bransjens historiske snitt, hvor den på kort sikt reduseres noe svakere enn på lang sikt.

Finansiell gjeld for fremtidsregnskapet er uttrykt ved 9.4.

9.2.4.1 Finansiell eiendelsdel

$$FE_t = fed_t * NDE_t \quad (9.5)$$

Tabell 9.5: Fremtidig finansiell eiendelsdel

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
fed	0,428	0,440	0,454	0,467	0,472	0,481	0,491	0,501	0,501

Finansiell eiendelsdel historisk har vist en fallende trend i hele bransjen, men denne er relativt sterk for Aker Solutions. Selskapet har gått fra et forholdstall omkring 2,5 i 2005 til 0,428 i trailingåret. Nybygg krever en betydelig mengde kapital og parallelt med en tro på fallende gjeldsdel er det naturlig å anta at finansiell eiendelsdel vil øke. Historisk nivå i bransjen er omkring 0,5 og det er i 9.5 valgt å la eiendelsdelen for selskapet konvergere mot denne.

Formel 9.5 viser finansielle eiendeler i fremtidsbudsjettet som funksjon av produktet finansiell eiendelsdel og netto driftseiendeler.

9.2.5 Finansiell gjeldsrente

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1} \quad (9.6)$$

Netto finanskostnad beregnes, som vist i 9.6, på bakgrunn av budsjettert finansiell gjeldsrente og inngående finansiell gjeld.

Aker Solutions rapporterer etter IFRS og skal derved oppgi finansiell gjeld til virkelig verdi. Gitt velfungerende kapitalmarked vil en her kunne forutsette at fremtidig finansiell gjeldsrente er lik kravet. Denne antagelsen leder til budsjettert finansiell gjeldsrente som vist i 9.6. Selve kravet utregnes senere i 9.5.2.1.

Tabell 9.6: Fremtidig finansiell gjeldsrente

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
fgr	0,033	0,036	0,040	0,039	0,042	0,049	0,055	0,061	0,064

9.2.6 Finansiell eiendelsrente

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1} \quad (9.7)$$

Ettersom det er antatt at finansiell gjeldsrente er lik kravet vil også netto finansiell gjeldsrente tilsvare kravet og igjen tilsvarende for finansiell eiendelsrente. Formel 9.7 viser hvordan eien-

delsrenten gir netto finansinntekt i fremtidsregnskapet og tabell 9.7 hvordan den er budsjettert. Den formelle utregningen av eiendelskravet blir foretatt i 9.5.2.2.

Tabell 9.7: Fremtidig finansiell eiendelsrente

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
fer	0,031	0,036	0,038	0,040	0,041	0,045	0,049	0,053	0,055

9.2.7 Minoritetsdel

$$MI_t = mid_t * NDE_t \quad (9.8)$$

Tabell 9.8: Fremtidig minoritetsdel

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
mid	0,013	0,014	0,015	0,017	0,015	0,012	0,010	0,008	0,008

Lønnsomme datterselskap kan aktualisere overtagelse ved at en velger å kjøpe ut minoriteten for å beholde overskuddet. Omvendt vil det være opportunt å dele et eventuelt underskudd med minoriteten dersom datterselskapet er ulønnsomt.

I regnskapsanalysen er det avdekket en halvvering av minoritetsdelen over analyseperioden samtidig som rentabiliteten har gått fra å være negativ til positiv, hvilket taler for at nevnte påstand gjelder. Det er ventet at selskapet vil selge hele eller deler av forretningsområdet P&C³ og dette igjen kan føre til at minoritetsdelen på kort sikt vil øke. På lang sikt, mot horisonten, er det derimot budsjettert, som vist i 9.8, en lineær nedgang slik at minoritetsdelen konververer mot bransjens tilsvarende historiske snitt. Rasjonalet her er at en søker å investere i lønnsomme bedrifter og søke å overta selskaper helt.

Minoritetsinteressene i fremtidsregnskapet er beregnet ut fra formel 9.8.

9.2.8 Netto minoritetsrentabilitet

$$NMR = mir_t * MI_{t-1} \quad (9.9)$$

³Se 2.3.4.

Tabell 9.9: Fremtidig minoritetsrente

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
mir	0,094	0,101	0,100	0,100	0,099	0,099	0,100	0,101	0,103

Med samme begrunnelse som for finansiell gjeldsrente og eiendelsrente er det i tabell 9.9 budsjettert med minoritetsrentabilitet lik kravet, som igjen beregnes i 9.5.2.3.

Netto minoritetsresultat fremkommer ved produktet av minoritetsrentabilitet og inngående minoritetsinteresser som vist i formel 9.9.

9.3 Oppsummering av budsjett drivere

Tabell 9.10: Budsjett drivere oppsummert

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021	>2013	2013>
div	-0,228	0,250	0,070	0,060	0,059	0,056	0,054	0,052	0,051	-	-2%
onde	2,500	2,625	2,756	2,894	2,981	3,162	3,355	3,559	3,666	5%	3%
ndm	0,042	0,049	0,056	0,064	0,061	0,055	0,050	0,045	0,043	15%	-5%
fgd	0,835	0,818	0,802	0,786	0,762	0,717	0,675	0,635	0,635	-2%	-3%
fed	0,428	0,440	0,454	0,467	0,472	0,481	0,491	0,501	0,501	3%	1%
fgr	0,033	0,036	0,040	0,039	0,042	0,049	0,055	0,061	0,064	fgr=fgk	
fer	0,031	0,036	0,038	0,040	0,041	0,045	0,049	0,053	0,055	fer=fek	
mid	0,013	0,014	0,015	0,017	0,015	0,012	0,010	0,008	0,008	10%	
mir	0,094	0,101	0,100	0,100	0,099	0,099	0,100	0,101	0,103	mir=mik	

Tabell 9.3 viser oversikten over budsjett drivere og tilhørende verdier. De to siste kolonnene viser vekst i de respektive variable på henholdsvis kort og lang sikt. Verdiene for 2021 angir den vekst som er antatt og gjelde for selskapet i steady state og er fremskrevet over horisonten.

9.4 Fremtidens finansregnskap

Med budsjett drivere på plass kan en med utgangspunkt i formlene 9.1 - 9.9 beregne fremtidens finansregnskap som presenteres i det følgende.

I resultatregnskapet og kontantstrømpoppstillingen er linjene som viser unormale resultatposter tatt bort ettersom disse er forutsatt å være 0.

9.4.1 Resultatregnskap

Tabell 9.11: Fremtidig resultatregnskap

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
DI	41730	52163	55814	59163	62641	69992	77872	86283	90687
= NDR	1765	2538	3122	3806	3829	3861	3877	3876	3871
+ NFI	251	304	336	367	407	477	553	634	677
= NRS	2016	2841	3458	4173	4235	4337	4429	4510	4547
- NFK	420	597	654	644	700	797	888	975	1007
- NMR	14	25	28	31	35	30	25	22	20
= NRE	1582	2220	2776	3498	3500	3511	3515	3514	3520
- NBU	-806	1427	2082	2542	2480	2475	2472	2471	3520
= ΔEK	2389	792	694	955	1020	1036	1043	1043	0

9.4.2 Balanse

Tabell 9.12: Fremtidig sysselsatt balanse

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
NDE	19872	20251	20443	21015	21579	22678	23733	24737	24737
FE	8498	8920	9275	9821	10185	10919	11656	12394	12394
SSE	28370	29171	29719	30836	31763	33596	35390	37131	37131
EK	11534	12326	13020	13975	14995	17060	19144	21231	21231
MI	249	279	310	350	324	276	234	197	197
FG	16588	16566	16389	16510	16445	16261	16012	15703	15703
SSK	28370	29171	29719	30836	31763	33596	35390	37131	37131

9.4.3 Kontantstrøm

Tabell 9.13: Fremtidig kontantstrøm

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
NDR	1765	2538	3122	3806	3829	3861	3877	3876	3871
- ΔNDE	5796	379	193	572	564	545	522	495	0
= FKD	-4031	2159	2930	3235	3265	3316	3355	3381	3871
+ NFI	251	304	336	367	407	477	553	634	677
- ΔFE	488	422	355	545	364	368	369	368	0
= FKS	-4268	2041	2910	3056	3307	3425	3538	3647	4547
- NFK	420	597	654	644	700	797	888	975	1007
+ ΔFG	3794	-22	-177	121	-66	-100	-132	-162	0
- NMR	14	25	28	31	35	30	25	22	20
+ ΔMI	102	30	31	40	-27	-23	-20	-18	0
= FKE	-806	1427	2082	2542	2480	2475	2472	2471	3520

9.5 Fremtidskrav

Fremtidige kapitalkrav vil i det følgende bli utregnet. Det er anvendt tilsvarende metode og formler som ved beregning av historiske kapitalkrav (6.6).

