

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Aker Solutions ASA

Eirik Ytterstad Nikolaisen

Veileder: Professor Steinar Ekern

Utredning i fordypningsområdet finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen 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

Denne masterutredningen har som formål å verdsette det norske leverandørselskapet Aker Solutions. Verdsettelsen tar utgangspunkt i den strategiske analysen og den strategiske regnskapsanalysen. Oppgaven har en langsiktig veldiversifisert investors perspektiv.

Den strategiske analysen konkluderer med at leverandørindustrien har høy forhandlingsmakt ovenfor leverandører og ikke møter særlig trussel fra substitutter. Internt har Aker Solutions ressursfordeler knyttet til fysisk kapital og humankapital, som ventes å vedvare og tilta fremover.

Den strategiske regnskapsanalysen gir Aker Solutions en syntetisk kredittrating på BBB-, som samsvarer med de profesjonelle kredittratingselskapene sin rating på selskapet.

Hovedfokus i denne utredningen er verdsettelse ved bruk av fri kontantstrøm til selskapet (DCF). Som supplement er relativ verdsettelse benyttet for å underbygge verdien en kommer frem til ved hjelp av DCF metoden. Fri kontantstrøm metoden gir en verdi på Aker Solutions egenkapital på 104,7 NOK. Dette gir en kjøpsanbefaling på aksjen. Den relative verdsettelsen støtter opp om at aksjen i dag er underpriset.

Forord

Denne masterutredningen inngår som en obligatorisk og avsluttende del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH). Oppgaven utgjør 30 studiepoeng.

Motivasjonen min for å skrive masterutredning om temaet verdsettelse er hovedsakelig min interesse for temaet. Underveis i mastergraden min ved NHH har mine fagvalg vært preget av regnskapsanalyse og verdsettelsesrelaterte emner. Årsaken til valget av Aker Solutions som selskap å verdsette, var et ønske om å lære mer om leverandørindustrien til olje- og gassnæringen, som utgjør en betydelig del av markedsverdien på Oslo Børs. Aker Solutions er et komplekst selskap å verdsette, noe som gjør oppgaven utfordrende.

Selv om problemstillingen knytter seg opp mot emnet verdsettelse, omfatter en masterutredning om temaet flere andre viktige steg, deriblant strategisk analyse og strategisk regnskapsanalyse. Dette gjør at jeg får anvendt et bredt spekter av fagområder i utredningen, noe som jeg synes danner et godt grunnlag for å oppsummere fem års studier i én oppgave.

Jeg vil takke min veileder, Professor Steinar Ekern, for gode og konkrete tilbakemeldinger, samt gode ideer underveis i arbeidet med oppgaven. I tillegg vil jeg takke analytikerne Kim André Uggedal (Agilis Securities) og Anne S. Ulriksen (Nordea Markets) for å ha vært behjelpelig med å skaffe informasjon om selskapet og bransjen.

Norges Handelshøyskole
Bergen, juni 2010

Eirik Ytterstad Nikolaisen

Innhold

Sammendrag.....	1
Forord.....	2
Tabelloversikt.....	7
Figuroversikt	9
1. Introduksjon	10
1.1. Bakgrunn og motivasjon.....	10
1.2. Oppgavens struktur.....	11
1.3. Begrensninger og svakheter i oppgaven	12
2. Aker Solutions ASA.....	13
2.1. Eierstruktur	14
2.2. Organisasjon	15
2.2.1. Energy Development & Services (ED&S).....	15
2.2.2. Subsea.....	15
2.2.3. Products & Technologies (P&T).....	16
2.2.4. Process & Construction (P&C)	16
2.2.5. Oppsummering av forretningsområdene	18
2.3. Historisk aksjekursutviling	19
2.4. Eksponering mot makroforhold.....	20
3. Strategisk analyse.....	21
3.1. Rammeverk for strategisk analyse.....	21
3.1.1. Ekstern analyse: Porters five forces	22
3.1.2. Intern analyse: VRIO-analyse	23
3.2. Strategisk analyse for Aker Solutions	24
3.2.1. Ekstern analyse.....	24
3.2.2. Intern ressursbasert analyse – VRIO	29

3.2.3.	Oppsummering av strategisk analyse	33
4.	Regnskapsanalyse.....	36
4.1.	Rammeverk for strategisk regnskapsanalyse.....	36
4.2.	Omgruppering for investororientert regnskapsanalyse.....	38
4.2.1.	Steg i omgruppering	38
4.3.	Analyse og justering av målefeil	40
4.4.	Analyse av forholdstall	40
4.4.1.	Analyse av risiko	41
4.4.2.	Analyse av lønnsomhet	43
4.5.	Regnskapsanalyse for Aker Solutions ASA	44
4.5.1.	Historisk regnskapsanalyse	44
4.5.2.	Omgruppering av historiske årsregnskap	46
4.6.	Analyse av risiko for Aker Solutions	51
4.6.2.	Analyse av lønnsomhet	59
5.	Prognose for fremtiden.....	65
5.1.	Steg i fremtidsprognose	65
5.2.	Analyse av historiske regnskapsdata	65
5.3.	Budsjettering av salgsinntekter.....	67
5.3.1.	Valg av budsjetteringshorisont.....	67
5.3.2.	Salgsinntekter for hvert forretningsområde.....	68
5.4.	Prognose for resultatregnskapet.....	69
5.4.1.	Prognose resultatregnskap.....	73
5.5.	Prognose av balanse.....	74
5.5.1.	Budsjettering av egenkapital	76
5.5.2.	Prognose balanse	76
5.6.	Prognose for avkastning og fri kontantstrøm	76

6.	Verdsettelse	78
6.1.	Avkastningskrav	78
6.1.1.	Egenkapitalkostnad (CAPM)	78
6.1.2.	Gjeldskostnad	80
6.1.3.	Vektet avkastningskrav (WACC).....	80
6.2.	Discounted cash flow model (DCF)	81
6.2.1.	Fri kontantstrøm til selskapet (FCFF)	81
6.3.	Relativ verdsettelse.....	82
6.3.1.	Price/Earnings	82
6.3.2.	Enterprise value/EBITDA	83
6.3.3.	Price/Book (P/B)	83
6.4.	Verdsettelse av Aker Solutions ASA.....	83
6.5.	Avkastningskrav	84
6.5.1.	Egenkapitalkostnad	84
6.5.2.	Gjeldskostnad	86
6.5.3.	Vektet avkastningskrav (WACC).....	86
6.6.	DCF verdsettelse.....	87
6.7.	Relativ verdsettelse.....	89
6.7.1.	Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA)	89
6.7.2.	Price/Earnings (P/E).....	91
6.7.3.	Price/Book (P/B)	93
6.8.	Sensitivitetsanalyse.....	94
6.8.1.	Endring i WACC og langsiktig vekst.....	94
6.8.2.	Reverse engineering tilnærming.....	95
6.9.	Illikviditetsrabatt.....	96
7.	Konklusjon og anbefaling	97

Kildehenvisninger	98
Bøker:	98
Artikler:	99
Forelesningsnotater:	99
Rapporter og presentasjoner:.....	101
Aviser og internett:.....	102
Appendikser	103
Appendiks A: Aksjonæroversikt per 22.02.2010	103
Appendiks B: Fullstendig omgruppert balanseoppstilling 2007 – 2009	104
Appendiks C: Nøkkeltall 2009 for peers.....	105

Tabelloversikt

Tabell 1 Oppsummering av ekstern analyse	29
Tabell 2 Kilder til strategisk fordel	35
Tabell 3 Nøkkeltall for syntetisk rating.....	43
Tabell 4 Historiske resultatregnskap 2007 - 2009.....	44
Tabell 5 Konsolidert balanse 2007 – 2009.....	45
Tabell 6 Kontantstrømoppstilling 2007 - 2009	46
Tabell 7 Fullstendig nettoresultat	47
Tabell 8 Justert EBITDA.....	48
Tabell 9 Omgruppert balanse	49
Tabell 10 Omgruppert resultatregnskap.....	50
Tabell 11 Covenants.....	54
Tabell 12 Budsjettert utvikling i covenants.....	55
Tabell 13 Statisk finansieringsanalyse	56
Tabell 14 Oppsummering av syntetisk rating	58
Tabell 15 Årlig salgsvekst.....	66
Tabell 16 Inntektsfordeling	66
Tabell 17 Budsjetterte salgsinntekter	69
Tabell 18 Vekst i budsjetterte salgsinntekter	69
Tabell 19 Historisk og budsjettert varekostnad i prosent av salg.....	70
Tabell 20 Historisk og budsjetterte totale driftskostnader i prosent av salg	71
Tabell 21 Historisk og budsjettert EBITDA-margin.....	71
Tabell 22 Budsjettert resultatregnskap	73
Tabell 23 Budsjettert balanseoppstilling	76
Tabell 24 Fremtidig egenkapitalrentabilitet	77
Tabell 25 Budsjettert fremtidig kontantstrøm til selskapet	77

Tabell 26 Gjennomsnittbeta for bransjen	85
Tabell 27 Inndata for beregning av WACC	87
Tabell 28 Budsjettert fri kontantstrøm til selskapet	87
Tabell 29 Enterprise Value/EBITDA	90
Tabell 30 Price/Earnings	92
Tabell 31 Pris/Bok.....	93
Tabell 32 Sensitivitetsanalyse av WACC og langsiktig vekst	94
Tabell 33 Kursmål og anbefalinger	97

Figuroversikt

Figur 1 Nøkkeltall per forretningsområde 2008 og 2009.....	18
Figur 2 Margin i forhold til salg.....	19
Figur 3 Historisk utbyttejustert aksjekursutvikling.....	19
Figur 4 Rammeverk for strategisk analyse.....	21
Figur 5 Porters five forces.....	22
Figur 6 Oljepris.....	26
Figur 7 Gjennomsnittlig egenkapitalprosent i bransjen.....	30
Figur 8 Historisk superprofitt.....	34
Figur 9 Kilder til strategisk fordel.....	35
Figur 10 Steg i regnskapsanalyse.....	36
Figur 11 Analyseteknikk av forholdstall.....	40
Figur 12 Steg i analyse av risiko.....	41
Figur 13 Netto driftskapital.....	47
Figur 14 Sammenlignbare selskaper (Peers).....	51
Figur 15 Likviditetsgrad 1.....	52
Figur 16 Netto rentedekningsgrad.....	53
Figur 17 Forfallsstruktur på gjeld.....	54
Figur 18 Egenkapitalprosent.....	56
Figur 19 Netto driftsrentabilitet.....	57
Figur 20 Egenkapitalrentabilitet vs egenkapitalkrav.....	60
Figur 21 Netto driftsmargin.....	61
Figur 22 Omløpshastighet til netto driftseiendeler.....	62
Figur 23 Netto driftsrentabilitet.....	63
Figur 24 Regresjon av egenkapitalbeta.....	84
Figur 25 Sensitivitetsanalyse av WACC og langsiktig vekst.....	95

1. Introduksjon

Dette kapittelet vil være en introduksjon til masterutredningen, og jeg vil her diskutere bakgrunn og motivasjon for oppgaven. I tillegg vil jeg diskutere begrensninger og svakheter i oppgaven.

1.1. Bakgrunn og motivasjon

Denne masterutredningen omhandler en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av leverandørselskapet Aker Solutions, som er det største selskapet, målt både i omsetning og antall ansatte, i det Kjell Inge Røkke-kontrollerte Aker-konsernet. Årsaken til at jeg har valgt å analysere akkurat dette selskapet var et ønske om å lære mer om norsk industri, og da spesielt innen olje og gass. Dette er Aker Solutions viktigste strategiske satsingsområder. Underveis i masterstudiene mine på NHH har mine fagvalg hatt fokus på regnskapsanalyse, verdsettelse og corporate finance, og jeg synes denne masterutredningens tema gjør at jeg får anvendt mitt teoretiske fundament fra disse fagområdene på praktiske problemstillinger knyttet til emnene. I tillegg er temaet veldig relevant for min fremtidige jobb.

Aker Solutions er et komplekst selskap som opererer innenfor fire forskjellige forretningsområder. At selskapet har en stor majoritetsseier gjennom Aker Holding, samt at selskapet har vært gjennom betydelige restruktureringer de siste årene, gjør at å verdsette selskapet blir ekstra utfordrende. Våren 2009 raste det blant annet en voldsom debatt i media på bakgrunn av at Aker Solutions kjøpte aksjer i fire selskaper fra morselskapet Aker ASA.

Gjennom årene er mange master- og siviløkonomutredninger skrevet om temaet verdsettelse. Mange av dem har en svært lik struktur, og jeg har forsøkt i den grad det lar seg gjøre, å skille min utredning fra den ”vanlige” verdsettelsesutredningen, ved å strukturere oppgaven annerledes enn mange andre utredninger om dette temaet. En viss likhet er likevel ikke til å komme bort fra. Aker Solutions har heller ikke blitt verdsatt i sin nåværende form i en masterutredning ved NHH tidligere. For å finne verdien til Aker Solutions har jeg benyttet to hovedtyper av verdsettelsesteknikker: Diskontert kontantstrøm metode (DCF) og relativ verdsettelse.

For å komme frem til virkelig verdi av Aker Solutions egenkapital, har jeg benyttet rammeverk både fra strategisk analyse, strategisk regnskapsanalyse og verdsettelsesteori. Verdien av egenkapitalen vil sees på fra en langsiktig veldiversifisert investors perspektiv.

1.2. Oppgavens struktur

Denne utredningen bygger som nevnt på tre rammeverk: Strategisk analyse, strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse. Disse er presentert og anvendt i hvert sitt kapittel. Del 1 av kapittelet inneholder presentasjon av teori og rammeverk, mens jeg anvender det i del 2. Den røde tråden i oppgaven er hele veien å finne virkelig verdi på selskapets egenkapital, og alle analyser og konklusjoner, både fra strategisk analyse og strategisk regnskapsanalyse, er momenter som er med i vurderingen når prognoser for fremtiden lages.

Opgaven starter med å presentere Aker Solutions, slik at leseren skal få kjennskap til selskapet, og segmentene det opererer innenfor. Deretter følger strategisk analyse, som analyserer de eksterne muligheter og trusler bransjen står ovenfor, samt interne sterke og svake sider i Aker Solutions.

Den strategiske regnskapsanalysen omgrupperer og justerer de rapporterte regnskapstallene før analyse av disse. Dette for å se på selskapets historiske prestasjoner, og for å få inngående kunnskap om den økonomiske situasjonen til Aker Solutions, i forhold til dets konkurrenter.

På bakgrunn av disse analysene, har jeg budsjettert fremtidig resultatregnskap og balanse for Aker Solutions i kapittel 5. Denne budsjetteringen får svært stor betydning for hvilken verdi man ender opp med, og jeg har derfor valgt å ha et eget kapittel for dette. Alle antagelser i budsjetteringen bygger på analyser og konklusjoner i strategisk analyse og strategisk regnskapsanalyse, samt annen informasjon som er kjent i markedet. De budsjetterte regnskapstallene utgjør fundamentet for den fundamentale verdsettelsen.

Videre presenterer jeg teorien og rammeverket som legges til grunn i selve verdsettelsen i kapittel 6. Verdien av egenkapitalen til Aker Solutions er funnet gjennom to hovedmodeller for verdsettelse, diskontert kontantstrøm (DCF) og relativ verdsettelse. Diskontert kontantstrøm (DCF) er denne utredningens hovedfokus. Den relative verdsettelsen er for å støtte opp og sjekke resultatet jeg har funnet ved hjelp av DCF metoden. Jeg har deretter utført en sensitivitetsanalyse for de faktorer som har størst betydning for verdien en ender opp med, og i tillegg diskutert likviditetspremie på grunn av at selskapet har en dominerende eier i Aker Holding AS. Dette fører til slutt til en konklusjon og anbefaling.

1.3. Begrensninger og svakheter i oppgaven

På grunn av begrensninger knyttet til både tid og antall sider, har oppgaven flere begrensninger som medfører svakheter.

Den strategiske regnskapsanalysen er gjort på bakgrunn av de tre siste år. Ettersom Aker Solutions er et syklisk selskap, kan det argumenteres med at en burde sett langt tilbake i tid for å få med seg både opp- og nedgangsperioder. Selskapet har imidlertid vært gjennom store restruktureringer de siste årene, som gjør at historiske regnskapstall lenger tilbake enn tre år ikke er like relevant for slik selskapets virksomhet i dag ser ut. Likevel, så kan tre år bli litt tynt analysegrunnlag.

Aker Solutions er et komplekst selskap, som opererer i store deler av verdien og innenfor flere ulike segmenter. Dette gjør at å finne gode sammenlignbare selskaper, såkalte "peers", blir utfordrende. Jeg har prøvd så langt det lar seg gjøre, å finne selskaper innen hver enkelt forretningsdivisjon, som er mest mulig lik Aker Solutions, både i størrelse, geografisk plassering og kjernevirksomhet.

Kontantstrømanalysene knyttet til fremtiden medfører betydelig usikkerhet. At verden nettopp har vært igjennom en finanskriser, gjør budsjetteringen ekstra utfordrende, fordi det knytter seg stor usikkerhet til hvor lenge ettervirkningene av denne vil vare. Som sensitivitetsanalysen viser er verdiestimatet svært følsomt for endringer i forutsetningene.

Illikviditetsrabatt kunne vært dypere drøftet. I tillegg kunne jeg ha utarbeidet et eksplisitt mål på likviditetsrabatt. Dette er imidlertid en "trade-off" mellom nytte og relevans. Å utarbeide et troverdig estimat på illikviditetsrabatt ville vært et svært tidkrevende arbeid, og estimatet ville uansett ha ført med seg usikkerhet. Jeg har derfor valgt å benytte denne tiden på selve analysene for fremtidsutsikter i stedet, som får mest å si for det verdiestimatet jeg til slutt kommer frem til.

2. Aker Solutions ASA

Informasjonen i dette kapittelet stammer i hovedsak fra års- og kvartalsrapporter fra Aker Solutions.

Aker Solutions ASA er en global leverandør av ingeniørtjenester, fabrikasjon, teknologiprodukter og totalløsninger til mange bransjer, med hovedfokus på leveranser til olje-, gass- og petrokjemianlegg. Selskapet hadde ved utgangen av 2009, 22 133 egne ansatte verden over. Litt over av halvparten av disse befinner seg i Norge. Dette er en nedgang fra utgangen av 2008, som følge av kostnadseffektivisering i konsernet (Aker Solutions, 2010).

Morselskapet Aker Solutions ASA er notert på Oslo børs, med tickerkode AKSO. Selskapets største eier er Aker Holding med en eierandel på 40,27 %. Selskapet endret i 2008 navn fra Aker Kværner til Aker Solutions som følge av endringer i eierstrukturen i 2007. Det nye navnet skal representere slutten på integrasjonsprosessen mellom Aker Maritime og Kværner, som historisk har vært konkurrerende selskaper (Aker Solutions, 2009).

Selskapets visjon er å være en foretrukket partner for prosjekter, produkter og tjenester innen olje-, gass- og prosessindustri (Aker Solutions, 2009). Selskapet satser spesielt på å styrke dets prestasjoner og konkurranse langs tre hovedakser (Aker Solutions 2010: 4):

- *Værhardt klima og dypt vann*

En betydelig andel av olje- og gassressurser som i dag ikke er utnyttet, er ventet å befinne seg i denne type områder. Aker Solutions har i dag en sterk posisjon i disse områdene fordi det er et av få selskap som kombinerer avansert teknologi med leveranse av komplette teknologiske løsninger (Aker Solutions, 2010: 5).