9.5.1 Egenkapitalkrav

9.5.1.1 Risikofri rente

Tabell 9.14: Fremtidigsrente

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
NIBOR	0,0230	0,0259	0,0288	0,0317	0,0347	0,0405	0,0463	0,0521	0,0550
- Risikotillegg	0,0023	0,0026	0,0029	0,0032	0,0035	0,0040	0,0046	0,0052	0,0055
= r_f før skatt	0,0207	0,0233	0,0260	0,0286	0,0312	0,0364	0,0417	0,0469	0,0495
= r_f etter skatt	0,0149	0,0168	0,0187	0,0206	0,0225	0,0262	0,0300	0,0338	0,0356

Utgangspunktet for risikofri rente i regnskapsanalysen er 3 måneder NIBOR etter skatt, men fratrukket risikopremie. De siste 10 år har NIBOR-renten vært i gjennomsnitt 4,1%. Utvides horisonten til å inkludere snittet for 1990-tallet blir snittet 6,3%, som det antas å være et mer representabelt rentenivå i fremtiden enn det første. Begrunnelsen for for dette det historisk lave rentenivået som ble observert etter årtusenskiftet og det antas at kommende tiår vil innebære et høyere generelt rentenivå.

Statistisk sentralbyrå venter fortsatt lave renter på kort sikt og for å hensynta dette, er det valgt å la risikofri rente konvergere mellom de nevnte snittestimater med mindre vekt på siste 10 år. Renten risikofri rente beregnes fra konvergerer derfor mot 5,5% på horisonten.

9.5.1.2 Risikopremie

Forelesere ved NHH opererer med markedspremie for 2005 på mellom 5% og 6,5%⁴. I regnskapsanalysen ble det anvendt en premie ned mot 4,3% hvilket antas å være for lavt på lang sikt. Markedets risikopremie er for fremtiden satt til 5%.

⁴5%: Thore Johnsen, FIE432 - 6,5% Kjell H. Knivsflå, BUS424

9.5.1.3 Betaverdi

Beta til egenkapital er estimert med utgangspunkt i historiske tall frem til inneværende år. I 11.1.6 ble denne estimert til $\beta_{EK} = 1,292$ og denne danner utgangspunktet for beregning av fremtidig egenkapitalbeta. Antagelsen her er, som i regnskapsanalysen, at beta til netto driftskapital er konstant slik at en kan bruke egenkapital og minoritetsinteresser som andel av netto driftskapital for å beregne egenkapitalbeta. Utregningen er vist i tabell 9.15.

Tabell 9.15: Fremtidsbeta

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
β_{EK}	1.2915	1.2302	1.1744	1.1233	1.0786	1.0017	0.9378	0.8840	0.8840
$\frac{EK+MI}{NDK}$	0.5929	0.6224	0.6520	0.6817	0.7099	0.7644	0.8165	0.8662	0.8662
β_{NDK}	0.7657	0.7657	0.7657	0.7657	0.7657	0.7657	0.7657	0.7657	0.7657

For å kunne beregne finansielle krav er det behov for å finne finansiell eiendels- og gjeldsbeta. Det er i beregningen, vist i tabell 9.16, forutsatt at β_{NFG} er lik null. Ved å anvende beta til finansielle eiendeler for 2010T og forutsette at denne er konstant i fremtiden, fremkommer beta til finansiell gjeld residualt.

Tabell 9.16: Femtidsbeta til netto finansiell gjeld

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
β_{FG}	0.1943	0.2042	0.2146	0.2256	0.2349	0.2546	0.2761	0.2993	0.2993
* $\frac{FG}{NFG}$	2.0505	2.1667	2.3038	2.4680	2.6270	3.0439	3.6764	4.7454	4.7454
- β_{FE}	0.3792	0.3792	0.3792	0.3792	0.3792	0.3792	0.3792	0.3792	0.3792
* $\frac{FE}{NFG}$	1.0505	1.1667	1.3038	1.4680	1.6270	2.0439	2.6764	3.7454	3.7454
= β_{NFG}	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

9.5.1.4 Krav til egenkapital

I regnskapsanalysen var illikviditetspremien satt til 2% som følge av en stor minoritetseier, Aker Holding med 40% av aksjene. Holdingselskapet er igjen deleid av Den Norske Stat med en andel på 30%. Politisk er det uttalt at eierskapet er langsiktig. Det er ikke vurdert som sannsynlig at grunnlaget for premien vil endres i overskuende fremtid og den er derfor opprettholdt.

Utbytteskatten er fremskrevet til samme nivå som i regnskapsanalysen.

Egenkapitalkravet for fremtiden er beregnet på samme måte som i regnskapsanalysen og resultatene er presentert i 9.17.

Tabell 9.17: Fremtidig egenkapitalkrav

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
NIBOR	0.0230	0.0259	0.0288	0.0317	0.0347	0.0405	0.0463	0.0521	0.0550
- 10%	0.0023	0.0026	0.0029	0.0032	0.0035	0.0040	0.0046	0.0052	0.0055
= r_f f.sk.	0.0207	0.0233	0.0260	0.0286	0.0312	0.0364	0.0417	0.0469	0.0495
= r_f e.sk.	0.0149	0.0168	0.0187	0.0206	0.0225	0.0262	0.0300	0.0338	0.0356
+ β_{EK}	1.2915	1.2302	1.1744	1.1233	1.0786	1.0017	0.9378	0.8840	0.8840
* mrp	0.0433	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500
+ ill.p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
= ekk f.eus	0.0709	0.0783	0.0774	0.0767	0.0764	0.0763	0.0769	0.0780	0.0798
/ 1-eus	0.9700	0.9700	0.9700	0.9700	0.9700	0.9700	0.9700	0.9700	0.9700
= ekk	0,0731	0,0807	0,0798	0,0791	0,0787	0,0787	0,0793	0,0804	0.0823

9.5.2 Finansielle krav

9.5.2.1 Krav til finansiell gjeld

Fremtidens kredittrisikofaktor er beregnet på syntetisk rating, men i motsetning til regnskapsanalysens fire variable er det her bare anvendt karakterer for egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Førstnevnte er B for trailingåret og første fremskrivingsår, men holder seg innenfor BB-intervallet i resten av perioden. Karakteren for netto driftsrentabilitet er tilsvarende BBB i 2010 og -11 og A resten. I gjennomsnitt gir dette en rating til fremtidsperioden à BB og BBB som igjen gir en kredittrisikofaktor på henholdsvis 0,6 og 0,4.

Kreditrisikopremien er, som i regnskapsanalysen, produktet av risikofri rente etter skatt og kredittrisikofatoren.

Tabell 9.18 viser gjeldskravet i fremtiden.