- *Servicemarkedet*

Aker Solutions har i løpet av de siste årene økt antall leveranser av systemer og produkter innen vedlikehold, oppgradering og modifikasjoner betraktelig. Satsingen på produktlivsløpstjenester bidrar til å øke verdien av kundenes investeringer, noe som gjør at marginene i disse markedene blir attraktive (Aker Solutions, 2010: 5). Denne typen livssyklus-tjenester står for en økende andel av konsernets omsetning. En installasjon skal

vedlikeholdes over flere tiår, noe som gjør det mindre konjunkturfølsomt i forhold til nybygg, som gjerne har en varighet på ett til fire år (Aker Solutions, 2010: 5).

- *Konkurransedyktig kostnadsbase og gjennomføringsmodell*

Siden 2007 har Aker Solutions jobbet med et program for å redusere kostnadene. Målet med kostnadsreduksjonene er å redusere kostnadsbasen for å kunne styrke konkurranseevnen og lønnsomheten. En lavere kostnadsbase vil i fremtiden være av stor betydning for å sikre at konsernet er robust nok til å tåle perioder med lavere markedsaktivitet (Aker Solutions, 2010: 5). Et viktig ledd i arbeidet med å sikre konkurransekraften til konsernet er optimalisering av organisasjonen og leveringsmodellene.

2.1. Eierstruktur

Som nevnt er Aker Holding største eier i morselskapet Aker Solutions ASA med en eierandel på 40,27 %. Aker Holding er et venture mellom Aker ASA (60%), Den Norske Stat (30%) og de svenske selskapene SAAB AB og Investor AB med en eierandel på henholdsvis 7,5 % og 2,5 % hver. Både Aker ASA og den norske stat har forpliktet seg til å holde eierskapet i det som nå er Aker Solutions ASA i en periode på minimum ti år (Aker Kværner, 2008). De resterende 59,73 prosent av aksjene er det som utgjør selskapets fritt omsettelige aksjer. Fullstendig eierstruktur er presentert i appendiks A.

Denne eierstrukturen skapte våren 2009 store overskrifter i media. Årsaken var at Aker Solutions gjorde fire strategiske innkjøp fra holdingselskapet Aker Holdings største aksjonær Aker ASA (Aker Solutions, 2010: 9). Transaksjonen innebar kjøp av aksjer i Aker Oilfield Services, Aker DOF Deepwater, ODIM og Midsund Bruk. Selskapet omtaler i årsrapporten oppkjøpene som viktige industrielle oppkjøp, men opptøyene disse kjøpene skapte er ikke til å komme bort fra. Saken førte blant annet til at to styremedlemmer trakk seg fra sine posisjoner i protest, og en kraftig oppvask rundt eierstrukturen i selskapet (Dagens Næringsliv, 2009).

I ettertid er blant annet de omtalte aksjene i teknologiselskapet ODIM solgt videre til Rolls Royce med en gevinst på 109 millioner kroner (Aker Solutions, 2010: 9). I tillegg passer både Aker Oilfield Services og Aker DOF Deepwater godt inn i Aker Solutions langsiktige strategi om satsing på oppdrag på dypere vann.

2.2. Organisasjon

Aker Solutions gjennomførte i løpet av 2008 en omstrukturering av organisasjonen for å bedre synliggjøre kundenes behov (Aker Solutions, 2009). I dag består organisasjonen av følgende fire forretningsområder og rapporteringssegmenter:

2.2.1. Energy Development & Services (ED&S)

Energy Development & Services (ED&S) stammer fra sammenslåingen mellom de to tidligere forretningsområdene Field Development og Maintenance, Modifications and Operations (MMO). Den sammenslåtte forretningsvirksomheten er Aker Solutions største med 8 500 ansatte ved utgangen av 2008 (Aker Solutions, 2009). Sammenslåingen gjør det mulig for Aker Solutions å delta i større og mer omfattende prosjekter også utenfor Nordsjøen, i større grad enn tidligere.

ED&S har som målsetning å opprettholde markedsandelen i det tradisjonelle MMO-markedet på norsk og britisk kontinentalsokkel. Divisjonen skal også vokse internasjonalt, spesielt med fokus på det Kaspiske hav og værharde områder med dypt vann hvor Aker Solutions' kjernekompetanse og teknologi er etterspurt (Aker Solutions, 2010: 11).

Komparative virksomheter, også kalt "peers" for ED&S, har jeg definert som Saipem, Technip, Mcdermott Intl, Acergy, KBR Inc., Amec og Petrofac. Disse selskapenes kjernevirksomhet er drift, vedlikehold og modifikasjon av nye og eksisterende felt.

2.2.2. Subsea

Subsea-divisjonen gjennomgikk høsten 2008 en utvidelse og restrukturering med mål om å styrke tilbudet av undervannsteknologier, -løsninger og -tjenester gjennom hele verdikjeden (Aker Solutions, 2009: 10). I dag fremstår Subsea-divisjonen som den mest komplette produktleverandøren i bransjen innenfor avanserte undervannsløsninger (Aker Solutions, 2010:11). Dette gjør at divisjonen kan tilby leveringsmodeller markedet etterspør på en effektiv måte.

På kort sikt forventes markedene innenfor Subsea å være usikre, men på lang sikt positive. Ordreserven ved utgangen av 2009 var høyere enn ved utgangen av 2008. På grunn av den lave olje- og gassprisen i 2009 ble mange undervannsfelt utsatt. Enkelte av disse vil bli tildelt i 2010, noe som ventes å gi økt ordreinngang. Aker Solutions (2010:11) venter en økning i

investeringene for Subsea-divisjonen inneværende år og i årene som kommer på grunn av den ventede positive utviklingen innefor forretningsområdet kjernevirksomhet, særlig drevet av utviklingen i Nordsjøen, Brasil, sørøst-Asia og vest-Afrika.

”Peers” for Subsea-divisjonen har jeg definert som FMC Technologies og Cameron Intl Corp. Dette er selskaper som tilbyr undervannsløsninger, hovedsakelig knyttet til leveranser til nye feltutbygginger.

2.2.3. Products & Technologies (P&T)

Products & Technologies (P&T) leverer i hovedsak boreutstyrspakker og utfører livssyklus tjenester. Divisjonen leverte i 2009 forbedret lønnsomhet målt mot året før som følge av økningen i livssyklus tjenester, god prosjektgjennomføring og kopieffekt på boreutstysleveranser (Aker Solutions, 2010 : 11). Markedet for livssyklus tjenester vokser i takt med veksten av installasjoner. Etterspørselen etter boreutstysoppgraderinger og vedlikehold forventes å holde seg høy både i Nordsjøen og andre regioner fremover.

De lange markedsutsiktene til P&T er gode, blant annet ventes det betydelig vekst i Brasil, hvor Aker Solutions har en sterk posisjon (Aker Solutions, 2010: 12). I dette området er Aker Solutions også i ferd med å utvide sin produksjons- og servicekapasitet ytterligere.

Målsettingen for P&T på lang sikt er å oppnå en markedsandel på 50% eller mer innenfor boreutstyr for dypt vann i det brasilianske markedet. Dette vil være hovedsatsingsområdet for P&T i fremtiden, i tillegg til utstysleveranser til rigger og FPSO’er (Aker Solutions, 2010 : 12).

”Peers” for P&T er definert som National Oilwell Varco og Dril-Quip. Dette er selskaper som tilbyr boreutstyrspakker og service hovedsakelig til oppstrømsvirksomheten i olje- og gass-selskapene.

2.2.4. Process & Construction (P&C)

Process & Construction (P&C) er leverandør av i hovedsak konstruksjoner og service innenfor de tre segmentene Mining & Metals, Energy & Environmental og Oil, Gas and Process. Dette forretningsområdet skiller seg noe fra de øvrige i selskapet, og var også det som ble hardest rammet av finanskrisen. De endrede markedsforholdene divisjonen har stått ovenfor har ført til at både kostnads- og kapasitetsnivået ble nedjustert betydelig i løpet av

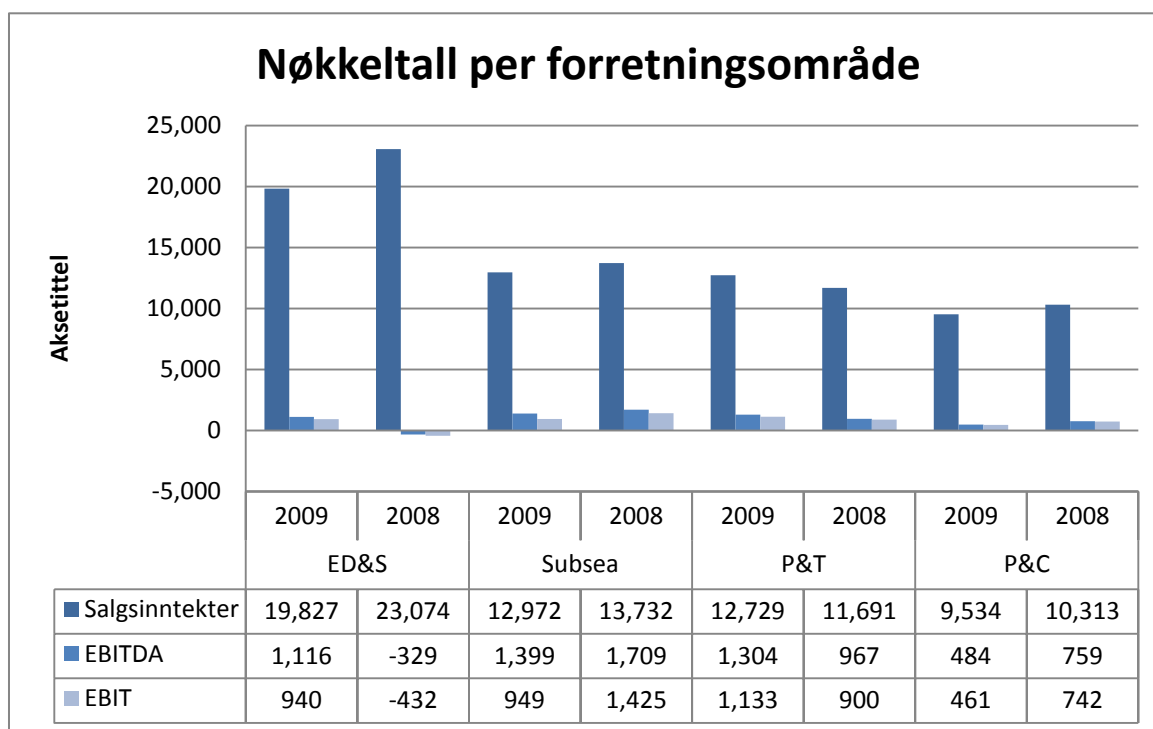
2010 (Aker Solutions, 2010: 12). Dette førte til en betydelig redusert lønnsomhet, som ble ytterligere svekket av restrukturingskostnader.

P&Cs hovedmarkeder er fremdeles preget av usikkerhet i kjølvannet av finanskrisen. Ordreinngangen har vært lav og er preget av mindre prosjekter (Aker Solutions, 2010: 12). Fremover er divisjonens strategi å forsterke sin posisjon innenfor de tre segmentene nevnt ovenfor, som regnes som viktige vekstmarkeder. Innenfor metallsektoren og gruvedrift skal fremtidig vekst skje gjennom å tilby ingeniør- og andre servicetjenester sammen med nyutvikling av nisjer som karbonfangst- og lagring, bioenergi og andre fornybare energiteknologier.

I etterkant av Akers kapitalmarkedsdag, har spekulasjonene begynt om et salg av denne forretningsdivisjonen. Omsetningen og marginene den leverer er svakere enn hva de øvrige divisjonene i konsernet leverer. Men viktigst av alt er det at divisjonens kjerneområde skiller seg vesentlig fra konsernet for øvrig. Dette gjør at også selskapets styre har åpnet for muligheten for å integrere P&C-divisjonen med en annen industriell P&C-operatør (Petro, 2010).

”Peers” for P&C er definert som Fluor Corp., Foster Wheeler Ltd. og Jacobs Engineering Group. Dette er selskaper som har virksomhet innen bygging og vedlikehold av kraftverk og gruver, samt nedstrømsvirksomhet innen olje- og gass. Ved et eventuelt oppkjøp av P&C, vil et av disse selskapene være høyaktuell som kjøper.

2.2.5. Oppsummering av forretningsområdene

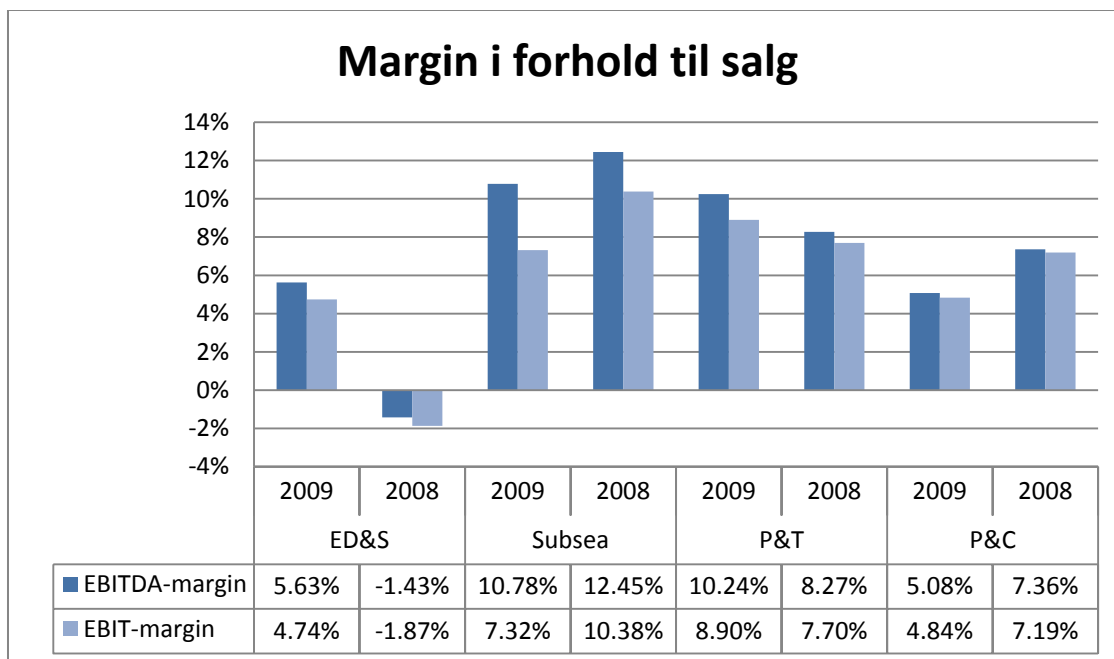


Figur 1 Nøkkeltall per forretningsområde 2008 og 2009¹

Som vi kan se av tabellen ovenfor, så er ED&S Aker Solutions største forretningsområde målt i omsetning, både 2008 og 2009. P&C, som skiller seg fra de øvrige forretningsområdene i konsernet, er den minste målt etter omsetning.

EBITDA, earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, måler driftsresultatet før av- og nedskrivninger. EBIT, earnings before interest and taxes, måler driftsresultatet. På grunn av at EBITDA ikke tar hensyn til av- og nedskrivninger, vil det i de fleste tilfeller være høyere enn EBIT. Figuren under viser EBITDA- og EBIT margin for hvert enkelt forretningsområde :

¹ Aker Solutions (2010: 43, 44)



Figur 2 Margin i forhold til salg²

Vi ser at Subsea og P&T er de to divisjonene som leverer best lønnsomhet relativt til salgsinntekter.

2.3. Historisk aksjekursutvikling



Figur 3 Historisk utbyttejustert aksjekursutvikling³

² Aker Solutions (2010:43, 44)

³ Kilde: Yahoo! Finance

Som vi ser av figur 3, var aksjekursutviklingen til Aker Solutions gjennomgående positiv fra starten av 2005 frem til 2008. Dette skyldes i hovedsak den globale oppgangskonjunkturen som preget markedet denne perioden. Aksjen nådde all-time-high i oktober 2007 med en kurs 190,75 NOK. I løpet av 2008 falt aksjen kraftig da finanskrisen inntok verdensøkonomien for fullt. Aksjen bunnet ut med en kurs på 26,15 NOK den 21. november 2008. Aksjen har etter dette hentet seg godt inn igjen, og sluttkursen 20.05.2010 var 85,35 NOK.

2.4. Eksponering mot makroforhold

Olje- og gassprisen påvirker olje- og gasselskapenes valg og prioriteringer mellom nye utbygginger, oppgradering av eksisterende fasiliteter eller satsing på økt utvinning fra eksisterende felt. Dette gjør at olje- og gassprisen også får innvirkning for aktivitetsnivået i flere av Aker Solutions hovedmarkeder. I tider med lav olje- og gasspris, er risikoen større for at nye, store utbygginger utsettes og erstattes med økt fokus på oppgradering av eksisterende felt, som fører til lavere kostnad per produsert enhet. Det er nettopp dette konsernet har opplevd den siste tiden, og som gjør kontraktstildelingen for nye utbygginger usikker på kort sikt.

Forretningsdivisjonen i Aker Solutions som er minst følsom ovenfor endring i olje- og gassprisen er P&C. Denne er eksponert mot andre råvarepriser, som pris på strøm, kull og jernmalm.

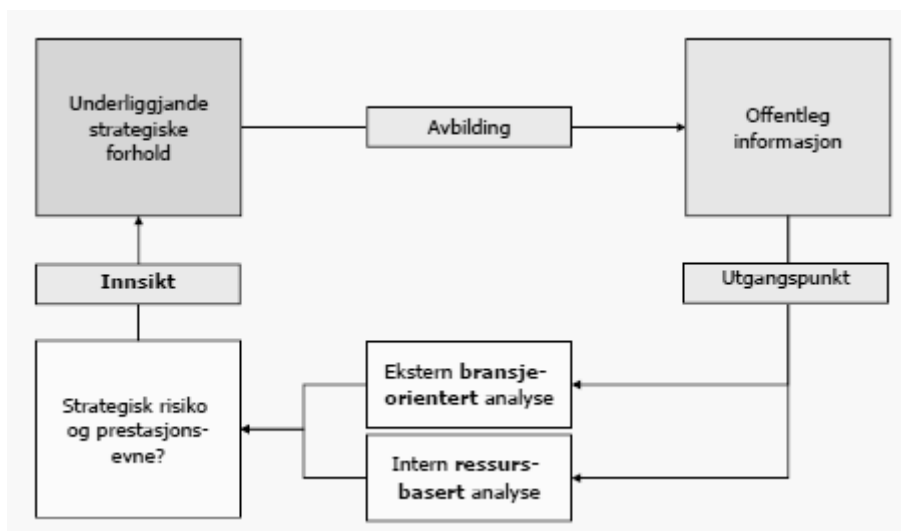
3. Strategisk analyse

I dette kapitlet vil jeg fokusere på strategisk analyse av leverandørindustrien og Aker Solutions. Jeg starter i del 1 med å presentere teorien og rammeverket som jeg ønsker å benytte i den strategiske analysen, for deretter å gjennomføre den strategiske analysen ved anvendelse av teorien og rammeverket i del 2 av kapitlet.

Den strategiske analysen er en kvalitativ analyse for å få innsikt i underliggende økonomiske forhold, både internt i selskapet og eksternt for bransjen selskapet opererer i. Gjennom å bruke rammeverket for strategisk analyse er målet å kartlegge om bedriften har en strategisk fordel. Bedriften har en strategisk fordel dersom den skaper en rentabilitet som er høyere enn kravet, kalt superprofitt. Knivsflå (2009 a) ser på egenkapitalrentabilitet i forhold til egenkapitalkrav som mål på om bedriften genererer superrentabilitet. Superrentabilitet er et begrep som brukes dersom et selskap klarer å oppnå en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn egenkapitalkravet (Knivsflå, 2009 a: 03-5).

3.1. Rammeverk for strategisk analyse

I denne oppgaven har jeg valgt å bruke en SWOT-analyse som det strategiske rammeverket. SWOT står for strength, weakness, opportunities and threats. SWOT-analysen fokuserer på interne sterke og svake sider internt i selskapet (SW), og eksterne muligheter og trusler bransjen møter (OT) (Barney, 1997).

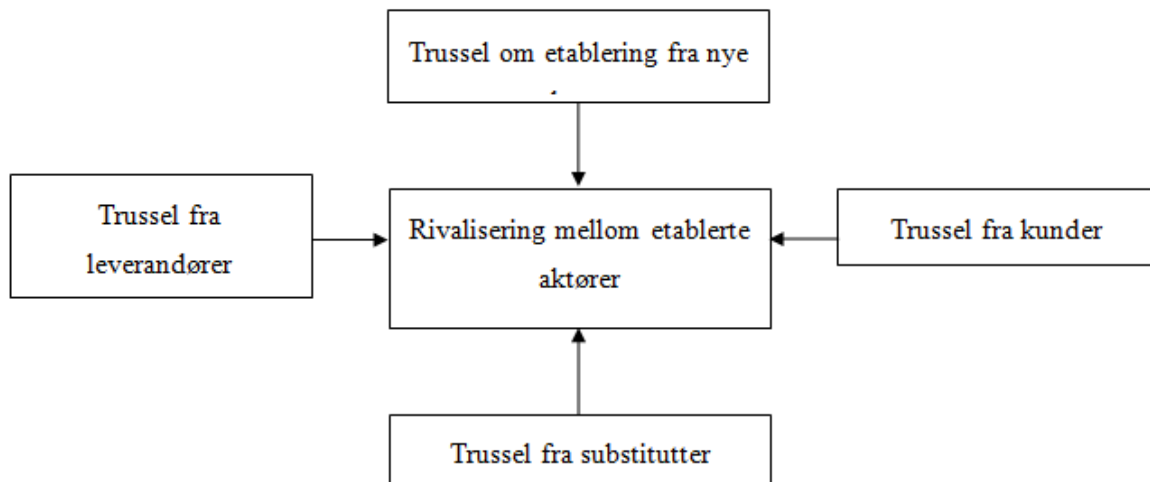


Figur 4 Rammeverk for strategisk analyse⁴

⁴ (Knivsflå, 2009 a: 03-18)

3.1.1. Ekstern analyse: Porters five forces

For å analysere eksterne forhold, muligheter og trusler, bruker jeg det kjente rammeverket Porters five forces. Hensikten med å benytte dette rammeverket er å identifisere hva som bestemmer bransjens gjennomsnittslønnsomhet, samt å analysere attraktiviteten til ulike posisjoner i bransjen (Kinserdal, 2010 a).



Figur 5 Porters five forces⁵

En mulighet er forhold i de eksterne omgivelsene som kan hjelpe bedriften til å oppnå strategisk konkurransevne. Motsatt er en trussel eksterne forhold som kan hindre bedriftens evne til å oppnå strategisk konkurransevne. Formålet med den eksterne analysen er at en klarer å identifisere de eksterne mulighetene og truslene som bedriften kan stå ovenfor (Hitt et al., 2001).

Etableringsbarrierer:

I følge Hitt et al. (2001) vil eksisterende aktører i et marked forsøke å utvikle etableringsbarrierer for å forhindre at nye aktører etablerer seg. Etableringsbarrierer kan deles opp i strukturelle og strategiske, og kan typisk være stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kapitalbehov, læringskurveeffekter og lignende.

Trussel fra leverandører:

Hovedspørsmålet en stiller seg for å vurdere leverandørenes forhandlingsmakt, er i hvilken grad aktørene i de ulike trinnene i verdikjeden kan påvirke betingelsene i transaksjonene

⁵ Hill og Jones, 2004

(Lien, 2008 a). Faktorer som påvirker den vertikale forhandlingsmakten kan være kapasitetsutnyttelse, grad av faste kostnader osv. I følge Hitt et al. (2001) så har leverandører stor forhandlingsmakt dersom noen få store selskaper dominerer markedet, og er færre aktører enn industrien den leverer til.

Trussel fra kunder:

Kunder kan ha forhandlingsmakt ved at de krever økt kvalitet, bedre service og lavere priser. I følge Hitt et al. (2001) har kunder stor forhandlingsmakt dersom de kjøper store volumer av leverandørens totale salg, står for en signifikant andel av leverandørens salgsinntekter eller har lave byttekostnader. Jo mer informasjon kjøperen besitter om leverandørens kostnader, jo mer øker kundens forhandlingsmakt.

Trussel fra substitutter:

I følge Lien (2008 a) er et substitutt et produkt eller en tjeneste som kunder vurderer som erstatning til fordel for bransjens egne. Ved analyse av substitutter, bør man se på produkter som i dag ikke er konkurransedyktig, men som i fremtiden kan bli det. Eksistensen av substitutter er avgjørende for bransjens profitt, og et stort antall eksisterende substitutter, vil begrense bransjens profitt (Hill og Jones, 2004).

Rivalisering mellom etablerte aktører:

I følge Hill og Jones (2004) skjer rivaliseringen mellom de etablerte aktørene primært på tre dimensjoner: Bransjens konkurransestruktur, vekst og utgangsbarrierens størrelse. Jo mindre begrensninger det er på rivaliseringen mellom aktørene, jo mer press vil lønnsomheten møte (Lien, 2008 b).

3.1.2. Intern analyse: VRIO-analyse

For å analysere de interne sterke og svake sidene i bedriften, benyttes en VRIO-analyse, som i det norske fagspråket ofte kalles SVIMA-analyse. Alle ressurser er ikke like viktig, og en ressurs må tilfredsstillende fire krav for å kunne gi varig konkurransefortrinn:

- Verdifull for kundene (Value)
- Sjelden ressurs i markedet eller mellom konkurrentene (Rarity)
- Vanskelig for konkurrenter å imitere (Imitation)
- Effektivt organisert (Organization)

Hovedproblemstillingen en må finne svar på ved analysen av den ressursbaserte strategien, er hvorfor noen bedrifter gjør det bedre enn andre selv om de konkurrerer i de samme omgivelsene (Kinserdal, 2010 a). Barney (1997) deler ressursene inn i fire generelle ressurskategorier. Disse er finansiell kapital, fysisk kapital, humankapital og organisatorisk kapital.

3.2. Strategisk analyse for Aker Solutions

Ved hjelp av de presenterte strategiske rammeverkene, vil jeg nå analysere Aker Solutions strategiske posisjon.

Aker Solutions langsiktige strategiske satsingsområder er (Aker Solutions, 2010):

- Satsing på løsninger for værhardt klima og dypt vann
- Løsninger for brønnstrøm og reservoar
- Vekst innen servicemarkedet
- Videreutvikling av konsernets sterke posisjon i det voksende MMO-markedet i Nordsjøen
- Flytting av tyngdepunktet for P&C mot Kina, India og Sør-Amerika
- Øke effektivitet og fleksibilitet på kostnadsbasen
- Fortsette å forbedre HMS-prestasjonene

3.2.1. Ekstern analyse

Den eksterne analysen for å finne muligheter og trusler for leverandørindustrien gjøres gjennom å bruke Porters five forces. Kulepunktene under hvert av disse avsnittene representerer konklusjonen for hver av ressursene.

Etableringsbarrierer:

Kapitalbehov:

På grunn av at bankene har strammet inn sin utlånspraksis som følge av finanskrisen, vil det å skaffe finansiering bli mer krevende for aktører som vurderer og tre inn i markedet. I tillegg er oljeselskapenes nybyggingsaktivitet redusert som følge av finanskrisen. Dette påvirker bransjens andel av nye leveranser kontra service, da oljeselskaper i perioder med dårligere inntjening heller satser på oppgradering av eksisterende oljefelt for å oppnå lavere kostnad per produserte enhet. Selv om det den senere tid har blitt noe lettere å skaffe finansiering, på

grunn av økt risikoappetitt hos banker og investorer, er markedet fremdeles preget av finanskrisen. Dette gjør etableringsbarrieren betydelig, både på kort og lang sikt.

Effektiv tilgang til knappe innsatsfaktorer (know-how)

Utviklingen i leverandørindustrien går mot stadig flere oppdrag på dypt vann, i krevende klimatiske og sårbare områder som krever miljøvennlige løsninger (Aker Solutions, 2010: 18). For og lykkes med disse utfordringene kreves det at selskapene har evnen til å tiltrekke seg ansatte med solid dybdekompetanse, samt være proaktiv i den teknologiske utviklingen. Med dagens mangel på ingeniører, vil eventuelle nykommere måtte strekke seg langt for å tiltrekke seg ansatte med erfaring fra bransjen. Dette styrker etableringsbarrieren i bransjen.

- Trussel om etablering fra nye aktører er moderat, og fallende

Leverandørers forhandlingsmakt:

Relativ konsentrasjon

Aker Solutions leverandørkostnader er i stor grad knyttet til underleverandører på de ulike prosjektene selskapet er engasjert i. Antall underleverandører i bransjen er stort. For Aker Solutions, som er en av få internasjonale totalleverandører, betyr det at de mange, små underleverandørene har begrenset med forhandlingsmakt. Det er derfor liten sannsynlighet for at leverandørers forhandlingsmakt gjør at marginene i bransjen reduseres, eller at kvaliteten på materialer og tjenester som leveres, reduseres.

Kapasitetsutnyttelse

Ved høy aktivitet og kapasitetsutnyttelse, vil leverandører ha økt vilje til å si nei til mindre lønnsomme prosjekter. Dette var situasjonen for noen år siden da oljeprisen var rekordhøy, og leverandørenes forhandlingsmakt var betydelig sterkere på den tiden i forhold til dagens situasjon. I dag er oljeprisen nesten halvert i forhold til da den nådde all time high for noen år siden, noe som har medført færre kontrakter å kjempe om for leverandørene.

- Leverandørers forhandlingsmakt er lav og ventes ikke å tilta

Kunders forhandlingsmakt

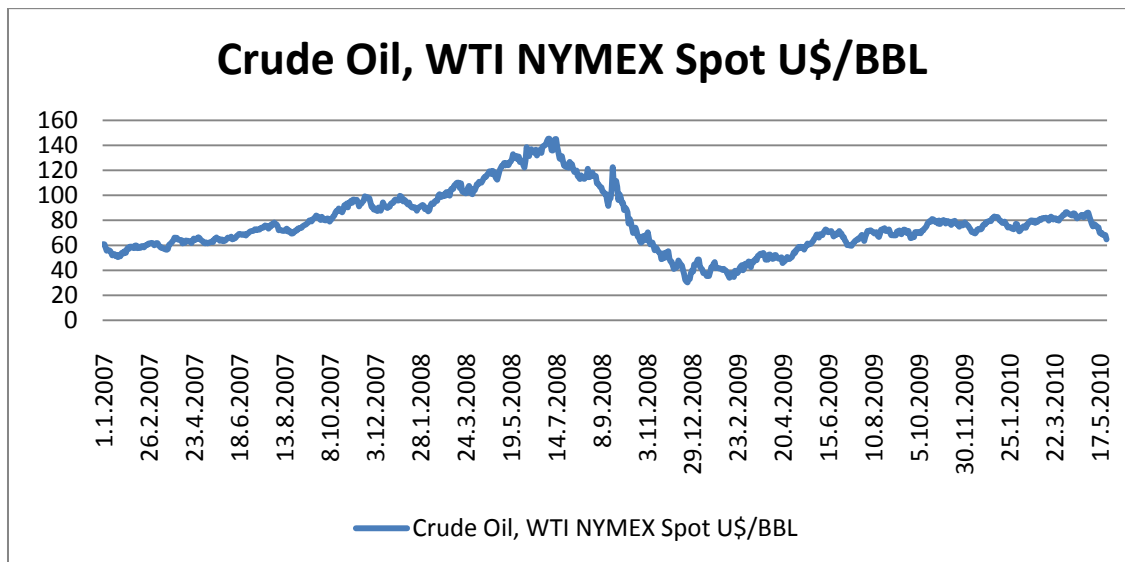
Relativ konsentrasjon

Leverandørindustrien opererer i bransjer der kundene er forholdsvis få i de ulike nisjene (Aker Solutions, 2010: 18). På grunn av få kunder i de ulike nisjene leverandørindustrien betjener, har de historisk hatt høy forhandlingsmakt. Frem til den internasjonale finanskrisen slo til med full kraft høsten 2008, opplevde industribedrifter, som er konjunkturutsatt, en kraftig

økning i prisen på innsatsfaktorer som materialer og arbeidskraft. I kombinasjon med maksimal kapasitetsutnyttelse, førte dette til en høy pris i hele leverandørkjeden, som igjen medførte at sluttbrukerne hadde en høy betalingsvillighet. Nedgangen i verdensøkonomien, som ga fallene brutto nasjonalprodukt verden over, medførte redusert press i hele leverandørkjeden, som gjør at kundene nå forventer lavere priser. Prispresset i bransjen ventes også å tilta etter hvert som flere av leverandørene får økt ledig kapasitet (Aker Solutions, 2009: 6).

Relasjonsspesifikke investeringer

Oljeprisen er avgjørende for aktivitetsnivået leverandørindustriens hovedmarkeder, da denne påvirker oljeselskapenes valg og prioritering mellom nye utbygginger eller oppgradering av eksisterende fasiliteter for å oppnå økt utvinning fra disse oljefeltene. Oljeprisen har større betydning en gassprisen, fordi de store og energiselskapenes inntekter består av en langt høyere andel oljeinntekter i forhold til gassinntekter. For et energiselskap som Statoil, står gassinntektene for kun i overkant av 20% av de totale inntektene (Statoil, 2010). Andelen av nye leveranser kontra service til eksisterende fasiliteter vil derfor variere over tid med oljeprisen. Figuren under viser oljeprisutviklingen fra og med 01.01.2007:



Figur 6 Oljepris⁶

Perioder med lav oljepris, fører til at nybygg utsettes. Dette fører til at oppgradering av eksisterende installasjoner blir prioritert, noe som bidrar til lavere kostnad per oljefat. I perioden med rekordhøy oljepris, var oljeselskapene lite fokusert på kostnader, og heller på

⁶ Kilde: Datastream

økt vekst og produksjon. I følge Statoil (2010) har dette fokuset nå dreid seg i retning av reduksjon av kostnader, for å kunne oppnå så lav produksjonskostnad per fat som mulig. Dette gjør at vedlikeholdsandelen for leverandørindustrien har holdt seg stabil den senere tid, mens nybyggaktiviteten har vist en synkende trend i tråd med synkende oljepris (Aker Solutions, 2010).

- Kundenenes forhandlingsmakt er middels, men stigende

Trussel fra substitutter

Umodne substitutter

Aker Solutions er i hovedsak leverandør til energi- og prosessindustrien, og den største substituttrusselen en kan se for seg er derfor at andre energiformer blir mer attraktive enn olje og gass, for eksempel solceller som har fått stor oppmerksomhet i de senere år. Trusselen fra alternative energikilder som solceller er imidlertid redusert den senere tid, blant annet gjennom at Tyskland har redusert subsidieordningen for solceller (Dagens Næringsliv, 2010 a). Dette er et signal som vil gi energiselskaper mindre insentiv for satsing på fornybar energi. Naturgass har den senere tid blitt kraftig utfordret av skifergass, som på grunn av ny teknologi for utvinning av gassen, har blitt langt mer lønnsomt å produsere (Dagens Næringsliv, 2010 c). Dette har ført til et tilbudsoverskudd av naturgass, som dermed har opplevd et kraftig prisfall den senere tid. Resultatet av den dårlige naturgassprisen er at for eksempel Gazprom har stilt spørsmålsteget om utbygging av det gigantiske gassfeltet Shtokman.

Verdens energibehov vil øke i årene som kommer, spesielt drevet av vekstmarkeder som Kina og India. En reell trussel fra substitutter må derfor kunne sies å være for langt frem i tid til at det kan betraktes som et substitutt. I følge Aker Solutions (2010: 18) er de eksisterende olje- og gassfeltene ikke i stand til å dekke etterspørselen etter energi på lengre sikt. Dette vil etter hvert, det vil si innen 5 - 10 år, presse frem nye investeringer knyttet til olje- og gassutvinning.

- Dagens trussel fra substitutter er lav

Rivalisering mellom etablerte aktører

Konkurransestructur

Markedet av leverandører som tilbyr avansert teknologi kombinert med å tilby komplette løsninger, er konsolidert, det vil si at det er få konkurrenter. Selv om det forventes et vedvarende høyt aktivitetsnivå her, spesielt på vedlikehold av eksisterende anlegg, så vil

konkurransen blant aktørene tilta. I det norske markedet er det i hovedsak internasjonale aktører som bidrar til økt rivalisering (Aker Solutions, 2010 b). Dette fikk man et eksempel på da tildelingen av en stor kontrakt på Goliat-feltet fant sted. ENI tildelte kontrakten til koreanske Hyundai Heavy Industries, som hadde et langt lavere tilbud enn Aker Solutions (Dagens Næringsliv, 2010 b). Dette fremhever at marginene i bransjen presses og truer lønnsomheten.

Aker Solutions (2009: 6) hevder at selskapet ”vil opprettholde strategien om å velge, vinne og gjennomføre de prosjektene som det er riktig å engasjere seg i, og derved søke å unngå kontrakter som ikke gir grunnlag for tilfredsstillende resultater.” Prispresset i leverandørindustrien har imidlertid tiltatt etter hvert som aktørene har fått økt ledig kapasitet på grunn av den internasjonale finanskrisen (Aker Solutions, 2010).

Vekst

Ettersom størstedelen av dagens olje- og gassproduksjon kommer fra anlegg på land eller plattformer på begrenset havdyp, kommer fokuset til å dreie seg mot installasjoner på dypere vann fremover (Aker Solutions, 2010). Leverandørene som er posisjonert for en utvikling i denne retningen, er godt plassert for fremtidig vekst i bransjen.

Utgangsbarrierer

Mye av netto driftskapital er bundet opp i anlegg og utstyr, som gjør utgangsbarrierene betydelig. Imidlertid vil verft og utstyr være omsettelig i et annenhåndsmarked, ettersom konsolideringen i bransjen ventes å vedvare i tiden som kommer på grunn av økende konkurranse. Det vil si at det ventes fusjoner og oppkjøp i bransjen i tiden fremover. For Aker Solutions ser man dette gjennom kjøpene av selskaper fra Aker ASA, samt at P&C er for salg.