Tabell 9.18: Finansielt gjeldskrav i fremtiden

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
r_f	0,0149	0,0168	0,0187	0,0206	0,0225	0,0262	0,0300	0,0338	0,0356
+ r_m	0,0433	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500
* β_{FG}	0,1943	0,2042	0,2146	0,2256	0,2349	0,2546	0,2761	0,2993	0,2993
+ krp	0,0095	0,0090	0,0101	0,0075	0,0082	0,0097	0,0112	0,0127	0,0135
= fgk	0,0329	0,0360	0,0395	0,0393	0,0424	0,0487	0,0550	0,0615	0,0641

9.5.2.2 Krav til finansielle eiendeler

Tabell 9.19: Finansielt eiendelskrav i fremtiden

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
r_f	0,0149	0,0168	0,0187	0,0206	0,0225	0,0262	0,0300	0,0338	0,0356
+ r_m	0,0433	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500
* β_{FE}	0,3792	0,3792	0,3792	0,3792	0,3792	0,3792	0,3792	0,3792	0,3792
= fek	0,0314	0,0358	0,0376	0,0395	0,0414	0,0452	0,0490	0,0527	0,0546

Den antatt konstante beta til finansielle eiendeler er utgangspunkt for beregning av finansielt eiendelskrav i tabell 9.19. Netto finansielt gjeldskrav kan så beregnes som vist i tabell 9.20.

Tabell 9.20: Netto finansielt gjeldskrav i fremtiden

	2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
fgk	0,0329	0,0360	0,0395	0,0393	0,0424	0,0487	0,0550	0,0615	0,0641
* $\frac{FG}{NFG}$	2,0505	2,1667	2,3038	2,4680	2,6270	3,0439	3,6764	4,7454	4,7454
- fek	0,0314	0,0358	0,0376	0,0395	0,0414	0,0452	0,0490	0,0527	0,0546
* $\frac{FE}{NFG}$	1,0505	1,1667	1,3038	1,4680	1,6270	2,0439	2,6764	3,7454	3,7454
= nfgk	0,0345	0,0362	0,0419	0,0390	0,0441	0,0559	0,0713	0,0943	0,0997

9.5.2.3 Krav til minoritetsinteresser

Kravet til minoritetsinteresser er siste variabel før netto driftskapitalkrav kan beregnes. Illikviditetspremien er også her antatt uendret i forhold til regnskapsanalysen i likhet med tidligere

Tabell 9.21: Krav til minoritetsinteresser i fremtiden

		2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
=	ekk	0,0709	0,0783	0,0774	0,0767	0,0764	0,0763	0,0769	0,0780	0,0798
+	min.ill.premie	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
/	1-eus	0,9700	0,9700	0,9700	0,9700	0,9700	0,9700	0,9700	0,9700	0,9700
=	mik	0,0937	0,1014	0,1004	0,0997	0,0994	0,0993	0,0999	0,1010	0,1029

nevnte utbytteskatt i fremtiden. Resultatene for minoritetskravet fremkommer i 9.21 som igjen leder til netto driftskapitalkravet vist i 9.22.

9.5.3 Netto driftskapitalkrav

Tabell 9.22: Netto driftskapitalkrav i fremtiden

		2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
	ekk	0,0731	0,0807	0,0798	0,0791	0,0787	0,0787	0,0793	0,0804	0,0823
*	$\frac{EK}{NDK}$	0,5804	0,6087	0,6369	0,6650	0,6949	0,7523	0,8066	0,8583	0,8583
+	mik	0,0937	0,1014	0,1004	0,0997	0,0994	0,0993	0,0999	0,1010	0,1029
*	$\frac{MI}{NDK}$	0,0125	0,0138	0,0151	0,0167	0,0150	0,0121	0,0098	0,0080	0,0080
+	nfgk	0,0362	0,0362	0,0419	0,0390	0,0441	0,0559	0,0713	0,0943	0,0997
*	$\frac{NFG}{NDK}$	0,4071	0,3776	0,3480	0,3183	0,2901	0,2356	0,1835	0,1338	0,1338
=	ndk	0,0583	0,0642	0,0669	0,0667	0,0690	0,0735	0,0780	0,0824	0,0848

9.5.4 Fremtidsrentabilitet

Tabell 9.23: Superrentabilitet i fremtiden

		2010T	2011	2012	2013	2014	2016	2018	2020	2021
	ekr	0,1730	0,1924	0,2252	0,2686	0,2504	0,2191	0,1942	0,1740	0,1658
-	ekk	0,0731	0,0807	0,0798	0,0791	0,0787	0,0787	0,0793	0,0804	0,0823
=	Ekr-ekk	0,0999	0,1117	0,1454	0,1895	0,1717	0,1404	0,1149	0,0937	0,0835

Aker Solutions klarer å opprettholde en viss superrentabilitet i fremtiden til tross for budsjettert hardere konkurranse. Tabellen (9.23 viser en stigende trend på kort sikt med merrentabilitet

på linje mot tilsvarende historiske verdier. På lang sikt, mot horisonten, forsvinner mer enn halvparten av rentabiliteten og selskapet har en lønnsomhet marginalt lavere enn i skrivende stund.

Referansetallet for egenkapitalrentabilitet i trailingåret er noe høyere enn tilsvarende vist til i regnskapsanalysen. Differansen skyldes at det her er beregnet rentabilitet av utgående verdier fremfor regnskapsanalysens gjennomsnittskapital.

Kapittel 10

Fundamental verdsettelse

10.1 Rammeverk

Nest siste trinn i fundamental verdsettelse er beregningen av verdiestimatet basert på kapitaler og resultater som fremkom i fremtidsbudsjettet. I følge Penman er det kan egenkapitalen verdsettes både direkte og indirekte. Den indirekte metoden innebærer å ta utgangspunkt i enten netto driftskapital eller sysselsatt kapital fratrukket netto finansiell gjeld og eventuelle minoritetsinteresser.

Metodene vil gi samme resultat dersom vektene i avkastningskravene er basert på virkelige verdier. Ved innslag, helt eller delvis, av budsjetterte verdier, vil metodene gi et avvikende resultat og det er følgelig behov for en konvergering.

Direkte og indirekte verdsettelse har begge fire like modeller basert på enten kontantstrøm eller regnskap. I førstnevnte gruppe er egenkapitalen beregnet ved diskontering av forventet netto betalt utbytte i den ene, og diskontering av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen i den andre. Begge kontantstrømmer vil her være like ettersom netto betalt utbytte for fremtiden er forutsatt å være lik fri kontantstrøm til egenkapitalen. De to regnskapsbaserte modellene er derimot ulike: I Superprofittmodellen brukes nåverdien av diskontert resultat utover kravet. Superprofittvekstmodellen beregnes ut fra kapitalisert nåverdi av neste års egenkapital pluss veksten i superprofitt til fremtidig egenkapital.

Utredningens siktemål er investororientert analyse. I dette perspektivet er superprofittvekstmodellen mindre relevant, ettersom den primært gir et godt bilde på forholdet mellom pris og

fortjeneste, men ikke verdiskaping fra drift. Av denne årsak vil det beregnes verdiesimat med utgangspunkt i direkte og indirekte metode, og modeller av fri kontantstrøm og superprofitt.

10.1.1 Egenkapitalmetoden

10.1.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Fremtidig kontantstrøm til egenkapitalen diskonteres med fremtidig egenkapitalkrav og det beregnes sum nåverdi i budsjettperioden som vist i formel 10.1. Det forutsettes konstant vekst fra horisontleddet. Verdsettelsesmetoden angir egenkapitalverdi til 35316 millioner kroner, som igjen verdsetter selskapets aksjer til 128,89 kroner i tabell 10.1.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1+ekk_1)\dots(1+ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1+ekk_1)\dots(1+ekk_T)(ekk_{T+1}-ekv_{T+1})} \quad (10.1)$$

10.1.1.2 Superprofitt til egenkapitalen

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t)(EK_{t-1})}{(1+ekk_1)\dots(1+ekk_t)} + \frac{(ekr_{T+1} - ekk_{T+1})(EK_T)}{(1+ekk_1)\dots(1+ekk_T)(ekk_{T+1}-ekv_{T+1})} \quad (10.2)$$

Inngående egenkapital tillegges diskontert differanse mellom netto resultatet til egenkapitalen og forventet verdi basert i kravet. Formel 10.2 viser sammenhengen.