- Rivaliseringen mellom etablerte aktører er høy

3.2.1.1. Oppsummering av ekstern analyse

Tabellen under viser oppsummering av den eksterne analysen, og hvordan kreftene i Porters five forces påvirker leverandørindustrien.

Trussel	Lav	Moderat	Høy	Trend
Etableringsbarrierer		X		↘
Leverandørers forhandlingsmakt	X			→
Kunders forhandlingsmakt		X		↗
Substitutter	X			→
Rivalisering			X	→

Tabell 1 Oppsummering av ekstern analyse

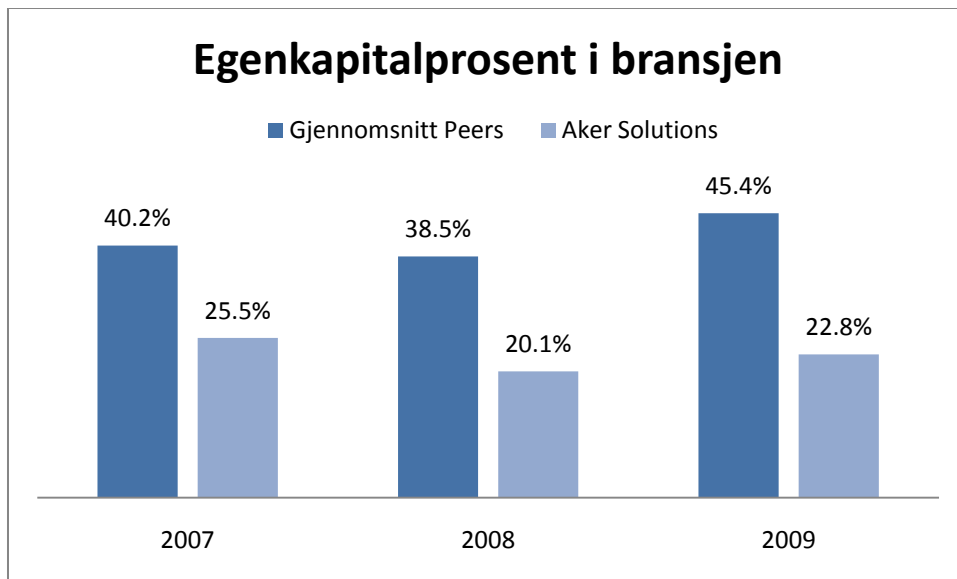
Som vi ser, har leverandørene lav forhandlingsmakt samtidig som trusselen fra substitutter er lav. Dette forklarer bransjefordel som en kilde til superprofitt, det vil si rentabilitet større enn kravet. På den andre siden av skalaen er dagens rivalisering mellom eksisterende aktører høy, en situasjon som ventes å vedvare. Dette er forhold som truer fremtidig superprofitt.

3.2.2. Intern ressursbasert analyse – VRIO

I den interne ressursbaserte analysen er fokuset på finansiell kapital, fysisk kapital, humankapital og organisatorisk kapital.

Finansiell kapital:

Jeg velger å analysere Aker Solutions finansielle kapital på bakgrunn av rapporterte regnskapstall. Aker Solutions inntekter falt i 2009. Fallet var som forventet, og skyldtes virkningene av finanskrisen. Aker Solutions var imidlertid godt posisjonert for en periode med lavere aktivitet. Gjennom kostnadsreduksjoner ble årsresultatet på linje med resultatet for 2008, justert for valutaeffekter og andre engangsposter (Aker Solutions, 2010: 4).



Figur 7 Gjennomsnittlig egenkapitalprosent i bransjen⁷⁸

Figur 7 viser egenkapitalprosenten blant bedriftene som inngår i bransjegjennomsnittet. Som vi ser av tabellen, har Aker Solutions vesentlig lavere egenkapitalprosent i forhold til bransjegjennomsnittet. Aker Solutions hevder likevel at det er godt rustet til å møte de utfordringer og muligheter som vil komme i bransjen fremover (Aker Solutions, 2010: 10). Det er ikke ventet å komme i konflikt med covenants i låneavtalene, og har en solid kontantbeholdning. En emisjon anser jeg derfor som lite sannsynlig.

Aker Solutions kan ikke sies å ha noen bedre posisjon enn konkurrentene når det kommer til finansiell kapital, men en ulempe. Flere av konkurrentene kan styrke sin finansielle posisjon ved å øke gjeldsgraden, og fremdeles opprettholde en egenkapitalandel høyere enn Aker Solutions. Den fleksible kostnadsbasen til Aker Solutions, som er oppnådd ved å ha færre fast ansatte og mer innleid personell, er imidlertid et kostnadsfortinn i forhold til konkurrentene. Denne fordel kan imidlertid ikke sies å være sjelden eller varig, og oppfyller dermed ikke VRIO-kriteriene, som sier at en ressurs må være verdifull, sjelden, vanskelig å imitere og være effektivt organisert.

- Ingen fordel knyttet til finansiell kapital

Fysisk kapital

Aker Solutions fysiske kapital er i hovedsak teknologien selskapet utvikler og benytter.

⁷ Egenkapitalprosent = (Egenkapital+Minoritetsinteresser)/Totalkapital

⁸ Kilde: Datastream

Teknologi

Aker Solutions har i lengre tid satset på å være ledende i den teknologiske utviklingen. Dette er en strategi selskapet vil videreføre. Selskapet er anerkjent for å være en av få leverandører som kombinerer avansert teknologi, sammen med evnen til å levere komplette løsninger (Aker Solutions, 2010). Siden mange av verdens fremtidige olje- og gassfelt ventes å ligge i områder med værhardt klima og på dypt vann, har selskapet her en sterk posisjon. Denne sterke posisjonen tror jeg vil tilta fremover, blant annet på grunn av kompleksiteten disse operasjonene innebærer. Jeg anser Aker Solutions posisjon når det gjelder teknologi til å tilfredsstillere VRIO-kriteriene. Aker Solutions utvikler selv teknologi, noe som gjør at den er svært vanskelig å imitere.

- Strategisk fordel knyttet til fysisk kapital, som er tiltagende

Humankapital

Ingeniører og teknisk personell

For å kunne utnytte og utvikle unik teknologi slik som Aker Solutions (2010) hevder selskapet gjør, er man helt avhengig av å ha de fremste ingeniørene i verden. I følge selskapet selv er menneskene (de ansatte) Aker Solutions viktigste ressurs, og konsernets medarbeiderutvikling sees på som et viktig konkurransefortrinn (Aker Solutions, 2010). Det vil være naturlig at selskapet fremhever disse sidene fra sitt perspektiv, også for å gjøre selskapet til en foretrukket arbeidsgiver. Derfor er det viktig å analysere om det er hold for påstandene konsernet kommer med.

Selskapets konkurrenter har også solid kompetanse, men det som skiller de fra Aker Solutions, er at de mangler et så helhetlig og gjennomført opplæringsprogram som det Aker Solutions tilbyr, blant annet gjennom Aker Academy, som er den interne arenaen for kompetansebygging i selskapet. I tillegg har selskapet en helhetlig HMS-kultur gjennom Just CareTM - begrepet som er et symbol og merkenavn på HMS-kulturen i selskapet (Aker Solutions, 2010). Det kan stilles spørsmål ved vanskelighetsgraden av å imitere dette, men jeg mener at å bygge opp et tilsvarende helhetlig kompetanseprogram vil ta svært lang tid. Jeg mener derfor at Aker Solutions her har et vedvarende konkurransefortrinn som tilfredsstiller VRIO-kriteriene. Just CareTM- begrepet er derimot noe som lett lar seg imitere, og således ikke noe som skaper varig konkurransefortrinn.

Organisasjon og ledelse

Gjennom 2008 og 2009 har restrukturering av Aker Solutions forretningsområder vært i fokus. Dette for å bedre tilpasse organisasjonen etter kundenes behov (Aker Solutions, 2009). Tiltak for kostnadsbesparelser har blitt gjennomført parallelt med restruktureringen, og har resultert i en mer fleksibel kostnadsbase enn tidligere. Dette gjorde at Aker Solutions var godt rustet for en periode med mindre aktivitet da finanskrisen slo inn høsten 2008. Dette er imidlertid ikke nok til å tilfredsstille VRIO-kriteriene. Dette er tiltak som konkurrentene lett kan kopiere, og skaper således ingen varige konkurransefortrinn.

Aker Solutions har en konsernledelse hvor alle har bred erfaring fra bransjen selskapet opererer innenfor. Administrerende direktør Simen Lieungh har over 20 års erfaring med store feltutviklingsprosjekter (Aker Solutions, 2010). Det er imidlertid gjennomgående for alle konkurrenter at konsernledelsen har bred bransjeerfaring og internasjonal erfaring. Å ha inngående bransjekunnskap for bransjen en opererer i er en grunnleggende forutsetning for å være konkurransedyktig, og kan således ikke ses på som et varig konkurransefortrinn.

- Strategisk fordel knyttet til humankapital gjennom teknisk personell

Organisatorisk kapital

Som nevnt i forrige avsnitt, er restruktureringen av organisasjonen i form av å bli mer kundeorientert, en positiv utvikling. Selskapet har også igjennom 2009 økt fokuset på prestasjonskulturen, gjennom blant annet å fokusere klarere på måloppnåelse samt at en andel av lønnen til både ledere og medarbeidere er en variabel resultatlønn (Aker Solutions, 2010: 17).

Posisjonering

Utviklingen mot mer komplekse løsninger innen olje- og gassindustrien, gjør at store energiselskaper vil være kundene som Aker Solutions er posisjonert for inngå kontrakter med. Gode relasjoner med disse gjennom tidligere utførte oppdrag, samt fokus på komplekse løsninger, vil være viktig for å kunne imøtekomme kundenes krav. I følge Aker Solutions (2010) domineres dagens kundeportefølje av ledende nasjonale og internasjonale aktører. Disse aktørene er også de som i hovedsak har finansiell kapasitet til å gjennomføre utbygginger i mer komplekse områder enn hvor dagens olje- og gassreserver befinner seg. Jeg mener at Aker Solutions har posisjonert seg godt for fremtiden, men at dette ikke kan sies å tilfredsstille VRIO-kriteriene.

Eierskap

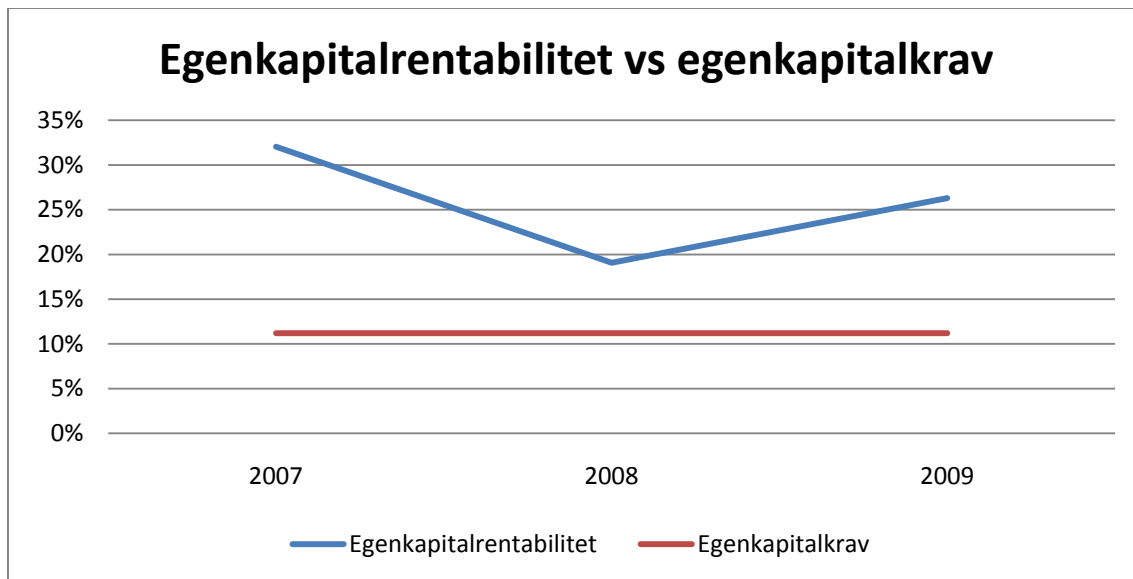
Aker Solutions største eier er som nevnt i kapittel 2, Aker Holding AS (Aker Solutions, 2010). Aker Holding er resultatet av et samarbeid mellom Aker ASA, Den Norske Stat og de svenske selskapene Investor AB og SAAB. Samarbeidet oppsto i forbindelse med Aker ASAs nedsalg i Aker Solutions. Aker Holding kontrolleres av Aker ASA med en eierandel på 60%, som igjen kontrolleres av Kjell Inge Røkke og hans selskap The Resource Group (Aker Solutions, 2010). Det å ha en stor, dominerende eier gjør at minoritetsaksjonærer i enkelte tilfeller kan bli overkjørt. Mange, deriblant analytikere og politikere, mente dette var tilfellet da Aker Solutions i april 2009 kjøpte aksjer i fire selskaper fra Aker og DOF (Aker Solutions, 2009). Dette gjør at denne type selskaper, som har én dominerende eier, ofte handles med en majoritetsrabatt, også kalt illikviditetsrabatt. Jeg mener at Aker Solutions ikke har noen strategisk fordel av eierskapet, snarere en ulempe.

- Ingen strategisk fordel knyttet til organisatorisk kapital

3.2.3. Oppsummering av strategisk analyse

Som nevnt i innledningen, skal den strategiske analysen resultere i en konklusjon på om selskapet har evne til å generere superprofitt gjennom høyere egenkapitalrentabilitet enn egenkapitalkravet.

Fra den strategiske analysen kan jeg oppsummere med at mulighetene leverandørindustrien står ovenfor er høy forhandlingsmakt overfor leverandører, samt lav trussel fra substitutter. Internt har Aker Solutions ressursfordeler knyttet til fysisk kapital og humankapital gjennom selskapets tekniske personell. Fordel knyttet til fysisk kapital er svært kostbart og vanskelig for konkurrentene å kopiere. Dette gjør at denne vil tilta, samt være vedvarende over lang tid. Fordel knyttet til humankapital er enklere og mindre kostbart å kopiere for konkurrentene, noe som gjør at trenden for hvor vedvarende denne er i fremtiden er fallende. Disse ressursene er uansett muligheter og sterke sider som er sterk nok til å kunne generere superprofitt for Aker Solutions, også i fremtiden, ettersom de tilfredsstillter VRIO-kriteriene. Figur 8 viser egenkapitalrentabiliteten sammenlignet med egenkapitalkravet, altså superprofitt i perioden 2007 – 2009.



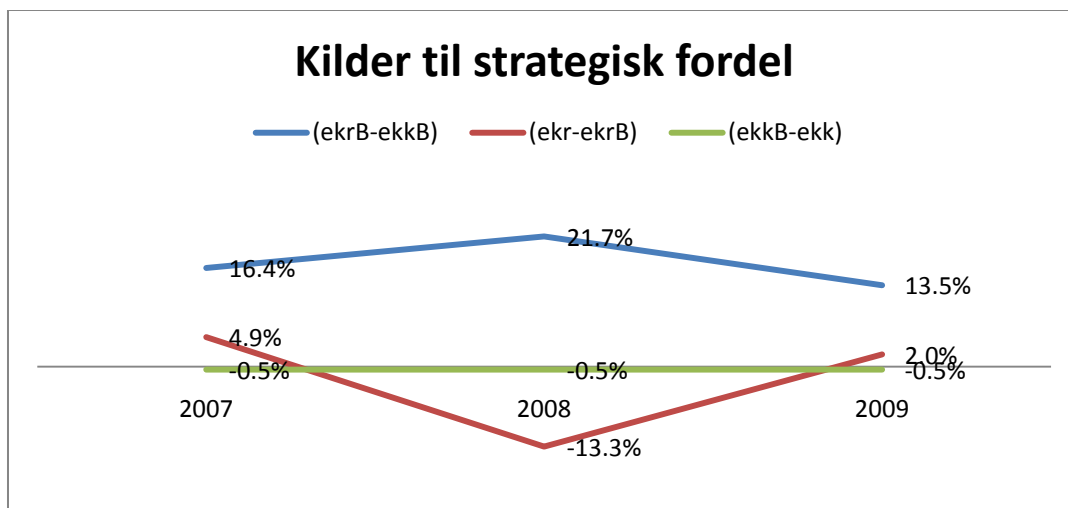
Figur 8 Historisk superprofitt

Som vi ser har utnyttelse av muligheter og sterke sider, resultert i at selskapet har generert superprofitt de siste tre årene. Beregningen av både egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav er inngående beskrevet i avsnitt 4.6.2.2.

For å finne kildene til den strategiske fordelene, dekomponeres egenkapitalrentabilitet – egenkapitalkrav til følgende:

$$(ek_{r_B} - ekk_B) + (ek_r - ek_{r_B}) + (ek_{k_B} - ekk) \text{ (Knivsflå, 2009 a: 03-17)}$$

$(ek_{r_B} - ekk_B)$ måler den eksterne bransjeorienterte strategiske fordelene. Denne sier altså ikke noe om selskapsspesifikke prestasjoner, men om lønnsomheten i bransjen generelt. $(ek_r - ek_{r_B})$ måler Aker Solutions egenkapitalrentabilitet mot lønnsomheten generelt i bransjen. Dette gir altså et mål på om konsernet har en intern ressursbasert strategisk fordel. $(ek_{k_B} - ekk)$ er også et mål på intern ressursbasert fordel, men måler her om egenkapitalkravet i bransjen er høyere enn for selskapet. Dette er altså et mål på risiko. Dekomponeringen gir følgende resultat:



Figur 9 Kilder til strategisk fordel⁹

Som vi ser, utgjør bransjefordelen, $(ekr_B - ekk_B)$, hoveddelen av grunnlaget for strategisk fordel. Denne skyldes høy forhandlingsmakt ovenfor leverandører, samt lav trussel fra substitutter. Men vi ser også, med unntak av 2008, at Aker Solutions genererer en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen. Dette skyldes ut fra den strategiske analysen, ressursfordeler knyttet til spesielt fysisk kapital, men også humankapital. Disse ressursfordelene forventer jeg vil vedvare og tilta i tiden fremover. Forskjellen i egenkapitalkravet mellom Aker Solutions og bransjen er liten. Grunnen til at kravet er høyere for Aker Solutions, er nok at selskapet gjennomgående har lavere egenkapitalprosent enn både gjennomsnittet og medianen i bransjen.

Oppsummert, gir dette Aker Solutions følgende strategisk fordel i forhold til kravet:

Strategisk fordel	2007	2008	2009
Aker Solutions ASA			
(ekrB-ekkB)	16.4%	21.7%	13.5%
+ (ekr-ekrB)	4.9%	-13.3%	2.0%
+ (ekkB-ekK)	-0.5%	-0.5%	-0.5%
= Strategisk fordel (ekr-ekK)	20.8%	7.9%	15.1%

Tabell 2 Kilder til strategisk fordel

⁹ Kilde: Nøkkeltall beregnet med tall hentet fra Datastream

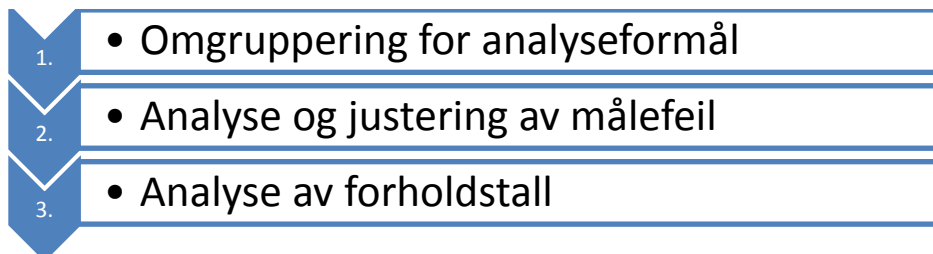
4. Regnskapsanalyse

Dette kapitlet vil fokusere på analyse av historiske regnskapstall. Strategisk regnskapsanalyse innebærer bruk av enkle matematiske teknikker, at en forstår regnskap og at en vurderer bedriftens strategi til å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i bedriften, samt å vurdere bedriftens fremtidsutsikter (Hawkins, 1998). Den strategiske regnskapsanalysen vil sammen med den strategiske analysen danne grunnlaget for å budsjettere fremtidige kontantstrømmer.

Jeg starter med å presentere teori og rammeverk som benyttes i del 1. I del 2 anvender jeg dette til å få inngående kjennskap til Aker Solutions økonomiske situasjon.

4.1. Rammeverk for strategisk regnskapsanalyse

Siden Aker Solutions er notert på Oslo Børs, er selskapet pliktig til å rapportere regnskapstall etter International Financial Reporting Standards (IFRS). I denne oppgaven har jeg et investororientert fokus. Rapporterte regnskap vil være mest relevant for kreditororientert regnskapsanalyse i den formen de kommer, og det er derfor nødvendig å omgruppere regnskapstallene for investororientert analyse. Rammeverket for investororientert regnskapsanalyse innebærer tre steg (Knivsflå, 2009 b):



Figur 10 Steg i regnskapsanalyse¹⁰

Før jeg starter på selve rammeverket for regnskapsanalyse, må noen praktiske forutsetninger avklares:

¹⁰ Knivsflå, 2009 b: 04-76

1. Valg av analysenivå

Det første jeg må gjøre er å ta stilling til om jeg vil se på selskapet samlet eller delt, og om jeg vil se på selskapet Aker Solutions, eller konsernet. I følge Knivsflå (2009 b: 04-22) bør virksomheter med forskjellige forretningsområder, analyseres hver for seg.

Som nevnt tidligere består Aker Solutions av fire forskjellige forretningsområder, med forskjellige typer utfordringer. Å finne nøkkeltall som egner seg for strategisk regnskapsanalyse for hvert enkelt forretningsområde er imidlertid vanskelig. Det vil i tillegg gjøre kapittelet svært langt fordi en da må sammenligne med peers for hvert enkelt forretningsområde. Jeg har derfor valgt å analysere på overordnet nivå.

2. Valg av analyseperiode

Det neste jeg må gjøre er å ta hensyn til hvilken periode jeg skal se på de historiske regnskapstallene. Valg av analyseperiode avhenger av hvor stabil bedriftens virksomhetsområder har vært over tid. Dersom virksomhetens karakter ikke har endret seg mye over tid, taler dette for en lang analyseperiode (5-10 år), for å kunne vise lange trender (Knivsflå, 2009: 04-27). I motsatt tilfelle, dersom virksomhetens karakter har endret seg signifikant de seneste årene, bør det benyttes en kort analyseperiode (3 år), fordi historiske tall er lite representative for dagens virksomhetsområder (Kinserdal, 2010 b).

Aker Solutions har de siste årene vært gjennom restrukturering for alle forretningsdivisjonene, og dette er ventet å vedvare også i 2010. Det gjør at å analysere tall langt tilbake ikke representerer dagens virksomhet, og jeg velger derfor å analysere regnskapstall basert på de siste tre årene, det vil regnskapsårene 2007 - 2009. Dette fordi Aker Solutions for disse årene rapporterer segmentinformasjon basert på slik forretningsområdene fremstår i dag.

3. Valg av benchmark

Siste steg er å bestemme valg av selskaper som skal inngå i benchmark, det vil si sammenlignbare selskaper. Knivsflå (2009 b: 04-31) sier at en kan måle benchmark basert på bransjegjennomsnittet hvor selskapet som analyseres selv inngår, eller mot "Peers",

som er andre sammenlignbare selskaper. Aker Solutions består av forskjellige forretningsdivisjoner, med forskjellige "Peers" for hver divisjon. Dette gjør at jeg velger å benytte "Peers" som benchmark.

4.2. Omgruppering for investororientert regnskapsanalyse

Formålet med å omgruppere for investororientert analyse er å skreddersy resultat- og balanseoppstillingen til det formålet årsregnskapet skal brukes til. Den opprinnelige oppstillingen etter IFRS er i hovedsak kreditororientert. Siden potensielle investorer i hovedsak ønsker estimat på den fremtidige inntjeningen til egenkapitalen, er det nødvendig å omgruppere ved investororientert regnskapsanalyse. Dette gjøres for å kunne fokusere på den normaliserte verdiskapningen og utdelingen til investorene, samt å kunne forklare kildene til den normaliserte verdiskapningen (Knivsflå, 2009 c: 05-5 og 05-8).

4.2.1. Steg i omgruppering

Omgrupperingen består av fire steg:

1. Avsatt utbytte = Egenkapital

Etter NGRS¹¹ skal foreslått utbytte føres som kortsiktig gjeld, fordi det skal utbetales til eierne dersom det vedtas av generalforsamlingen. Men i en investororientert regnskapsanalyse, er dette en forpliktelse som vil tilfalle eierne, og som derfor ikke kan sies å være en gjeldspost. I tillegg finansieres avsatt utbytte svært sjelden ved å ta opp gjeld (Penman, 2007).

Etter IFRS derimot avsettes det ikke for foreslått utbytte, men egenkapital reduseres med det utbetalte utbyttet. I et slikt tilfelle er det derfor ikke nødvendig å justere egenkapital i forhold til utbytte. Dersom en likevel finner avsatt utbytte under kortsiktig gjeld i et regnskap ført etter IFRS, bør en justere tilbake til egenkapital på samme måte som etter NGRS (Knivsflå, 2009 c).

2. "Dirty surplus" = Resultatelement

Dirty surplus innebærer et brudd på kongruensprinsippet. Kongruensprinsippet sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og inngå i årsresultatet. Ved brudd på dette

¹¹ Norsk God Regnskapsskikk

prinsippet, altså dirty surplus, føres inntekter og kostnader direkte mot egenkapitalen (Knivsflå, 2009 c: 05-24). Dette medfører at endring i egenkapitalen avviker fra det som kommer frem i årsresultatet. Dirty surplus er mer vanlig etter IFRS enn NGRS. Grunnen til det er at bruk av IFRS medfører utstrakt bruk av virkelig verdi. IASB ønsker imidlertid heller ikke å føre alle typer verdiendringer gjennom resultatregnskapet (Knivsflå, 2009 c).

Penman (2007) nevner tre hovedgrunner til at dirty surplus oppstår:

- Urealisert gevinst/tap på verdipapirer som er tilgjengelig for salg
- Gevinst/tap ved konvertering til innenlandsk valuta
- Gevinst/tap på finansielle instrumenter

Det fullstendige nettoresultatet som medfører virkelig endring i egenkapitalen består derfor av rapportert nettoresultat pluss dirty surplus (Knivsflå, 2009 c: 05-29).

3. Normalt kontra unormalt resultat

I investororientert regnskapsanalyse skiller en mellom normalt og unormalt resultat. Grunnen til dette er at når vi skal predikere fremtidig resultat, er det normalt resultat som er relevant (Knivsflå, 2009 c). Det normale resultatet omhandler poster som er ventet å komme igjen, periode etter periode, og som derfor er relevant for prediksjon av fremtidige resultater.

Kinserdal (2010 b) benytter en normalisering av poster som inngår i EBITDA, fordi justering utover dette, det vil si finansielle poster, ikke har noen betydning for fri kontantstrøm. Det at justeringen skjer på EBITDA nivå gjør også at det kun er et fåtall av god regnskapsskikk justeringer som er nødvendig.

4. Drift kontra finansiering

Den vanlige balansen som en er vant til etter IFRS er kreditororientert, ved at den fokuserer på likviditeten til eiendeler og forfallstiden til gjeld. I en investororientert analyse ønsker vi imidlertid å fokusere på driftsinvesteringer kontra finansielle investeringer for å finne lønnsomheten til driften, og for å se på prisen på finansieringen (Knivsflå, 2009 d).

Knivsflå (2009 d: 06-6) hevder at ”verdiskapning skjer gjennom drift”. Dette avhenger imidlertid av type virksomhet og hva som klassifiseres som drift. I tillegg vil finansielle avgjørelser og risikostyring ha betydning for årsresultatet.

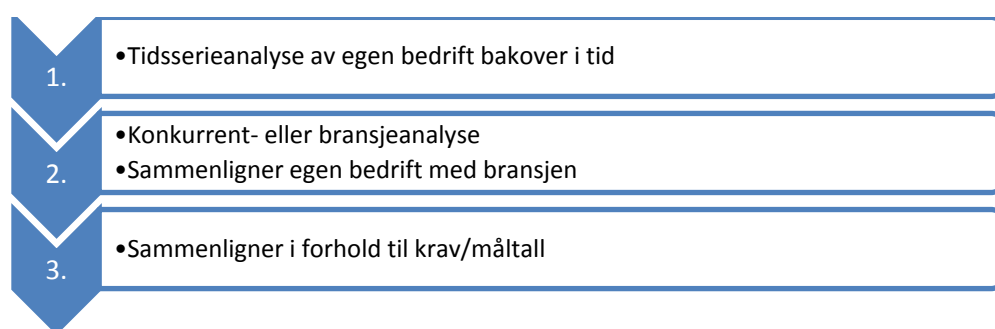
4.3. Analyse og justering av målefeil

Målefeil er at rapportert resultat avviker fra det virkelige resultatet. I følge Knivsflå (2009 e) finnes det målefeil av tre typer. Målefeil av type 1 innebærer at IASB¹² har ett annet syn enn virkelig verdi, det vil si at eiendeler måles til virkelig verdi. Målefeil av type 2 oppstår fordi IFRS tillater rapportering som avviket fra idealet¹³ og målefeil av type 3 oppstår på grunn av regnskapstilpasning og/eller kreativ regnskapsføring fra bedriftens side (Knivsflå, 2009 e: 07-9).

Målefeil går typisk i ulike retninger, og kan derfor tendere til å utjevne hverandre totalt sett. I praksis er det heller ikke vanlig å justere for målefeil (Knivsflå, 2009 e). Analyse og justering av målefeil vil derfor ikke diskuteres i denne oppgaven.

4.4. Analyse av forholdstall

Forholdstallanalyse har som formål å gi innsikt i underliggende økonomiske forhold. Tallene som analyseres bør være normaliserte for å kunne gi innsikt i langsiktige trender (Kinserdal, 2010 c). Forholdstallanalyse innebærer analyse av risiko og lønnsomhet. Analyseteknikken kan oppsummeres gjennom tre steg (Kinserdal, 2010 c):



Figur 11 Analyseteknikk av forholdstall¹⁴

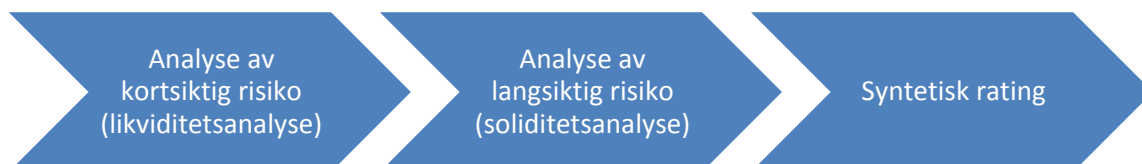
¹² International Accounting Standards Board. Standardsetter for IFRS.

¹³ Etter IFRS er føring til virkelig verdi hovedidealet.

¹⁴ Kinserdal, 2010: 11-7

4.4.1. Analyse av risiko

Risiko deles opp i kortsiktig og langsiktig risiko. Vurdering av risiko gjøres ved hjelp av en tre stegs analyse, som oppsummeres gjennom en kredittrating. Denne ratingen vil gi en kredittrisikopremie, som senere vil bli brukt til å estimere selskapets kapitalkostnad. Formålet med risikoanalysen er altså å måle Aker Solutions likviditet og soliditet mot resten av bransjen. Figuren nedenfor viser gangen i analysen av risiko:



Figur 12 Steg i analyse av risiko¹⁵

4.4.1.1. Analyse av kortsiktig risiko (likviditetsanalyse)

Analyse av kortsiktig risiko fokuserer på bedriftens evne til å dekke løpende forpliktelser. Kortsiktig likviditetsrisiko oppstår primært for å finansiere den daglige driften i selskapet (Damodaran, 2002). Det fokuseres som regel spesielt på to typer forhold: Likviditetsgrad og gjeldsdekning (Knivsflå, 2009 f).

Likviditetsgrad:

$Likviditetsgrad\ 1 = \frac{Omløpsmidler}{Kortsiktig\ gjeld}$ (Penman, 2007: 725). Likviditetsgrad 1 er altså

forholdet mellom omløpsmidler og gjeld som forfaller innen ett år. Tradisjonelle regnskapsbøker sier at LG1 bør være 2 eller mer. Dette er imidlertid avhengig av type bransje, og det er sammenligningen mot resten av bransjen som er det vesentlige. I tillegg er det en avveining mellom å minimere likviditetsrisikoen og samtidig unngå å binde opp mer og mer kontanter, noe som vil påvirke netto arbeidskapital (Damodaran, 2002: 48).

Gjeldsdekning:

Ved fokus på gjeldsdekning er fokuset ofte på gjeldsdekning gjennom nettoresultatet. Et mye brukt forholdstall er rentedekningsgrad. $Rentedekningsgrad = \frac{Driftsresultat}{Rentekostnader}$ (Damodaran, 2002: 49). Rentedekningsgraden måler bedriftens evne til å dekke løpende renteforpliktelser i

¹⁵ Knivsflå, 2009 f: 15-10

forhold til driftsresultatet før skatt. Jo høyere rentedekningsgrad, jo bedre er bedriftens evne til å kunne dekke rentekostnader fra inntekter fra driften (Damodaran, 2002).

Covenants:

Kreditorer, gjerne banker, stiller ofte krav til bedriftens kapitalstruktur gjennom bruk av ”covenants” i låneavtaler. ”Covenants” er lånevilkår som reduserer selskapets fleksibilitet med tanke på for eksempel investeringer og utbytte (Damodaran, 2002). En typisk ”covenant” er krav til minimum egenkapitalprosent. Dersom selskapet kommer i brudd med långivers ”covenants”, medfører det at lånet i prinsippet forfaller til betaling. Men i praksis innebærer det gjeldsforhandlinger, som i verste fall kan føre til konkurs for selskapet (Knivsflå, 2009 f: 15-59).

4.4.1.2. Analyse av langsiktig risiko (soliditetsanalyse)

Analyse av langsiktig risiko måler bedriftens evne til å tåle fremtidige tap. Det viktigste målet på soliditet er egenkapitalprosent. I tillegg analyserer en kapitalstrukturen i selskapet gjennom en statisk finansieringsanalyse.

Egenkapitalprosent:

Egenkapitalprosent kan sees på som en buffer til å tåle fremtidige tap.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$
 (Knivsflå, 2009 f). Jo større

egenkapital bedriften har, jo større evne har den til å bære fremtidige tap. Dette gir også mulighet til å øke gjeldsgraden.

Kapitalstruktur:

Analyse av kapitalstruktur skjer gjerne ved bruk av en finansieringsmatrise.

Finansieringsmatrisen gir et bilde av hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt. Jo raskere en kommer til bunnen av tabellen, dess mindre risikabel er finansieringen av selskapet (Knivsflå, 2009 f: 15-67).

4.4.1.3. Kredittrating

Analysen av både den kortsiktige og langsiktige risikoen oppsummeres så gjennom en kredittrating, som får betydning når bedriftens kredittrisikopremie skal estimeres. For store selskaper, utarbeides gjerne kredittrating av kredittratingbyråer som Standard & Poor's, Moody's og Fitch. Skalaen på ratingklassifiseringen strekker seg som regel fra AAA (best) til

D (dårligst). For selskaper som ikke følges av de kjente kredittratingbyråene, kan analyse av risiko oppsummeres ved hjelp av en syntetisk rating. Denne kan også være nyttig også selv om selskapet følges av et internasjonalt kredittratingbyrå, fordi det gjør at man danner en egen oppfatning av selskapets risiko (Knivsflå, 2009 f).

Rating	LG 1	Rente-dekningsgrad	EK-prosent	Netto driftsrentabilitet	Konkurs-sannsynlighet	Risikopremie
AAA	8.9	11.6	89.5%	30.8%	0.0001	0.1
AA	4.6	4.83	75.5%	21.6%	0.0012	0.15
A	2.35	3.76	55.0%	13.1%	0.0024	0.25
BBB	1.45	1.69	38.0%	8.2%	0.0037	0.4
BB	1.05	1.06	27.0%	5.4%	0.0136	0.6
B	0.75	0.49	17.5%	2.6%	0.0608	1
CCC	0.55	-0.35	10.5%	-0.2%	0.3085	3
CC	0.45	-1.17	3.0%	-3.0%	0.5418	9
C	0.35	-2.00	-10.0%	-5.8%	0.7752	27
D	0.3	-2.41	-18.0%	-7.2%	0.9999	1000

Tabell 3 Nøkkeltall for syntetisk rating¹⁶

Tabell 3 viser nøkkeltallene for hver ratingklasse. Tallene beskriver minimumskravet for å oppnå en rating. For at en bedrift skal oppnå AAA for LG1 for eksempel, må den ha en LG1 på minimum 8,9. Kolonnen risikopremie benyttes til å estimere kredittrisikopremie.

$Kredittrisikopremie = Risikofri rente \cdot risikopremie$ (Knivsflå, 2009 i: 16-51).

4.4.2. Analyse av lønnsomhet

Analyse av lønnsomhet avdekker hvordan bedriftens nåværende inntjeningssituasjon er, for deretter å sammenligne mot peers. Analyse av lønnsomhet fokuserer på rentabilitetsanalyse, og deretter dekomponering av denne for å finne kildene til lønnsomhet (Knivsflå 2009 h: 18-5).

Egenkapitalrentabilitet:

Rentabilitet måler prosentvis avkastning. Ved analyse av egenkapitalrentabilitet er fokus som regel på ordinert resultat og gjennomsnittlig egenkapital over analyseperioden.

$$Egenkapitalrentabilitet = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \text{ (Knivsflå, 2009, g).}$$

Dekomponeringen kan gjøres i forhold til tre typer kapital, avhengig av hvilken type balanseoppstillingen fokuserer på. Dette kan være totalkapital, sysselsatt kapital eller netto

¹⁶ Knivsflå, 2009 f: 15-74, 15-76 og Knivsflå, 2009 i: 16-51)

driftskapital. (Knivsflå, 2009 h). I følge Penman (2007) er bruk av netto driftskapital og foretrekke fordi den skiller klart mellom drift og finansiering. Derfor dekomponeres egenkapitalrentabilitet med hensyn på netto driftsrentabilitet i denne oppgaven.