Egenkapitalestimatet i tabell 10.2 er 35316, samme verdi som er fremkommet ved beregning av fri kontantstrøm til egenkapital.

10.1.2 Totalkapitalmetoden

10.1.2.1 Fri kontantstrøm fra drift

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1+ndk_1)\dots(1+ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1+ndk_1)\dots(1+ndk_T)(ndk_{T+1}-ndv_{T+1})} - NFG_0 - MI_0 \quad (10.3)$$

Totalkapitalmetoden skiller seg fra egenkapitalmetoden ved kapitalbasen er netto driftskapital og resultatet elementet fri kontantstrøm fra drift. Netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser i tidpunkt 0 trekkes fra slik at en får estimert virkelig verdi egenkapital. Formel 10.3 viser sammenhengen og tabell 10.3 tallfester estimatet til 132,03 kroner. Egenkapitalverdien er 36177 millioner kroner.

10.1.2.2 Superprofitt fra drift

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk_t)(NDK_{t-1})}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr_{T+1} - ndk_{T+1})(NDK_T)}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_T)(ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0 - MI_0 \quad (10.4)$$

Superprofittmodellen etter totalkapitalmetoden trekker også her fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser, som vist i formel 10.4. Tabell 10.4 viser at estimatet til egenkapital, og dermed aksjeverdi, er likt tilsvarende kontantsrøm-modell.

10.2 Initielt verdiestimat

Metodene gir henholdsvis estimer på 129 og 132 kroner. Differansen medfører behov for konvergering.

10.3 Konvergering

Avkastningskrav er vektet på delvis budsjetterte verdier og differanse i verdiestimatene er derfor forventet. For å få ett estimat benyttes en trinnvis konvergering som beskrevet. Finansielle kapitaler og resultater, herunder minoritetsinteresser og -resultat, behøver ikke å endres ettersom disse størrelsene allerede er ført til virkelig verdi:

- 1) EK_0 endres til gjennomsnittet av de to egenkapitalestimatene.
- 2) NDK_0 justeres med differansen mellom verdibasert og budsjettert egenkapital.
- 3) NDR_1 blir produktet av kravet og inngående netto driftskapital. Dette gir igjen ΔNDE_1 lik netto driftsresultat fratrukket fri kontantstrøm fra drift.

- 4) NDE_1 er lik ingående verdi minus endring i netto driftseiendeler.
- 5) EK_1 settes til balanseført egenkapital pluss endring i netto driftseiendeler.
- 6) Revaluere avkastningskrav med utgangspunkt i virkelig verdi for egenkapital og netto driftskapital.
- 7) Verdsettelsen gjennomføres på ny med samme metode og modellvalg, men nye oppdaterte resultat, kapital og avkastningskrav.

Ved å gjennomføre listen punktvis oppnås det et felles estimat på første treff. Det nye verdiestimateret verdsetter Akers Solutions egenkapital til 130,46 kroner.

Tabell 10.1: Fri kontantstrøm til egenkapital

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FKE	1427	2082	2542	2480	2477	2475	2473	2472	2471	2471	3520
/ 1+ekk	1,081	1,167	1,259	1,358	1,465	1,581	1,705	1,840	1,987	2,147	2,324
= Nåverdi	1321	1784	2019	1825	1691	1566	1450	1343	1243	1151	1515
Nåverdi budsjettperiode	16909										
+ Nåverdi horisontverdi	18407										42770
Egenkapitalverdi	35316										
/ Aksjer (mill)	274										
= Verdiestimant	128,8914										

Tabell 10.2: Superprofitt til egenkapitalen

	2010T	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
E_{k_t-1}	11534											
NRE		2220	2776	3498	3500	3507	3511	3514	3515	3515	3514	3520
- ekk		0,081	0,080	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,080	0,080	0,082
* E_{k_t-1}		11534	12326	13020	13975	14995	16024	17060	18101	19144	20188	21231
= SPE		1288	1792	2467	2399	2328	2251	2168	2081	1988	1891	1773
/ 1+ekkk		1,081	1,167	1,259	1,358	1,465	1,581	1,705	1,840	1,987	2,147	2,324
= Nåverdi		1192	1536	1959	1766	1589	1424	1271	1131	1000	881	763
Nåverdi budsjettperiode	14513											
+ Nåverdi horisontverdi	9270											21539
= Egenkapitalverdi	35316											
/ Aksjer (mill)	274											
= Verdiestimat	128,8914											

Tabell 10.3: Fri kontantstrøm til netto driftskapital

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FKD	2159	2930	3235	3265	3292	3316	3337	3355	3370	3381	3871
/ (1+ndk)	1,064	1,135	1,211	1,295	1,387	1,489	1,602	1,727	1,865	2,019	2,190
= Nåverdi	2029	2580	2671	2522	2374	2227	2083	1943	1806	1675	1767
Nåverdi budsjettperiode	23676										
Horisontverdi	20840										20840
Driftskapitalverdi	44516										
- Netto finansiell gjeld	8089										
- Minoritetsinteresser	249										
= Egenkapitalverdi	36177										
/ Aksjer (mill)	274										
= Verdiestimat	132,0344										

Tabell 10.4: Superprofitt til netto driftskapital

	2010T	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NDK_t-1	19872											
NDR		2538	3122	3806	3829	3847	3861	3871	3877	3878	3876	3871
- ndk		0,064	0,067	0,067	0,069	0,071	0,074	0,076	0,078	0,080	0,082	0,085
* IB NDK		19872	20251	20443	21015	21579	22133	22678	23211	23733	24242	24737
= SPD		1262	1767	2443	2379	2308	2233	2152	2066	1975	1879	1773
/ 1+ndk		1,064	1,135	1,211	1,295	1,387	1,489	1,602	1,727	1,865	2,019	2,190
= Nåverdi		1186	1556	2017	1837	1664	1500	1343	1196	1059	931	809
Nåverdi budsjettperiode	15098											
- Nåverdi horisontverdi	9545											9545
Driftskapitalverdi	44516											
- Netto finansiell gjeld	8089											
- Minoritetsinteresser	249											
= Egenkapitalverdi	36177											
/ Aksjer (mill)	274											
= Verdiestimater	132,0344											

Kapittel 11

Usikkerhet i verdiestimatet

11.1 Sensitivitetsanalyse

Fremtidsbudsjettet baserer seg på en rekke variable som er av usikker karakter. For å illustrere rekkevidden av denne usikkerheten vil det i det følgende bli gjennomført en sensitivitetsanalyse hvor variabler endres i intervallet $\pm 40\%$ i første og siste år i fremtidsbudsjettet.

11.1.1 Driftsinntekter

I fremtidsbudsjettet er det budsjettet med en samlet vekst på over 70% i driftsinntekter med en 25% økning første år og en etterhvert gradvis reduksjon til 5% på horisonten.

Tabell 11.1 viser verdiestimatet ved prosentvis endring av vekst i driftsinntekter henholdsvis i 2011 og 2021. Variablene er endret separat. På kort sikt endres estimatet lineært hvor 40% reduksjon i årets driftsinntekter innebærer 8% reduksjon i det konvergente verdiestimatet. Motsatt fall øker verdiestimatet med samme 8% når driftsinntektene øker tilsvarende.