4.5. Regnskapsanalyse for Aker Solutions ASA

Aker Solutions rapporterer som børsnotert selskap i henhold til IFRS. Fokuset i resultatregnskapet og balansen er derfor kreditororientert, og må derfor omgrupperes for investororientert analyse.

Som nevnt under avsnitt 4.1. har jeg valgt å analysere konsernet på et overordnet nivå, basert på de siste tre regnskapsårene og sammenligning mot peers.

4.5.1. Historisk regnskapsanalyse

I den historiske regnskapsanalysen er fokuset på årsregnskapet i perioden 2007 – 2009. For å kunne gi en rask introduksjon i selskapets økonomiske utvikling, starter jeg med å presentere en forenklet oversikt over historiske regnskapstall. Nedenfor er det konsoliderte resultatregnskapet, balansen og kontantstrøm for perioden presentert:

Konsolidert resultatregnskap Aker Solutions ASA (MNOK)	2007	2008	2009
Driftsinntekter	57,957	58,252	53,748
- Sum driftskostnader	54,044	54,870	49,709
= EBITDA	3,913	3,382	4,368
- Avskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger	431	615	910
= EBIT	3,482	2,767	3,458
+ Finansinntekter	105	175	27
- Finanskostnader	209	379	552
+ Andel av resultater fra tilknyttede selskaper	-2	-21	114
+ Gevinst/tap på valutaterminer	162	-439	161
= Resultat før skatt	3,538	2,103	3,208
- Skattekostnad	1,074	590	877
= Periodens resultat	2,464	1,513	2,331

Tabell 4 Historiske resultatregnskap 2007 - 2009¹⁷

Som vi kan se av resultatregnskapet, så falt driftsinntektene i 2009. Dette skyldes at Aker Solutions, som er et konjunkturutsatt konsern, ble hardt rammet av finanskrisen. Men til tross

¹⁷ Aker Solutions, 2010

for dette, har Aker Solutions klart å forbedre sitt driftsresultat og årsresultat i forhold til 2008 da driftsinntektene var på sitt høyeste. Målet med regnskapsanalysen er å gi oss dypere innsikt i årsaken til denne utviklingen.

Konsolidert balanse			
Aker Solutions ASA (MNOK)	2007	2008	2009
Sum anleggsmidler	8,650	13,150	16,082
+ Sum omløpsmidler	19,866	29,574	23,844
= Sum eiendeler	28,516	42,724	39,926
Sum egenkapital henført til eierne av morforetaket	7,099	8,450	8,976
+ Minoritetsinteresser	168	156	147
= Sum egenkapital	7,267	8,606	9,123
Sum langsiktig gjeld	4,122	8,946	9,828
+ Sum kortsiktig gjeld	17,127	25,172	20,975
= Sum gjeld	21,249	34,118	30,803
= Sum egenkapital og gjeld	28,516	42,724	39,926

Tabell 5 Konsolidert balanse 2007 – 2009¹⁸

Summen av eiendelene økte relativt kraftig fra 2007 til 2008. Hovedårsaken til dette var i hovedsak store investeringer, spesielt i forretningsdivisjonene Subsea og P&T, samt oppkjøp av Qserv Ltd. og Aker Marine Contractors AS (Aker Solutions, 2009: 9). I 2009 har det vært en svak nedgang i sum eiendeler på grunn av konsernets innsats for å redusere arbeidskapitalen. Nedgang i omløpsmidler, og spesielt kundefordringer og derivater, er derfor hovedårsaken til reduksjonen av eiendelene. Anleggsmidlene økte også i 2009, på grunn av de tidligere nevnte kjøpene fra Aker ASA.

Egenkapitalen har gjennom analyseperioden økt på grunn av overføring fra årsresultatet. Den langsiktige gjelden, som i hovedsak er rentebærende, har steget kraftig i perioden, spesielt fra 2007 til 2008. Denne økningen knytter seg i hovedsak til de nevnte oppkjøp og investeringer. Kortsiktig gjeld som i hovedsak er driftsrelatert gjeld, har sunket markant det siste året. Det er spesielt redusert leverandørgjeld og derivatforpliktelser som er grunnen til dette.

¹⁸ Aker Solutions, 2010 og Aker Kværner, 2008

Kontantstrømoppstilling			
Aker Solutions ASA (MNOK)	2007	2008	2009
Netto kontantstrøm fra drift	2,675	-868	4,245
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-1,576	-3,732	-3,927
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	-3,013	4,105	-278
Netto endring i kontanter og bankinnskudd	-2,142	304	-642
<i>Kontanter og kontantekvivalenter i begynnelsen av perioden</i>	<i>5,666</i>	<i>3,524</i>	<i>3,828</i>
<i>Kontanter og kontantekvivalenter i slutten av perioden</i>	<i>3,524</i>	<i>3,828</i>	<i>3,186</i>

Tabell 6 Kontantstrømoppstilling 2007 - 2009¹⁹

Aker Solutions har generelt generert en sterk kontantstrøm fra driften, med unntak av 2008 som bar preg av en kraftig økning i arbeidskapitalen²⁰. Dette på grunn av fremdriftsprosent på anlegg og forskuddsbetaling fra kunder. Økt kontantstrøm fra drift i 2009 stammer blant annet fra effektiviseringen av arbeidskapitalen, som konsernet har jobbet målrettet for å redusere (Aker Solutions, 2010).

Som vi ser har investeringsaktiviteten vært høy både i 2008 og 2009, hovedsakelig på grunn av restrukturering av forretningsdivisjonene og oppkjøp. Kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter er varierende fra år til år grunnet gjeldens forfallsstruktur. Netto endring i kontanter og bankinnskudd i løpet av året øker/reduserer kontantbeholdningen tilsvarende.

4.5.2. Omgruppering av historiske årsregnskap

I omgrupperingen vil jeg fokusere på bruk av netto driftskapital. Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i drift. Det er verdt å nevne at når begrepet ”sysselessatt kapital” nevnes av finansanalytikere i praksis, er det begrepet netto driftskapital som menes (Knivsfå, 2009: 06-48). Ved fokus på netto driftskapital vil balansen se ut som følger:

¹⁹ Aker Solutions, 2010 og Aker Kværner, 2008

²⁰ Arbeidskapital = Omløpsmidler – kortsiktig gjeld

Netto driftseiendeler (Driftsrelaterte eiendeler – driftsrelatert gjeld)	Egenkapital
	Minoritetsinteresser
	Netto finansiell gjeld (Finansiell gjeld – finansielle eiendeler)
NETTO DRIFTSKAPITAL	NETTO DRIFTSKAPITAL

Figur 13 Netto driftskapital²¹

Avsatt utbytte = Egenkapital

Aker Solutions rapporterer som kjent etter IFRS. Etter IFRS skal det ikke avsettes for foreslått utbytte før det blir vedtatt av generalforsamlingen. Deretter reduseres egenkapitalen med betalt utbytte. Det er derfor ikke nødvendig å gjøre noen justeringer for avsatt utbytte i dette tilfellet.

Dirty surplus = Resultatelement

IASB ønsker ikke at alle typer verdiendringer skal føres gjennom resultatet, noe som resulterer i dirty surplus. Det vil si at ikke alle kostnader/inntekter føres over resultatregnskapet. Ved å føre dirty surplus som resultatelement, får vi frem det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. For å finne dirty surplus, har jeg tatt utgangspunkt i den konsoliderte egenkapitaloppstillingen fra årsrapportene.

Dirty surplus = Netto resultat ført direkte mot egenkapital 31.12 – egenkapital 01.01 + endring minoritetsinteresser + tilbakekjøp av egne aksjer

Fullstendig nettoresultat Aker Solutions ASA (MNOK)	2007	2008	2009
Rapportert årsresultat	2,464	1,513	2,331
+ Dirty surplus	-333	655	-1,363
= Fullstendig nettoresultat	2,131	2,168	968

Tabell 7 Fullstendig nettoresultat

²¹ Knivsflå, 2009: 06-42

Som vi ser av tabell 7, har Aker Solutions generert et positivt fullstendig nettoresultat hvert år i analyseperioden, selv med et betydelig negativt bidrag fra dirty surplus i 2007 og ikke minst i 2009. Hovedårsaken til negativt dirty surplus disse årene skyldes i stor grad verdiendring på valutasikringer og omregningsdifferanser (Aker Solutions, 2009).

Normalt kontra unormalt resultat

For fremtidig prediksjon, må jeg skille normalt kontra unormalt resultat for å få innblikk i de underliggende trender. Tabellen nedenfor viser unormalt og justert EBITDA:

Justert EBITDA	Note	2007	2008	2009
Aker Solutions ASA (MNOK)				
Salgsinntekter		57,957	58,252	53,748
EBIT		3,482	2,767	3,458
Av- og nedskrivninger		431	615	910
EBITDA		3,913	3,382	4,368
Aksjebasert avlønning	9		-9	1
Avsetninger	19	-48	-88	-197
Rentekostnader pensjonsmidler	29	180	171	127
Avkastning pensjonsmidler	29	-138	-150	-123
Gevinst ved avkortning av oppgjør	29		-296	
Sum unormalt EBITDA		-6	-372	-192
Justert EBITDA		3,907	3,010	4,176

Tabell 8 Justert EBITDA²²

Som vi ser av unormalt EBITDA-resultat, stammer mye fra pensjonsfondet. I 2008 har Aker Solutions i tillegg regnskapsført en netto gevinst på 296 millioner som følge av at alle norske selskap tilknyttet Aker Solutions la om pensjonsordningen fra ytelsespensjon til innskuddspensjon. Den regnskapsmessige gevinsten skyldes forskjellen mellom innregnet ytelsesbasert forpliktelse i regnskapet og fripolisene som ble utbetalt i forbindelse med utmelding av ordningen (Aker Solutions, 2009). Pensjonskrav er et krav ansatte har på fremtidig pensjon, mens pensjonsfondet er midler som er satt av til å dekke dette kravet. Resultateffekten av dette er samlet i lønnskostnaden.

Også reverserte avsetninger utgjør en betydelig del av unormalt EBITDA, og trekker ned justert EBITDA fordi dette blir ført som gevinst i resultatregnskapet. Aker Solutions (2010: 50) opplyser at restruktureringskostnader for 2009 er kostnadsført med 343 millioner NOK. Dette skulle normalt vært inkludert i unormalt EBITDA, men er ikke rapportert for noen av de

²² Aker Solutions, 2010, 2009 og Aker Kværner, 2008

tidligere årene. På grunn av at restruktureringen i konsernet nå har pågått over flere år velger jeg derfor å ikke inkludere disse i unormalt EBITDA, da dette vil virke inkonsistent.

Unormalt finansresultat, i hovedsak på grunn av endring i virkelig verdi på finansielle eiendeler, utgjør et betydelig beløp, men tas ikke hensyn til her fordi det ikke får konsekvenser for fri kontantstrøm.

Drift kontra finansiering

Skillet mellom drift og finans gjør det lettere å forstå kildene til lønnsomhet for Aker Solutions.

Tabell 9 viser Aker Solutions omgrupperte balanse: En fullstendig omgruppert balanse med alle balanseposter finnes i appendiks B.

Omgruppert balanse	2007	2008	2009
Aker Solutions ASA (MNOK)			
Sum driftsrelaterte eiendeler	24,305	38,196	35,981
- Sum driftsrelatert gjeld	19,227	27,402	23,288
= Netto driftskapital	5,078	10,794	12,693
Egenkapital	7,099	8,450	8,976
+ Minoritetsinteresser	168	156	147
+ Sum finansiell gjeld	2,022	6,716	7,515
- Sum finansielle eiendeler	4,211	4,528	3,945
= Sum netto finansiell gjeld	-2,189	2,188	3,570
= Netto driftskapital	5,078	10,794	12,693

Tabell 9 Omgruppert balanse²³

Driftsrelaterte eiendeler er alle eiendeler som kan knyttes til driften. For å skape konsistens mellom pensjonskostnad, pensjonsfond og -krav, inngår pensjonsfondet som en driftsrelatert eiendel. Driftsrelatert gjeld er gjeld som er knyttet til driften, og som derfor oftest ikke er rentebærende, eller at renten er implisitt medregnet i prisen på varer og tjenester. Driftsrelatert gjeld kalles derfor også ikke-rentebærende gjeld.

Finansielle eiendeler er eiendeler som gjerne ikke har tilknytning til selve driften av selskapet. Eiendelen det er knyttet størst tvil om er drifts- eller finansrelatert er kontanter og kontantekvivalenter. Det finnes ulike syn på dette i forskjellige lærebøker. Men med tanke på industrien Aker Solutions opererer innenfor, så har jeg valgt å klassifisere 100% av kontanter

²³ Aker Solutions, 2010, 2009 og Aker Kværner, 2008

og kontantekvivalenter som en finansiell eiendel. Denne forutsetningen gjør også beregning av arbeidskapital mer pålitelig, og som derfor gjøres ved å trekke ut kontanter og kontantekvivalenter. Problemet er at ved å inkludere alle kontanter og kontantekvivalenter som finansiell eiendel, blir netto driftskapital undervurdert. Som vi ser er det kun i år 2008 og 2009 at selskapet har positiv netto finansiell gjeld. Netto driftsrentabilitet overvurderes derfor noe.

Omgruppert resultatregnskap Aker Solutions ASA	2007	2008	2009
Driftsinntekter	57,957	58,252	53,748
+ Andre inntekter			329
- Materialer, varer og tjenester	36,405	34,891	28,986
- Lønn og andre sosiale ytelser	12,155	13,346	14,359
- Andre driftskostnader	5,442	6,857	6,364
- Avskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger	431	572	910
= EBIT egen virksomhet	3,524	2,586	3,458
- Driftsrelatert skattekostnad	1007	739	989
= Netto driftsresultat egen virksomhet	2,517	1,847	2,469
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper	-2	-21	114
= Netto driftsresultat	2,515	1,826	2,583
+ Netto finansinntekt	90	151	23
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	2,605	1,976	2,607
- Netto finanskostnad	150	273	397
- Netto minoritetsresultat	63	75	71
= Nettoresultat til egenkapital	2,391	1,628	2,138
+ Unormalt netto resultat	-260	610	-1,196
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2,131	2,238	942
- Netto betalt utbytte	2,978	899	425
= Endring i egenkapital	-847	1,339	517

Tabell 10 Omgruppert resultatregnskap

Tabell 10 viser det omgrupperte resultatregnskapet over analyseperioden. Dirty surplus er inkludert i unormalt netto resultat. Knivsflå (2009 c: 05-47) hevder at finansinntekter inneholder poster som ikke skattlegges, som for eksempel aksjegevinster og utbytte. Det normale er derfor å si at halvparten består av skattepliktige inntekter, og at halvparten ikke er skattepliktig. Det gir en finansskattesats på 14%. Netto finanskostnad gir 28% fradrag.

Netto betalt utbytte består av betalt utbytte og tilbakekjøp av egne aksjer. I 2009 inkluderer posten også aksjekjøpsprogram for ansatte.

4.6. Analyse av risiko for Aker Solutions

På bakgrunn av normalisering og omgruppering av historiske regnskapstall, vil jeg nå analysere Aker Solutions risiko, både kortsiktig og langsiktig. For analyse har jeg sammenlignet Aker Solutions nøkkeltall med medianen for sammenlignbare selskaper. Årsaken til at jeg har brukt median i stedet for gjennomsnitt, er at noen selskaper i enkelte tilfeller skiller seg svært mye fra de øvrige, enten negativt eller positivt, som påvirker gjennomsnittet sterkt i den retningen. Peers som inngår i analysegrunnlaget er:

Aker Solutions Peers

ED&S Peers

Saipem
Technip
Mcdermott Intl Inc
Acergy
KBR Inc.
Amec
Petrofac

Subsea Peers

FMC Technologies Inc
Cameron International Corp

P&T Peers

National Oilwell Varco
Dril-Quip

P&C Peers

Fluor Corp.
Foster Wheeler Ltd.
Jacobs Engineering Group

Figur 14 Sammenlignbare selskaper (Peers)

Nøkkeltall for hvert enkelt selskap for 2009 er presentert i appendiks C.

4.6.1.1. Analyse av kortsiktig risiko for Aker Solutions

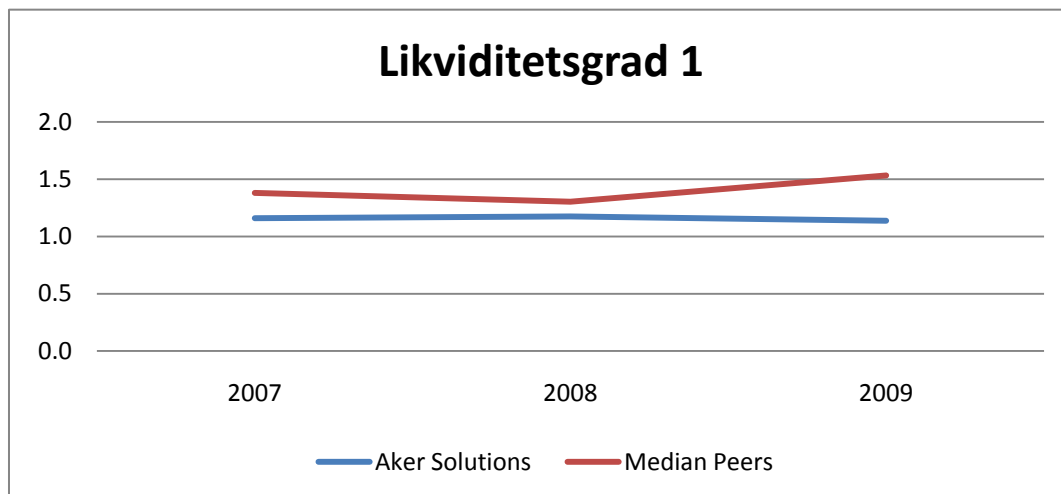
Likviditetsgrad 1:

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Figuren viser Aker Solutions likviditetsgrad 1 sammenlignet mot de nærmeste konkurrentene.

$$LGI_{2007} = 19,866/17,127 = 1,16$$

$$LGI_{2008} = 29,574/25,172 = 1,17$$

$$LGI_{2009} = 23,844/20,975 = 1,14$$



Figur 15 Likviditetsgrad 1

Som vi ser av figur 15 har Aker Solutions historisk hatt en dårligere likviditetsgrad 1 enn medianen i bransjen. I løpet av 2009 har denne utviklingen forverret seg. Aker Solutions har hatt en negativ utvikling, mens konkurrentene har bedret sin likviditetsgrad. Dette er et faresignal.

Gjeldsdekning:

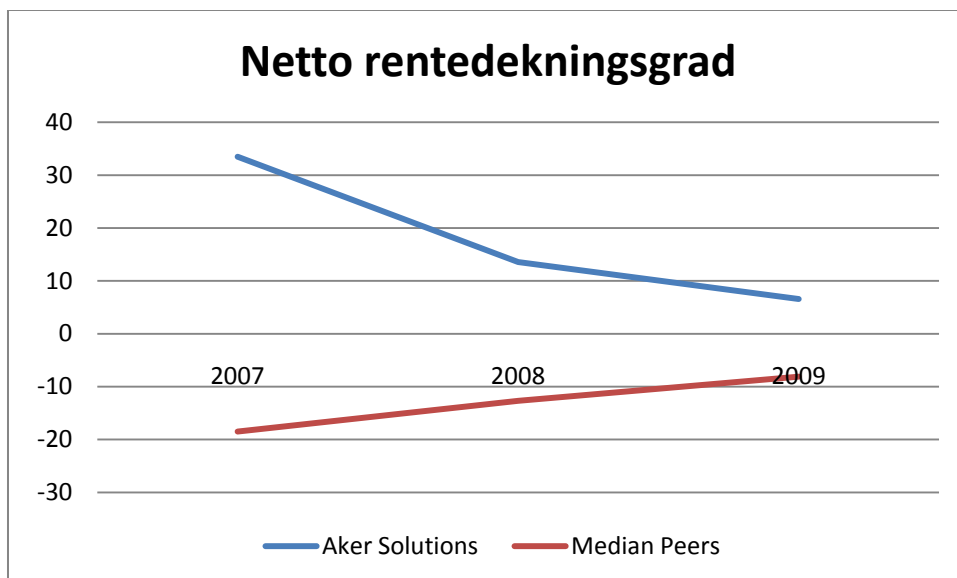
Som nevnt i teoridelen av kapittelet måles gjeldsdekning mot brutto rentekostnader. Imidlertid finner en som regel kun rapportert netto finanskostnad fra bedriftene som inngår i sammenligningsgrunnlaget, og jeg velger derfor å sammenligne Aker Solutions mot Peers

basert på $\frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Netto finanskostnad}}$.

$$\text{Rentedeckningsgrad}_{2007}: 3,482 / (209-105) = 33,5$$

$$\text{Rentedeckningsgrad}_{2008}: 2,767 / (379-175) = 13,6$$

$$\text{Rentedeckningsgrad}_{2009}: 3,458 / (552-27) = 6,6$$

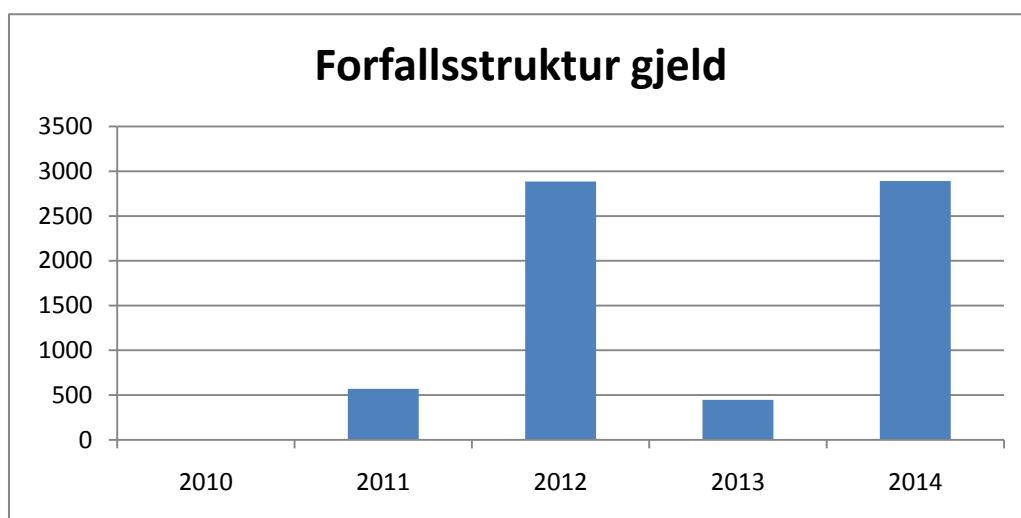


Figur 16 Netto rentedeckningsgrad

Aker Solutions har gjennomgående hatt en høyere rentedeckningsgrad enn medianen i bransjen de siste årene. Aker Solutions rentedeckningsgrad har imidlertid hatt en negativ utvikling de siste årene, mens medianen i bransjen er stigende. Årsaken til Aker Solutions fallende trend i analyseperioden er økt finansiell gjeld for å finansiere oppkjøp og investeringer, samtidig som finansinntektene også falt kraftig i 2009 på grunn av finanskrisen. Konkurrentene har samtidig en stigende trend, noe som tyder på at denne fordelene er i ferd med å reduseres og utjevnes fremover.

Ved utregning av syntetisk rating har jeg imidlertid benyttet brutto rentedeckningsgrad for at sammenligningsgrunnlaget med tabell 3 skal bli korrekt.

Forfallsstruktur på gjeld:



Figur 17 Forfallsstruktur på gjeld²⁴

Figuren ovenfor viser forfallsstrukturen på den rentebærende gjelden (bokført verdi) til Aker Solutions. Den rentebærende gjelden består av obligasjonslån (46%) og kredittfasiliteter hos banker (54%). Som vi ser av figuren, er neste låneforfall i 2011. Dette har Aker Solutions allerede i dag nok kontanter og kontantekvivalenter til å håndtere. Viktigere er derimot låneforfallet i 2012, som er på i underkant av 3 milliarder NOK. Med dagens kontantekvivalentbeholdning, samt budsjettert fri kontantstrøm til selskapet, vist i tabell 25, vil ikke selskapet ha problemer med nedbetaling av låneforpliktelsene i 2012 heller.

Covenants:

Aker Solutions har covenants ovenfor sine kreditorer knyttet til to regnskapsmessige regnskapstall; Gjeldgrad basert på brutto gjeld / EBITDA og rentedekningsgrad basert på EBITDA / finanskostnader (Aker Solutions, 2010: 64). Nivåene for covenantene spesifiseres ikke i årsrapporten, men i følge Aker Solutions (2010) er de rapporterte forholdstallene godt innenfor de nivåer som er avtalt i selskapets låneavtaler.

Covenants	2007	2008	2009
Aker Solutions ASA			
Brutto gjeld/EBITDA	0.5	2	1.7
EBITDA/Netto finanskostnad	37.6	12.9	9.3

Tabell 11 Covenants

Covenants knyttet til brutto gjeld / EBITDA vil fra kreditorenes perspektiv ha en øvre grense. Som vi ser, økte denne kraftig fra 2007 til 2008 på grunn av investeringer og oppkjøp. Fra

²⁴ Kilde: Aker Solutions (2010: 83)

2008 til 2009, ble denne lavere, hovedsakelig som følge av høyere EBITDA, noe som er positivt for både selskapet og dets kreditorer.

Covenants knyttet til EBITDA / netto finanskostnad vil fra kreditorenes perspektiv ha en nedre grense. Som vi ser har dette måltallet over analyseperioden vært fallende på grunn av at selskapet har finansiert oppkjøp og investeringer med gjeld, noe som igjen øker netto finanskostnad. For å se på utviklingen i nøkkeltall knyttet til covenants, har jeg regnet disse ut for budsjetteringsperioden:

Budsjettert utvikling i covenants	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Aker Solutions ASA					
Brutto gjeld / EBITDA	2.8	2.5	2.3	2.0	1.6
EBITDA / Netto finanskostnad	6.4	9.8	11.5	15.5	32.5

Tabell 12 Budsjettert utvikling i covenants

Nøkkeltallene er budsjettert i samsvar med kapittel 5. Som vi ser av tabellen, utvikler begge nøkkeltall knyttet til covenants seg negativt i forhold til betingelsene i 2010. Dette er i samsvar med selskapets forventninger om at 2010 blir et krevende år. Imidlertid ser vi at fra 2011, begynner nøkkeltallene knyttet til covenants å utvikle seg i riktig retning. Dette gjør at sannsynligheten for at Aker Solutions skal komme i konflikt med covenants er lav.

4.6.1.2. Analyse av langsiktig risiko (soliditetsanalyse)

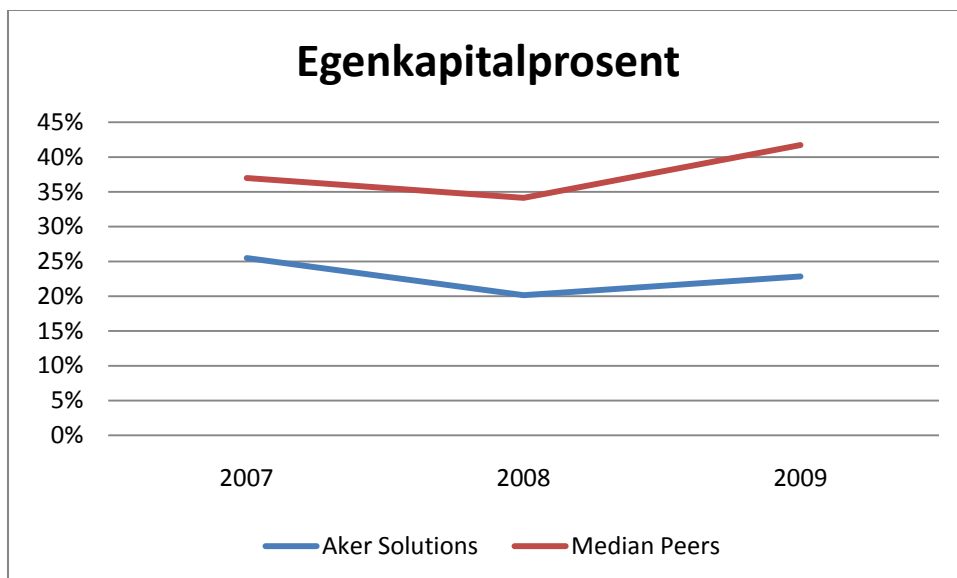
Egenkapitalprosent:

Under vises egenkapitalprosenten til Aker Solutions sammenlignet mot medianen i bransjen:

$$\text{Egenkapitalprosent}_{2007}: 7,267/28,516 = 25,5\%$$

$$\text{Egenkapitalprosent}_{2008}: 8,606/42,724 = 20,1\%$$

$$\text{Egenkapitalprosent}_{2009}: 9,123/39,936 = 22,8\%$$



Figur 18 Egenkapitalprosent²⁵

Også når det gjelder egenkapitalprosent, har denne historisk vært klart lavere for Aker Solutions enn medianen i bransjen. Egenkapitalprosenten er heller ikke spesielt høy målt isolert sett med en andel på mellom 20 og 25% av total kapital. Det gjør at konkurrentene er bedre rustet mot fremtidige tap, samt at risikoen er større for en emisjon i Aker Solutions. Selskapet har imidlertid ikke covenants²⁶ ovenfor sine kreditorer knyttet til egenkapitalprosent.

Statisk finansieringsanalyse:

For å analysere Aker Solutions kapitalstruktur, har jeg gjort en statisk finansieringsanalyse ved utgangen av 2009.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG
DAM	8,976	147	2,493	4,147		
FAM				319		
DOM				2,869	17,349	
FOM					3,446	180

Tabell 13 Statisk finansieringsanalyse²⁷

Som vi ser av tabell 13, så er finansieringen til Aker Solutions ganske risikabel, fordi den kommer ganske sent til bunnen av tabellen. Dette samsvarer med tidligere analyser som viser at Aker Solutions har en lavere egenkapitalprosent enn bransjen generelt. Men, vi ser også at 14,2% av driftsrelaterte omløpsmidler er finansiert med langsiktig kapital, noe som er positivt.

²⁵ Kilde: Aker Solutions (2010, 2009), Aker Kværner (2008) og Datastream

²⁶ Krav stilt av kreditor som betingelse for å yte lån

²⁷ Kilde: Aker Solutions (2010)

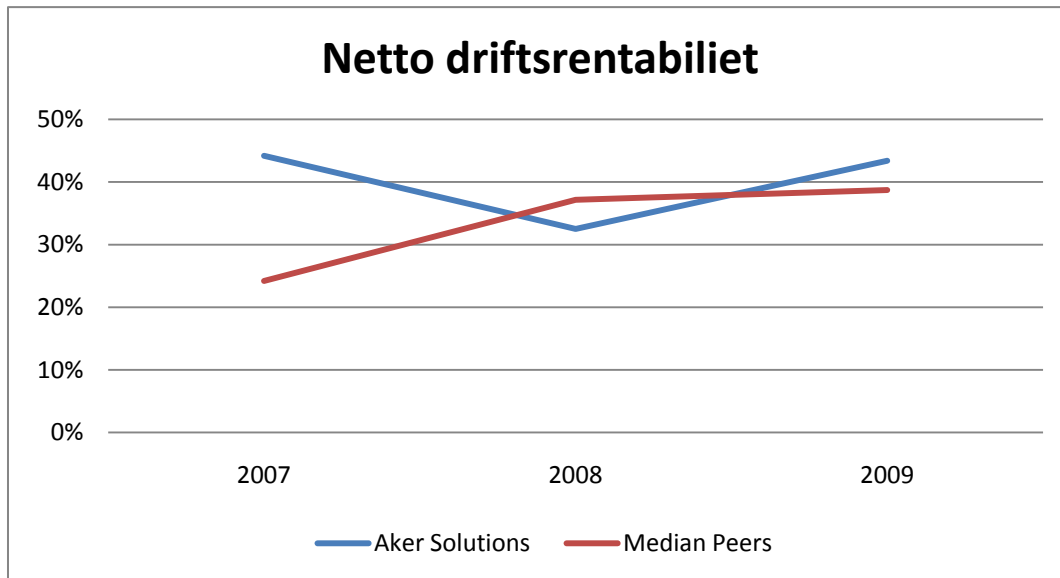
Netto driftsrentabilitet:

Figur 19 viser Aker Solutions netto driftsrentabilitet målt mot peers.

$$\text{Netto driftsrentabilitet}_{2007}: 2,517 / ((6,287+5,078)/2) = 44,2\%$$

$$\text{Netto driftsrentabilitet}_{2008}: 1,847 / ((5,078+10,794)/2) = 32,5\%$$

$$\text{Netto driftsrentabilitet}_{2009}: 2,469 / ((10,794+12,693)/2) = 43,4\%$$



Figur 19 Netto driftsrentabilitet²⁸

Netto driftsrentabilitet er egentlig et mål på lønnsomhet, men også på langsiktig risiko fordi det måler evnen til å generere profitt gjennom driften. Dekomponering av netto driftsrentabilitet, både for Aker Solutions og peers, er derfor gjort under analyse av lønnsomhet. Vi ser at Aker Solutions hadde en klar fordel knyttet til netto driftsrentabilitet mot peers i 2007. Denne har imidlertid utjevnet seg, og de to siste årene har den vært svært lik medianen i bransjen. Aker Solutions har det siste året hatt en positiv utvikling i netto driftsrentabilitet, mens medianen i bransjen har vært flat, noe som er et positivt signal.

4.6.1.3. Kredittrating

Jeg starter med å utarbeide en kredittrating gjennom såkalt syntetisk rating. Dette for å danne meg et eget bilde av Aker Solutions finansielle situasjon. Jeg har valgt å basere vurderingen på de to siste regnskapsårene, fordi disse er av størst relevans.

²⁸ Kilde: Aker Solutions (2010, 2009) og Aker Kværner (2008)

For vurderingen av de finansielle nøkkeltallene, henvises det til tabell 3. I tillegg til nøkkeltallene, er også kapitalstrukturen og covenants tatt med i vurderingen.

	2008	2009	Gjennomsnitt	Trend	Syntetisk rating
LG1	1.17	1.14	1.16	→	BB
RDG	7.30	6.26	6.78	↘	AA
EKP	20.1%	22.9%	21.5%	→	B+
NDR	32.5%	43.4%	37.9%	↗	AAA
Rating					BBB+

Tabell 14 Oppsummering av syntetisk rating

Likviditetsgrad 1 er stabil over analyseperioden, og ligger noe over kravet på 1,05 for å kunne gi en rating på BB. I negativ retning teller at utviklingen er negativ fra 2008 til 2009. Jeg synes derfor en passende rating er BB.

Rentedekningsgrad viser også en fallende trend fra 2008 til 2009. Gjennomsnittet på 6,78 er godt over 4,83, som er kravet for at en AA rating skal kunne gis. AAA rating oppnås imidlertid ikke før en har oppnådd en rentedekningsgrad på 11,6. Jeg synes derfor AA er en passende rating for rentedekningsgraden.

Egenkapitalprosenten er stigende fra 2008 til 2009, og er gjennomsnittlig 21,5% over de to årene. Dette er godt over kravet for B, som er 17,5%. BB oppnås imidlertid ikke før egenkapitalprosenten når 27%. Jeg synes derfor B+ er en passende syntetisk rating for egenkapitalprosenten.

Netto driftsrentabilitet er stigende, og er gjennomsnittlig 37,9%. Det gir AAA rating.

Oppsummert ved syntetisk rating, ender Aker Solutions opp med en rating på BBB+. Denne er regnet ut ved at jeg har gitt hver rating en poengscore, med 10 til AAA (best) og 1 til D (dårligst). Ved + etter rating, f.eks. B+, har jeg lagt til 0,25. Utregnet gir dette:

Syntetisk rating: $(6 + 9 + 5,25 + 10) / 4 = 7,56$. Dette tilsvarer BBB+.

Som vi kan se av tabell 14 er det rentedekningsgraden og netto driftsrentabilitet som trekker ratingen opp. På den andre siden trekker likviditetsgrad 1 og egenkapitalprosenten ned. Jeg synes spesielt den svake egenkapitalprosenten er faretruende, ettersom Aker Solutions gjennomgående over de siste årene har hatt en signifikant lavere egenkapitalprosent enn

medianen i bransjen. Den syntetiske ratingen på BBB+ er også noe over med ratingen fra kredittratingbyråene Fitch, Moody's og Standard & Poor's i forbindelse med utstedelse av obligasjonslån den 22. desember 2009 (Aker Solutions, 2009 b). Aker Solutions oppnådde her kredittratingen BBB-. På grunn av den svake egenkapitalprosenten, samt fallende trend fra likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad, så mener jeg at denne ratingen bør "overstyres" noe på grunn av at gjennomsnittstallene er benyttet. Ved å benytte nøkkeltall for siste regnskapsår, ville ratingen blitt svakere. Jeg velger derfor å nedjustere den syntetiske ratingen til BBB-, som samsvarer med ratingen fra kredittratingbyråene Fitch, Moody's og Standard & Poor's.

I følge Bodie et al. (2009: 469) er en obligasjon ratet BBB vurdert til at en har tilstrekkelig kapasitet til å tilbakebetale renter og prinsipal. Imidlertid vil gjeld ratet i BBB kategorien ved en konjunkturedgang eller endrede rammebetingelser, medføre større sannsynlighet for redusert kapasitet til å betale renter og tilbakebetale prinsipal enn bedre ratet gjeld.

Den endelige ratingen på BBB- mener jeg samsvarer bra med både resultatene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

4.6.2. Analyse av lønnsomhet

For analyse av Aker Solutions lønnsomhet, analyserer jeg det omgrupperte og normaliserte resultatregnskapet og balansen opp mot historisk kapitalkostnad.