Bildet endres når en justerer veksten i driftsinntektene på horisonten. Ved kraftig nedgang justeres estimatet noe ned, men når driftsinntektene vokser mot egenkapitalkravet, øker verdiestimatet tilnærmet eksponensielt; fra -1% ved 40% reduksjon og gradvis opp til +1% ved 10% økning, til 8% ved 40%.

Omløpet til netto driftseiendeler er budsjettet til 2,625 i første budsjetteringsår og 3,666 på horisonten. Trenden historisk har vært en klar, men variabel, nedgang fra relativt høye verdier,

Tabell 11.1: Endringer i inntektsrelaterte variable i 2011

	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
div 2011	120,03	122,64	125,24	127,85	130,46	133,07	135,68	138,29	140,90
div 2021	128,95	129,33	129,70	130,08	130,46	131,74	133,17	135,99	141,30

godt over 10, til 2,5 i 2010T. Følgelig er det vanskelig å estimere utviklingen og det er naturlig å analysere virkningen av å endre onde tilsvarende som for driftsinntekter.

Tabell 11.2 viser konsekvensene ved å undervurdere omløpet til netto driftseiendeler. Bransjens gjennomsnittlige historiske onde er 1,52 og marginalt høyere enn 40% reduksjon i det budsjetterte 2,5. Verdiestimatet reduseres her til 103,28 kroner eller med nesten 21%. Økes kortsiktig omløp tilsvarende stiger verdiestimatet med nær 9% til 142,11.

Ved å øke forholdstallet på horisonten, stiger onde til Aker Solutions historiske gjennomsnitt. Her er verdiestimatet økt med 10% til 143,04 kroner. Reduksjonen ved lavere omløp på lang sikt er estimert til 101,12 kroner - en nedgang på vel 22%.

Tallene avslører at verdiestimatet endres raskere ved undervurdering av omløp til netto driftseiendeler enn omvendt.

Omløpet til netto driftseiendeler har driftsinntekter som variabel i formelen (se 9.2. Beregningene her er foretatt ved at driftsinntektene er forutsatt konstant, slik at endring i omløp i praksis blir endring i netto driftseiendeler.

11.1.2 Omløpet til netto driftseiendeler

Tabell 11.2: Endringer i inntektsrelaterte variable i 2021

	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
onde 2011	103,28	112,99	120,27	125,93	130,46	134,17	137,26	139,87	142,11
onde 2021	101,12	111,60	119,46	125,57	130,46	134,47	137,80	140,62	143,04

11.1.3 Netto driftsmargin

Aker Solutions har en historisk lavere netto driftsmargin enn bransjen samlet. Det er i budsjettet anslått en svak vekst opp i retning av bransjeutvalgets snitt med topp i 2013 og så en svak, lineær,

reduksjon til selskapets tilsvarende snitt mot horisonten. Tabell 11.3 viser implikasjonene av å feilvurdere fremtidig netto driftsmargin.

Lineær endring av måltallet fører til en lineær endring i verdiestimat med $\pm 53\%$ som resultat ved justering av netto driftsmargin i 2011. Endres ndm på horisonten er effekten også her lineær, men differansen er mindre med $\pm 25\%$. Følgelig kan en trekke den konklusjon at det er viktigere for verdiestimatet å treffe riktig netto driftsmargin på kort enn lang sikt.

Tabell 11.3: Endringer i inntektsrelaterte variable i 2021

	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
ndm 2011	61,97	79,09	96,22	113,34	130,46	147,59	164,71	181,83	198,96
ndm 2021	97,97	106,10	114,22	122,34	130,46	138,59	146,71	154,83	162,95

11.1.4 Risikofri rente

Risikofri rente i fremtiden er i budsjettet med utgangspunkt i renten for 2010T og lineært fremskrevet til 2021. I beregningen av det opprinnelige verdiestimatet er målet for fremskrivingen antatt å være 5,5 prosent, som igjen gir en gjennomsnittlig årsrente for perioden samlet à 4,05% (\bar{r}_f). Den implisitte antagelsen om at rentenivået vil holde seg lavt en periode fremover støttes av SSB, men den videre utviklingen er høyst usikker. Derfor vil det bli foretatt målinger hvor risikofri rente på horisonten konvergerer mot ulike nivå for å måle hvordan verdiestimatet påvirkes.

Av tabellen 11.4 er det vist de ulike verdiestimatene for en $\pm 40\%$ endring i rente. Ved fremtidig rentenivå på 3,3% reduseres den gjennomsnittlige renten med omlag 30% og verdiestimatet øker med 24% til 161,70 kroner. Motsatt vil fremtidig rente à 5,25% føre til en tilsvarende 30% økning i gjennomsnittlig rente, men verdiestimatet synker bare med 16% til 109,30 kroner. Konklusjonen her er at konsekvensene for verdiestimatet ved å sette en for høye rente i fremtiden, slik den er implementert i modellen, vil det bommes mindre enn tilsvarende for lavt budsjettet rentenivå.

Ved en $\pm 10\%$ endring i rentenivå på horisonten vil estimatet endres omtrent ∓ 6 kroner.

Risikofri rente påvirker kredittrisikopremien ved at lavere rentenivå kan tenkes å redusere premien på sikt. Det er ikke modellert noen slik sammenheng mellom de to variablene og dette er

følgelig ikke hensyntatt.

Tabell 11.4: Endringer i langsiktig rentenivå

	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
\bar{r}_f	0,0285	0,0315	0,0345	0,0375	0,0405	0,0435	0,0465	0,0495	0,0525
r_f 2021	0,0330	0,0385	0,0440	0,0495	0,0550	0,0605	0,0660	0,0715	0,0770
VEK_0	161,70	152,56	144,41	137,08	130,46	124,45	118,96	113,93	109,30

Tabell 11.5 illustrerer effektene av å tilsvarende endre renten budsjettert for 2011. En ser her at endres verdiestimatet i samme retning ettersom den risikofrie renten er en komponent i egenkapitalkravet og dermed diskonteringsrenten anvendt ved verdsettelse. Ettersom inngangsverdien er endret og horisontverdien uendret, så vil også gjennomsnittrenten endres noe, men mindre enn observert i tabell 11.4.

Verdiestimatet reduseres med 12% til 114,70 kroner og øker med omlag 15% til 149,55 kroner ved en $\pm 40\%$ endring i inngangsverdi for risikofri rente i budsjettperioden.

Tabell 11.5: Endringer i kortsiktig rentenivå

	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
\bar{r}_f	0,030	0,330	0,035	0,038	0,040	0,043	0,046	0,048	0,051
VEK_0	149,55	144,43	139,54	134,89	130,46	126,25	122,22	118,38	114,70

11.1.5 Markedets risikopremie

Tabell 11.6: Endringer i markedets risikopremie

	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
mrp 2011	143,93	140,42	137,01	133,69	130,46	127,33	124,27	121,30	118,41
mrp 2021	158,70	150,36	142,99	136,39	130,46	125,10	120,23	115,78	111,69

Dette er en usikker størrelse basert på en rekke antagelser. Som tidligere nevnt er det ulik faglig oppfatning i nivået for en rimelig risikopremie. Av de to estimatene som det opereres med ved NHH er det laveste valgt. Differansen er innenfor siktemålet for sensitivitetsanalysen¹.

¹(6,5/5,0)-1=30%

Tabell 11.6 viser verdiene av Aker Solutions ved endring av markedspremie i starten av budsjettperioden, hvor den da konvergerer mot 5% i horisonten (VEK_0 2011) og endring i markedspremie i horisonten hvor den tilsvarende konvergerer fra inngangsverdien (VEK_0 2021). Dette er gjort for å få en tilsvarende beregning som ved sensitivitetsanalyse for rentenivå. Reduksjon i premie med 40% innebærer økning i verdiestimatet med 10% (22%) på kort (lang) sikt. Tilsvarende fører en økning i premie en reduksjon i estimatet med 9% (14%) på kort (lang) sikt. Effekten blir dermed størst ved endring på lang sikt hvor særlig en lavere premie har større betydning for verdiestimatet.

11.1.6 Netto driftskapitalbeta

Tabell 11.7: Endringer i netto driftskapitalbeta

	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
β_{NDK}	0,459	0,536	0,613	0,689	0,766	0,842	0,919	0,995	1,072
VEK_0	175,35	161,98	150,21	139,77	130,46	122,11	114,58	107,76	101,56

Beta for netto driftskapital er beregnet med utgangspunkt i estimert beta for egenkapital fra regnskapsanalysen i 6.6.1.3) og brukt videre ved fremskrivingen fra fremtidsbudsjettet (9.5.1.3). Estimater er en usikker størrelse og for å kompensere for dette er det i tabell 11.7 tatt utgangspunkt i ulike verdier for betaen til netto driftskapital etter samme mønster som de andre variablene i sensitivitetsanalysen.

Resultatene viser at en 40% reduksjon i betaverdi, og dermed lavere systematisk risiko, fører til et verdiestimat på 175,35 kroner - en økning på omlag 34%. Tilsvarende økning i betaverdi øker risiko, og verdiestimatet reduseres med vel 22% til 101,56 kroner. En ser at undervurdering av egenkapitalbeta, og dermed beta til netto driftskapital, leder til en større verdiestimatøkning enn tilsvarende undervurdering reduserer.

11.2 Oppsummering

Resultatene fra sensitivitetsanalysen er oppsummert i tabell 11.8. Ser en bort fra de store utslagene for netto driftsmargin på kort sikt er det endring i variablene på horisonten som påvirker

estimatet mest. Oversikten viser også at verdiestimatet er generelt mindre følsomt enn endring i beslutningsvariabel, ettersom prosentvis endring blir under intervallet for sensitivitetsanalysen.

Fundamental verdsettelse vil lede avslutte med en handlingsstrategi hvor det fastsettes et intervall for aksjekurs. Verdier over og under dette vil lede til en henholdsvis kjøps- og salgsanbefaling. Det kan være naturlig å la størrelsen på intervallet bestemmes ut fra usikkerheten og en skjønnsmessig vurdering leder til et intervall i området $\pm 10\%$. Aksjekurs under leder til kjøpsanbefaling og over anbefales salg. Kurs i intervallet vil være naturlig å holde.

Tabell 11.8: Oppsummering av sensitivitetsanalyse

	-40%	40%	-40%	40%
	Kort sikt		Lang sikt	
div	-8,00%	8,00%	-1,16%	8,31%
onde	-22,493%	9,64%	-23,65%	10,14%
ndm	-52,50%	52,50%	-24,90%	24,90%
r_f	14,65%	-12,08%	23,94%	-16,22%
mrp	10,32%	-9,24%	21,64%	-14,39%
β_{NDK}	34,41%	-22,16%	34,41%	-22,16%

Kapittel 12

Konklusjon

12.1 Oppsummering

Aker Solutions er et stort norsk industrikonsern med gode resultater. Den strategiske analysen av selskapet viste potensiale for rentabilitet utover kravet på kort og mellomlang sikt, men hvor økt konkurranse aktørene i mellom ville redusere denne på lang sikt. Regnskapsanalysen bekreftet en god lønnsomhet i selskapet med tidvis superprofitt sammenlignet med bransjeutvalget. Aker Solutions fremstår som noe mindre solid enn hva som er representativt for bransjen, men ikke i tilstrekkelig grad til at det vekker uro. Konkurransansynligheten er vurdert som tilstrekkelig liten at fremskriving av regnskapet er relevant.

Innsikten fra de to hovedanalysene har igjen dannet grunnlag for en kvalifisert vurdering av fremtiden, slik at resultatelement, balansestørrelser og tilhørende krav har kunnet blitt beregnet og et rimelig verdierestimert fremkommet. Selskapets egenkapital, med de forutsetninger om fremtiden som er gjort, er idag verdt 35-36 milliarder avhengig av hvilken metode som er anvendt. Verdierestimert per aksje etter egenkapitalmetoden gav 128,89 kroner og totalkapitalmetoden 133,13 kroner. Differansen i målemetodene ble håndtert ved å revaluere selskapet med utgangspunkt i gjennomsnittlig egenkapital, som igjen gav et konvergent verdierestimert på 130,46 kroner.

12.2 Handling

Formålet med fundamental verdsettelse er å kvalitativt vurdere verdien av et selskap basert på tilstanden idag og antagelser om fremtiden. En rekke verdirelevante antagelser ligger til grunn for verdsettelsen og disse ble analysert i sensitivtetsanalysen for å illustrere i hvilken retning justering av fortsetningene tar. På bakgrunn av funn i sensitivtetsanalysen anbefales et handlingsrom på $\pm 10\%$. Dette impliserer at for kurs i intervallet 117,41 til 143,51, anbefales det holde på aksjen. Verdiendring til over øvre grense leder til salgsanbefaling. Dagens aksjekurs er i skrivende stund 87,05 kroner¹ og det er en betydelig avstand opp til nedre grense. Det gis derved en en klar **kjøpsanbefaling**.

¹Oslo Børs, 17. juni

Kilder

Faglitteratur

- Bodie, Zvi, Kane, Alex & Marcus, Alan J., (2005): "Investments", 6. utg., McGraw-Hill/Irwin
- Brealey, R.A., S.C. Myers and F. Allen., (2006): "Principles of Corporate Finance", 8 utg., McGraw-Hill
- Burda M.C. & Wyplosz C., (2001): "Macroeconomics", 3. utg., Oxford University Press
- Daly, Herman E. (1992): "Steady-state economics", 2. utg., Earthscan Publications Ltd
- Gjesdal, F., Kvaal E., & Kvifte S.S, (2006): "Internasjonale regnskapsstandarder", 1. utg., Cappelen Akademisk Forlag
- Hill, Charles W.L. and Jones, Gareth, R. (2001): "Strategic Management Theory", 5. utg., Houghton Mifflin Company
- Johnsen, A. & Kvaal, E., (2004): "Regnskapsloven", 3 utg., Cappelen Akademisk Forlag
- Pennman, S. H., (2003): "Financial statement Analysis and Security Valuation", 2. utg., McGraw-Hill.
- Palepu, Krishna G., Healy, Paul M. and Bernard, Victor L. (2004): "Business Analysis & Valuation – Using Financial Statements" 3. utg., Thomson/South Western Mason

Forelesningsnotater

- Knivsflå, Kjell H. (2008): Forelesningsnotater – BUS424 Strategisk rekneskapsanalyse
- Knivsflå, Kjell H. (2009): Forelesningsnotater – BUS425 Regnskapsanalyse og verdsettelse

Internett

Alle nettbaserte kildehenvisninger er sjekket 17. juni 2010.

- Norges Bank - <http://www.norges-bank.no>
- Statistisk sentralbyrå, konjunkturtrender - <http://www.ssb.no/kt>
- NYSE Euronext - <http://www.euronext.com/>
- New York Stock Exchange - <http://www.nymex.com>
- Oslo Børs - <http://www.oslobors.no>
- NYMEX Crude Futures - <http://mazamascience.com/Energy/nymexfutures/>
- International Monetary Fund, World Economic Outlook - April 2010 - <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/index.htm>
- Forecasting Supply and Demand up to 2030, Melbourne, Australia - 22 February 2005
<http://omrpublic.iea.org/presentations.asp>
- Pacifica Partners Capital Management - <http://network.nationalpost.com/np/blogs/fpmagazinedaily/archive/2010/01/15/using-oil-service-stocks-to-get-insight-into-o.aspx>
- First gas from KG-D6 subsea development - http://www.akersolutions.com/Internet/MediaCentre/PressReleases/All/AKPressRelease_1302972.htm
- Aker Solutions completes Gjøa platform for the North Sea - http://www.akersolutions.com/Internet/MediaCentre/PressReleases/Group/AKPressRelease_1423496.htm
- BP Initiates Response to Gulf of Mexico Oil Spill - <http://www.bp.com/genericarticle.do?categoryId=2012968&contentId=7061490>

Årsrapporter

Det er hentet årsrapporter fra følgende selskap for perioden 2004 - 2009, samt første kvartalsrapporter for 2010:

- Acergy
- Aker Solutions
- FMC Technologies

- National Oilwell Varco
- Schlumberger Limited
- Subsea 7
- Technip

Media

- Dagens Næringsliv, papirutgaven.
- Næringsavisen <http://arkiv.na24.no/Nyhet/384432/R%C3%B8kke+inne+i+varmen+igjen.html>
- Russland vil kopiere Norge (Shtokman) <http://arkiv.na24.no/Nyhet/149138/Russland+vil+kopiere+Norge.html>
- Petromagasinet - Kan splitte Aker Solutions - http://www.petromagasinet.no/modules/module_123/proxy.asp?I=13754&C=27&D=2&mid=79
- Politisk risiko, Statoil og Venezuela - <http://www.dn.no/energi/article1123021.ece>

Artikler

- PriceWaterHouseCoopers, (2009) “IFRS and US GAAP similarities and differences“

Tillegg A

Finansregnskap

A.1 Presentasjon av rapporterte tall

I det følgende er det gjengitt rapporterte tall for resultatregnskap, balanse og kontanstrøm slik det er fremstilt i AkerSolutions årsrapporter¹. Tall fra 2004 er presentert, men i analysen kun anvendt for å beregne inngående balanse for året etter. Alle regnskapstall er gjengitt i millioner kroner og norsk valuta, med mindre noe annet er eksplisitt uttrykt.

Tabell A.1: Rapportert resultatregnskap

=	RESULTATREGNSKAP – RAPPORTERT	2004P	2005	2006	2007	2008	2009	2010.Q1
=	Driftsinntekter	24171	36940	50592	57957	58252	54077	11556
+	Varekostnad	13630	21294	31299	36405	34891	28986	10278
+	Lønnskostnad	6704	9699	10441	12197	13122	14359	
+	Annen driftskostnad	2957	4131	5980	5442	6857	6364	
=	Driftskostnader	23291	35124	47720	54044	54870	49709	10278
=	Driftsresultat før avskrivinger	880	1816	2872	3913	3382	4368	1278
-	Avskrivinger	201	306	339	431	615	910	202
=	Driftsresultat	679	1510	2533	3482	2767	3458	1076
+	Resultat tilknyttede selskaper	-14	25	-18	-2	-21	114	-4
+	Gevinster og tap/nedskrivinger porteføljainvesteringer	0	-396	241	162	-439	161	0
+	Finansinntekt	11	50	194	105	175	27	37
-	Finanskostnad	353	449	1081	209	379	552	145
=	Resultat før skatt	323	740	1869	3538	2103	3208	964
-	Skattekostnad	45	-312	575	1074	590	877	290
=	Nettoresultat konsern	278	1052	1294	2464	1513	2331	674
+	Gevinster / resultat avhendet virksomhet	104	193	2495	0	0	0	674
-	Minoritetens andel av årsresultat	11	16	51	63	75	71	0
=	Nettoresultat	371	1229	3738	2401	1438	2260	1348
-	Foreslått utbytte	0	275	2200	829	451	701	0
=	Tilbakeholdt overskudd	371	954	1538	1572	987	1559	1348

¹Årsrapporter 2004 - 2009 og første kvartalsrapport 2010

Tabell A.2: Rapportert balanse

NOK	BALANSEN	2004P	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
	Immaterielle eiendeler	5074	5432	5606	5543	7638	8304	8310
+	Varige driftsmidler	1403	1549	1761	2815	4610	6531	6778
+	Tilknytte selskap	74	113	122	121	444	423	440
+	Pensjonsfond	0	3	4	15	234	167	180
+	Andre driftsrelaterte anleggsmidler	64	4	6	9	4	338	334
+	Andre finansielle fordringer	103	141	54	14	97	184	202
+	Andre finansielle investeringer	21	22	16	133	123	135	125
=	Anleggsmidler	6739	7264	7569	8650	13150	16082	16 369
	Varelager	466	606	593	884	1321	1417	1 521
+	Driftsrelaterte fordringer	9362	11149	13798	13450	20845	18429	19 753
+	Andre driftsrelaterte omløpsmidler	0	142	813	1468	3100	372	399
+	Finansielle fordringer	0	0	2411	0	0	0	0
+	Investeringer	0	388	546	540	480	440	588
+	Betalingsmidler - kontantar og bank	3703	6746	5666	3524	3828	3186	2 224
=	Omløpsmidlar	13531	19031	23827	19866	29574	23844	24 485
	EIENDELER	20270	26295	31396	28516	42724	39926	40 854
	Eigenkapital	1671	4262	7983	7099	8450	8976	9549
	Minoritetsinteresser	48	65	131	168	156	147	209
	Pensjonskrav	1146	1095	931	937	758	910	743
+	Utsatt skatt	131	46	60	680	831	692	784
+	Andre avsetninger	34	306	316	914	1194	891	814
+	Annen langsiktig rentefri gjeld	0	0	0	0	0	0	0
+	Langsiktig rentebærende gjeld	6261	5279	2126	1591	6163	7335	8 518
=	Langsiktig gjeld	7572	6726	3433	4122	8946	9828	10 859
	Rentefri kortsiktig gjeld	10348	14119	16447	15494	21304	19581	18 821
+	Avsatt utbytte	0	0	0	0	0	0	0
+	Rentebærende kortsiktig gjeld	631	1123	3402	1633	3868	1394	1 416
=	Kortsiktig gjeld	10979	15242	19849	17127	25172	20975	20 237
	EIGENKAPITAL + GJELD	20270	26295	31396	28516	42724	39926	40 854

Tabell A.3: Rapportert kontantstrøm

KONTANTSTRØM – RAPPORTERT	2004P	2005	2006	2007	2008	2009
Kontantstrøm fra drift						
Periodens resultat		1245	3789	2464	1513	2331
Skattekostnad		-227	640	1074	590	877
Netto rentekostnad		415	887	104	225	411
Valutagevinst (-) / tap (+) på valutaterminer		-272	-241	-162	439	-161
Avskriv., amort., nedskrivinger		23	393	431	615	910
Gevinst (-) / tap (+) ved salg / andre ikke-kont.poster		396	-2483	-64	-23	-332
Andel av resultat fra tilknyttede selskaper		-205	18	2	21	-114
Betalte renter		356	-450	-172	-295	-308
Motatte renter		-113	214	43	132	27
Betalte skatter		-25	-311	-480	-472	-1008
Endring i andre netto op. eiendeler		2081	180	-565	-3613	1612
Netto kontantstrøm fra drift	0	3674	2636	2675	-868	4245
Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter						
Utbetaling ved kjøp av virksomhet og min.int.		-33	-276	-87	-1817	-1117
Innbetaling ved salg av virksomhet		89	2054	0	0	622
Utbetaling ved anskaffelse av eiendom, anlegg, utstyr		-481	826	-1596	-1572	-2201
Innbetaling ved salg av eiendom, anlegg, utstyr		55	127	96	34	40
Utbetaling ved kjøp av tilknyttede selskap og andre inv.		-73	-94	11	-377	-1271
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	0	-443	2637	-1576	-3732	-3927
Kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter						
Innbetaling ved nye langsiktige lån		7	1577	0	4956	3341
Nedbetaling langsiktige lån		-290	-3535	-19	-24	-3116
Innbetaling av aksjekapital fra min.interessar		0	-2411	0	72	-32
Betalt utbytte til min.interessar		-23	-44	-31	-22	-20
Tilbakekjøp av egne aksjer		0	0	-781	-70	-20
Utbytte til eierne av morforetaket		0	-275	-2182	-807	-431
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	0	-306	-4688	-3013	4105	-278
Effekt av valutakursendringer på kontanter og bankinsk.		118	-13	-228	799	-682
Netto endring i kontanter og bankinnskudd		3043	-1080	-2142	304	-642
IB Kontanter og kontantekv.		3703	6746	5666	3524	3828
UB Kontanter og kontantekv.		6746	5666	3524	3828	3186
Herav bundne kontanter og kont.ekv.		506	1146	661	976	380

Tabell A.4: Omgruppert resultatregnskap

NOK	RESULTATREGNSKAP	SYMBOL	2004P	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
=	Driftsinntekter	DI	24171	36940	50592	57957	58252	54077	41730
-	Varekostnad	VK	13630	21294	31299	36405	34891	28986	22122
-	Lønnskostnad	LK	6704	9699	10441	12197	13122	14359	10959
-	Andre driftskostnader	AK	2589	3684	5435	4708	5611	4952	3543
-	Avskrivning	AV	514	666	606	1105	1466	2028	2710
=	Driftskostnader	DK	23437	35344	47781	54416	55091	50325	39333
=	Driftsresultat	DR	734	1596	2811	3541	3161	3752	2397
-	Driftsrelatert skattekostnad	DSK	192	418	736	928	828	983	628
=	Netto driftsresultat fra egen virksomhet	NREV	541	1178	2075	2614	2333	2769	1769
+	Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	NRTV	-10	25	2	2	4	114	-4
=	Netto driftsresultat	NDR	531	1203	2077	2616	2337	2883	1765
+	Netto finansinntekt	NFI	0	28	148	73	100	21	34
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	531	1231	2225	2689	2437	2904	1799
-	Netto finanskostnad	NFK	283	411	628	227	612	578	590
-	Nettoresultat tilknyttede selskap – normalt	NMR	-14	25	-18	-2	-21	114	80
+	Nettoresultat til egenkapitalen	NRE	262	795	1614	2464	1846	2212	1129
+	Unormal netto driftsresultat	UNDR	-341	695	29	-541	709	-1308	-331
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	90	-117	2352	157	-327	132	674
=	Fullstendig nettoresultat	FNR	11	1373	3996	2079	2228	1037	1472
-	Netto betalt utbytte	NBU	371	-1238	254	2929	843	490	929
=	Endring i egenkapital	Δ_{EK}	-360	2611	3742	-850	1385	547	543

Tabell A.5: Omgruppert balanse

BALANSEN			2004P	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
+	Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	6615	7101	7499	8503	12930	15763	16042
+	Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	9867	11956	15283	15916	25414	20387	21812
=	Driftsrelaterte eiendeler	DE	16482	19057	22782	24419	38344	36150	37854
+	Finansielle anleggsmidler	FAM	1259	1530	1193	2562	3665	4384	4327
+	Finansielle omløpsmidler	FOM	3703	7134	8623	4064	4308	3626	2812
=	Finansielle eiendeler	FE	4962	8664	9816	6626	7973	8010	7139
	Totale eiendeler	TE	21444	27721	32599	31045	46317	44160	44993
	Egenkapital	EK	1710	4321	8062	7213	8598	9145	9688
	Minoritetsinteresser	MI	48	65	131	168	156	147	209
+	Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	1311	1447	1307	2531	2783	2493	2341
+	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	10348	14119	16447	15494	21304	19581	18821
=	Driftsrelatert gjeld	DG	11659	15566	17754	18025	24087	22074	21162
+	Langsiktig finansiell gjeld	LFG	7396	6646	3249	4006	9608	11400	12518
+	Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	631	1123	3402	1633	3868	1394	1416
=	Finansiell gjeld	FG	8027	7769	6651	5639	13476	12794	13934
	Totalkapital	TK	21444	27721	32599	31045	46317	44160	44993

Tabell A.6: Omgruppert kontanstrøm

NOK	KONTANSTRØM – Omgruppert	SYMBOL	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
	Netto driftsresultat	NDR	1203	2077	2616	2337	2883	1765
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	695	29	-541	709	-1308	-331
-	Endring i netto driftseiendeler	?NDE	-1332	1538	1365	7863	-181	2616
=	Fri kontantstrøm fra drift	FKD	3230	568	709	-4817	1756	-1182
+	Netto finansinntekt	NFI	28	148	73	100	21	34
+	Unormalt netto finansinntekt	UNFR	-117	2352	157	-327	132	674
-	Endring i finansielle eiendeler	?FE	3702	1153	-3190	1346	38	-872
=	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	-561	1916	4129	-6391	1872	397
-	Netto finanskostnad	NFK	411	628	227	612	578	590
+	Endring i finansiell gjeld	?FG	-258	-1117	-1012	7836	-681	1140
-	Netto minoritetsresultat	NMR	25	-18	-2	-21	114	80
+	Endring i minoritetsinteresser	?MI	17	66	37	-12	-9	62
=	Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	-1238	254	2929	843	490	929

Tabell A.7: Endring i finansielle eiendeler

	SYMBOL	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
	Netto driftsresultat	NDR	1203	2077	2616	2337	2883
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	695	29	-541	709	-1308
-	Endring i netto driftseiendeler	Δ_{NDE}	-1332	1538	1365	7863	-181
=	Fri kontantstrøm fra drift	FKD	3230	568	709	-4817	1756
-	Netto finanskostnad	NFK	411	628	227	612	578
+	Endring i netto finansiell gjeld	?FG	-258	-1117	-1012	7836	-681
-	Netto minoritetsresultat	NMR	25	-18	-2	-21	114
+	Endring i minoritetsinteresser	Δ_{MI}	17	66	37	-12	-9
=	Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	FKED	2553	-1093	-491	2416	374
-	Netto betalt utbytte	NBU	-1238	254	2929	843	490
=	Fri kontantstrøm til finansiell investering	FKFI	3791	-1348	-3420	1573	-116
+	Netto finansinntekt	NFI	28	148	73	100	21
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-117	2352	157	-327	132
=	Endring i finansielle eiendeler	Δ_{FE}	3702	1153	-3190	1346	38
+	Inngående finansielle egedelar	FE_{IB}	4962	8664	9816	6626	7973
=	Utgående finansielle egedelar	FE_{UB}	8664	9816	6626	7973	8010

Tillegg B

Syntetisk rating

Tabell B.1: Syntetisk rating

Rating	lg1	ekp	ndr	rdg	Konkurssansynlighet	Kreditrisikofaktor	Klasse
AAA	11,600	0,940	0,350	16,900	0,0001	0,10	Investment grade
	8,900	0,895	0,308	11,600			
AA	6,200	0,850	0,266	6,300	0,0012	0,15	
	4,600	0,755	0,216	4,825			
A	3,000	0,660	0,166	3,350	0,0024	0,25	Speculative
	2,350	0,550	0,131	2,755			
BBB	1,700	0,440	0,096	2,160	0,0037	0,40	
	1,450	0,380	0,082	1,690			
BB	1,200	0,320	0,068	1,220	0,0136	0,60	
	1,050	0,270	0,054	1,060			
B	0,900	0,220	0,040	0,900	0,0608	1,00	
	0,750	0,175	0,026	0,485			
CCC	0,600	0,130	0,012	0,070	0,3085	3,00	
	0,550	0,105	-0,002	-0,345			
CC	0,500	0,080	-0,016	-0,760	0,5418	9,00	
	0,450	0,030	-0,030	-1,170			
C	0,400	-0,020	-0,044	-1,580	0,7752	27,00	
	0,350	-0,100	-0,058	-1,995			
D	0,300	-0,180	-0,072	-2,410	0,9999	1000,00	In default