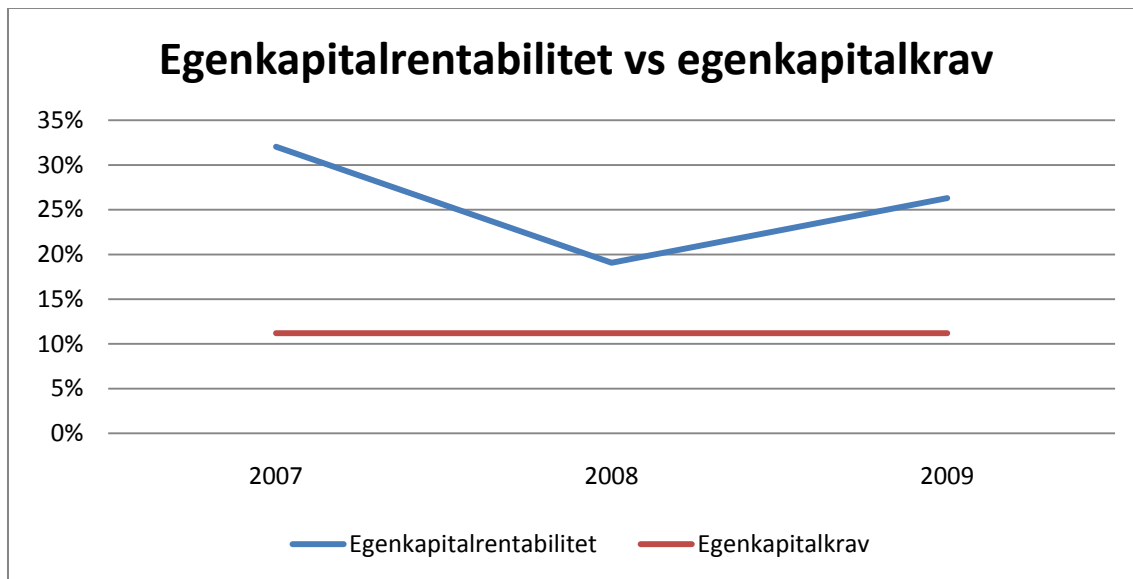
4.6.2.1. Historisk kapitalkostnad

Analyse av lønnsomhet skjer mot kapitalkostnadskravet for å måle om bedriften genererer superprofitt (Knivsflå, 2009 g). Dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet, estimert gjennom CAPM, genererer Aker Solutions superrentabilitet. Inngående drøfting av teorien bak egenkapitalkostnaden er gjort i avsnitt 6.1.1. Estimering av kapitalkostnaden er drøftet i avsnitt 6.5.1.

I dette avsnittet nøyer jeg meg derfor med å si at for Aker Solutions er den historiske kapitalkostnaden er 11,2%.

4.6.2.2. Egenkapitalrentabilitet

Figur 20 viser Aker Solutions egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav:



Figur 20 Egenkapitalrentabilitet vs egenkapitalkrav²⁹

Over analyseperioden ser vi av figur 20 at Aker Solutions har hatt evnen til å generere en egenkapitalrentabilitet som ligger over egenkapitalkravet. Dette er bra. I tillegg ser vi av figuren at trenden er positiv. For å analysere kildene til superrentabiliteten, dekomponeres egenkapitalrentabilitet til netto driftsrentabilitet, som igjen dekomponeres til netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler.

På grunn av at Aker Solutions minoritetsinteresser er små, så er det ikke nødvendig å analysere minoritetsinteresser for seg. I følge Knivsflå (2009 h) kan dette løses ved å regne egenkapitalrentabilitet for hele konsernet ved å se på minoritetsinteresser som en del av egenkapital. Dekomponeringen av egenkapitalrentabiliteten blir da i følge Knivsflå (2009 h: 18-12) slik:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \text{Netto driftsrentabilitet} + (\text{netto driftsrentabilitet} - \text{netto finansiell gjeldsrente}) \cdot \text{netto finansiell gearing}$$

Som nevnt tidligere, har Aker Solutions hatt negativ netto finansiell gjeld og dermed også negativ netto finansiell gjeldsrente frem til 2007. Siden jeg har regnet rentabilitet på gjennomsnittlig kapital, vil derfor tallene helt frem til 2008 bli påvirket av dette. For 2008 blir i tillegg netto finansiell gjeldsrente urealistisk fordi gjennomsnittlig netto finansiell gjeld blir veldig nær 0. Dette gir ekstremverdi for netto finansiell gjeldsrente. Jeg velger derfor og kun dekomponere netto driftsrentabilitet. Det er imidlertid her verdiskapningen fra drift

²⁹ Kilde: Aker Solutions (2010, 2009) og Aker Kværner (2008)

analyseres, som er det vi faktisk ønsker å finne ut, fordi verdiskapningen i et industriselskap som Aker Solutions hovedsakelig skjer gjennom drift.

Analyse av netto driftsrentabilitet:

Ved analyse av netto driftsrentabilitet, dekomponeres denne til netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler.

Netto driftsmargin:

For å analysere netto driftsmargin, benyttes følgende formel:

$$\text{Netto driftsmargin} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} \text{ (Knivsflå 2009 h: 18-16)}$$

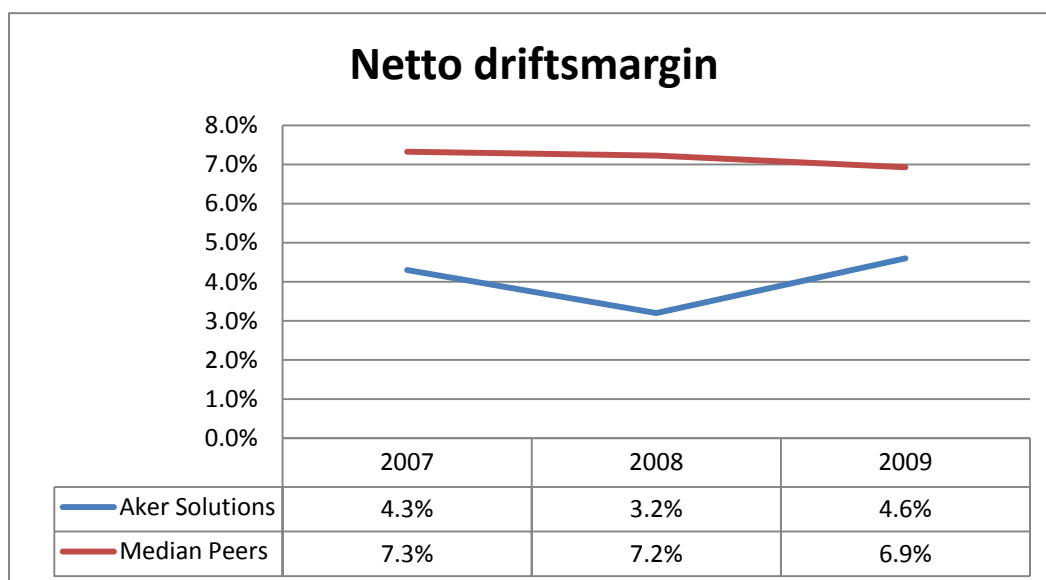
Dette gir Aker Solutions følgende driftsmargin over analyseperioden:

$$\text{Netto driftsmargin}_{2007}: 2,513 / 57,957 = 4,3\%$$

$$\text{Netto driftsmargin}_{2008}: 1,844 / 58,252 = 3,2\%$$

$$\text{Netto driftsmargin}_{2009}: 2,466 / 54,077 = 4,6\%$$

Deretter har jeg beregnet netto driftsmargin for medianen i bransjen i perioden 2007 – 2009. Grunnen til at jeg benytter median i stedet for gjennomsnitt er at enkelte store utslag påvirker gjennomsnittet svært mye. Sammenlignet mot Aker Solutions gir dette følgende resultater:



Figur 21 Netto driftsmargin³⁰

³⁰ Kilde: Aker Solutions (2010, 2009), Aker Kværner (2008) og Datastream

Som vi ser av figur 21, så er medianen i bransjen gjennomgående høyere enn for Aker Solutions. Derimot har Aker Solutions klart å øke sin driftsmargin det siste året, til tross for sviktende salg. Det viser at selskapet har evne til å etterleve sitt mål om å engasjere seg kun i prosjekter det er riktig å engasjere seg i, og som gir grunnlag for tilfredsstillende resultater.

Omløpshastighet til netto driftseiendeler:

Omløpshastighet til netto driftseiendeler finnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Omløpshastighet til netto driftseiendeler} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Netto driftseiendeler}} \quad (\text{Knivsflå 2009 h: 18-16})$$

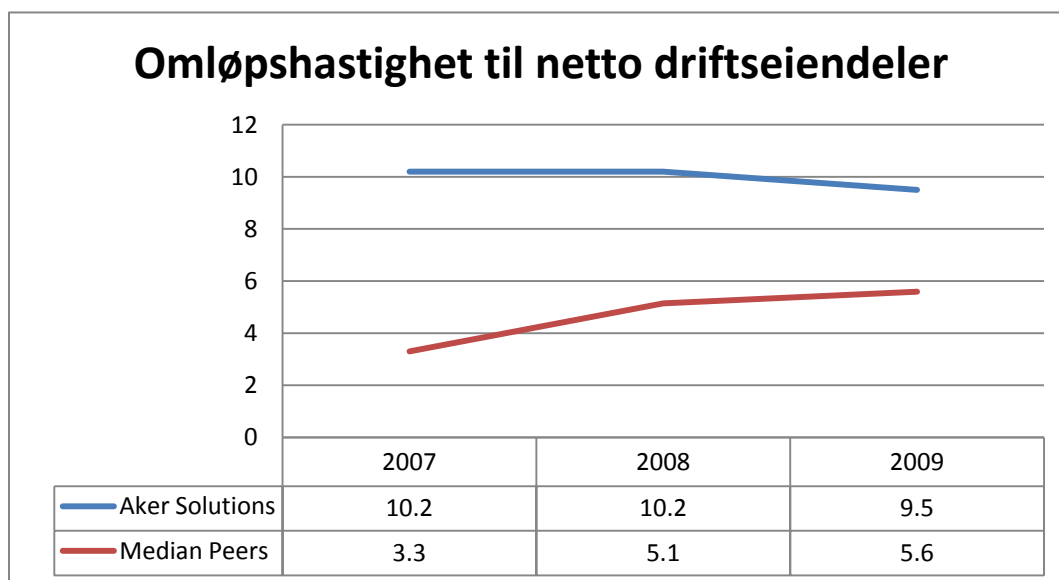
Jeg har her analysert på bakgrunn av gjennomsnittlig netto driftskapital. Dette gir Aker Solutions følgende omløpshastighet til netto driftseiendeler over analyseperioden:

$$\text{Omløp}_{2007}: 57,957 / ((6,287+5,078)/2) = 10,2$$

$$\text{Omløp}_{2008}: 58,252 / ((5,078+10,794)/2) = 10,3$$

$$\text{Omløp}_{2009}: 54,077 / ((10,794+12,693)/2) = 9,5$$

For å sammenligne omløpshastighet til netto driftseiendeler med bransjen, har jeg også her brukt medianen. Dette gir følgende resultater:



Figur 22 Omløpshastighet til netto driftseiendeler³¹

Figur 22 viser at Aker Solutions gjør det betydelig bedre enn medianen i bransjen. Omløpet til netto driftseiendeler er et mål på hvor effektivt et selskap bruker kapitalen (Knivsflå 2009 h;

³¹ Kilde: Aker Solutions (2010, 2009), Aker Kværner (2008) og Datastream

18-32). Det indikerer dermed at Aker Solutions bruker kapitalen sin mer effektivt enn bransjen. Vi ser imidlertid også av figuren at trenden er nedadgående for Aker Solutions, mens den for medianen i bransjen er positiv. Dette er et faresignal.

Knivsfå (2009 h: 18-36) hevder at videre dekomponering av omløpshastigheten til netto driftseiendeler egner seg best for vareproduserende bedrifter. Aker Solutions er ikke en vareproduserende bedrift og jeg velger derfor ikke å gjennomføre en videre dekomponering av omløpshastighet til netto driftseiendeler.

Netto driftsrentabilitet:

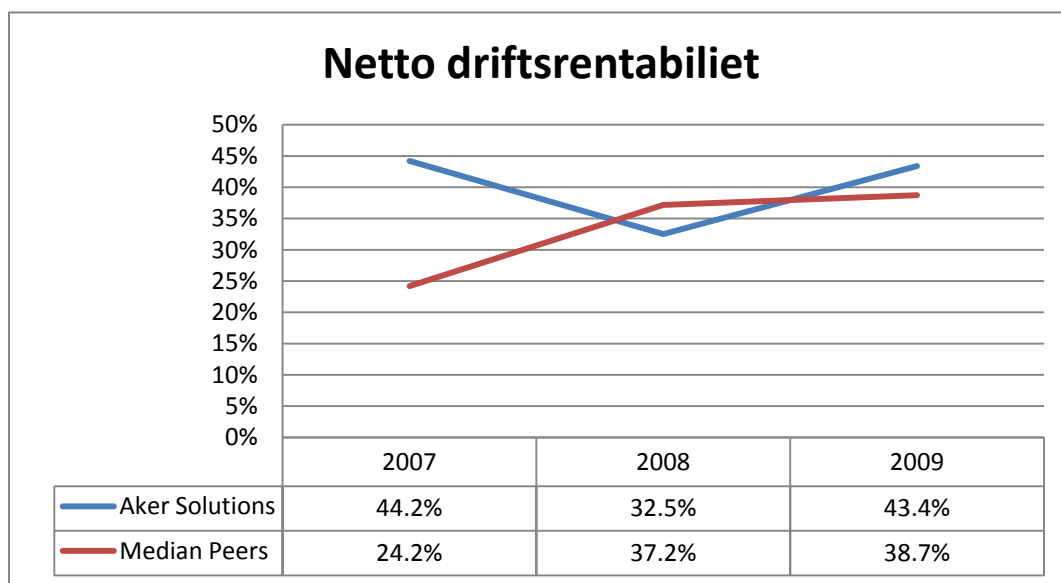
Netto driftsrentabilitet finnes så ved å multiplisere netto driftsmargin med omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Dette gir følgende resultater:

$$\text{Netto driftsrentabilitet}_{2007}: 4,3\% \cdot 10,2 = 44,2\%$$

$$\text{Netto driftsrentabilitet}_{2008}: 3,2\% \cdot 10,3 = 32,5\%$$

$$\text{Netto driftsrentabilitet}_{2009}: 4,6\% \cdot 9,5 = 43,4\%$$

Deretter sammenligner jeg mot medianen i bransjen:



Figur 23 Netto driftsrentabilitet³²

Oppsummert har Aker Solutions en strategisk fordel fra driften, både gjennom bransjefordel og intern ressursfordel. Den interne ressursfordelen stammer fra en omløpsfordel. Selskapet

³² Kilde: Aker Solutions (2010, 2009), Aker Kværner (2008) og Datastream

har imidlertid en marginulempe. Nettovirkningen av dette er likevel at Aker Solutions i 2009 har en netto driftsrentabilitet som er 4,7% høyere enn medianen i bransjen.

5. Prognose for fremtiden

Siden fremtidsprognosene og forutsetningene en tar i fremtidsregnskapet utgjør fundamentet for selve verdsettelsen og verdien man til slutt kommer frem til, har jeg valgt å ha dette i et eget kapittel. Jeg starter med å presentere rammeverket for budsjettering av fremtidsregnskapet, for deretter å diskutere de forutsetningene som er tatt mer inngående.

5.1. Steg i fremtidsprognose

Koller et al. (2005: 236) anbefaler en seks stegs modell for budsjettering av fremtidsprognoser. To av disse inneholder imidlertid budsjettering av balansen, så jeg har valgt å slå disse to stegene sammen for enkelthets skyld. De fem stegene blir da som følger:

1. Forbered og analyser historiske regnskapsdata
2. Budsjetter salgsinntekter
3. Lag prognose for resultatregnskapet
4. Lag balanseprognose
5. Kalkuler avkastning og fri kontantstrøm

På grunn av at nesten hver post både i resultatregnskapet og balansen har salgsinntekter som driver, bør budsjetteringen av salgsinntekter tillegges ekstra oppmerksomhet (Koller et al., 2005: 237).

5.2. Analyse av historiske regnskapsdata

I analysen av historiske regnskapsdata, har jeg valgt å benytte en analyseperiode på tre år, det vil si fra 2007 til 2009. Grunnen til dette er at Aker Solutions har omarbeidet regnskapsdata for denne perioden til å samsvare med slik dagens forretningsområder fremstår. Det gjør at grunnlaget for å budsjettere spesielt salgsinntekter for hvert forretningsområde blir svært bra.

Jeg har valgt å bryte inntektene ned i tre nivåer for hvert forretningsområde. Disse er anleggskontrakter, tjenester og annet. Å bryte ned salgsinntektene først til forretningsområde, og deretter videre ned, gjør at man får svært god innsikt i hvor salgsinntektene til Aker Solutions genereres.

Det første jeg ser på, er endring i inntekter fra år til år for hver forretningsdivisjon og totalt for hele konsernet:

	2007	2008	2009	Gj.snitt
Totalt	14.6%	0.5%	-7.2%	2.6%
ED&S		-8.3%	-14.1%	-11.2%
Subsea		14.0%	-5.5%	4.2%
P&T		15.1%	8.9%	12.0%
P&C		-9.1%	-7.6%	-8.3%
Netto annet		-27.1%	76.5%	24.7%

Tabell 15 Årlig salgsvekst³³

Som vi ser av tabellen, så har inntektene, med unntak av for P&T, falt i 2009. Dette skyldes i hovedsak at finanskrisen rammet Aker Solutions med full styrke. ED&S ble hardest rammet, mens P&T faktisk klarte å øke omsetningen. Mye av grunnen til at P&T klarte dette var i hovedsak en levering av ti boreutstyrspakker (Aker Solutions, 2010: 4). En svakhet med å se på disse historiske tallene for å budsjettere fremover, er at forretningsområdene har vært gjennom restruktureringer de seneste årene, samt at finanskrisen har rammet Aker Solutions. Det gjør at en må legge mer vekt på fremtidsutsikter i stedet for å skrive frem historiske data.

Deretter ser jeg på hvor stor andel hver inntektsdriver utgjør av totale inntekter:

	2007	2008	2009	Gj.snitt
ED&S:				
Anleggskontrakter	30.5%	23.7%	15.5%	23.2%
Tjenester	11.3%	11.8%	13.6%	12.2%
Annet	1.7%	4.1%	7.6%	4.5%
Subsea:				
Anleggskontrakter	14.4%	14.7%	15.0%	14.7%
Tjenester	3.8%	5.7%	7.8%	5.8%
Annet	2.6%	3.2%	1.1%	2.3%
P&T:				
Anleggskontrakter	13.8%	15.7%	16.4%	15.3%
Tjenester	1.7%	2.4%	3.9%	2.7%
Annet	2.0%	2.0%	3.2%	2.4%
P&C:				
Anleggskontrakter	13.4%	11.0%	14.0%	12.8%
Tjenester	5.1%	6.1%	3.4%	4.9%
Annet	1.1%	0.6%	0.2%	0.6%

Tabell 16 Inntektsfordeling³⁴

Det som vi ser klart av denne tabellen, er at salg av tjenester, utgjør en stadig større del av konsernets inntekter, med unntak av P&C. Dette skyldes i hovedsak Aker Solutions

³³ Kilde: Aker Solutions, 2010, 2009 og Aker Kværner, 2008

³⁴ Kilde: Aker Solutions, 2010, 2009 og Aker Kværner, 2008

langsiktige strategi om å satse på salg av livssyklus tjenester knyttet til tidligere leveranser. Denne strategien medfører at selskapet blir mindre utsatt for konjunktursvingninger ettersom nye prosjekter har en tendens til ikke å bli gjennomført, eller i beste fall utsettes i økonomiske nedgangstider.

5.3. Budsjettering av salgsinntekter

Når en skal budsjettere fremtidige salgsinntekter, hevder Koller et al. (2005: 239) at en har to muligheter: ”Top-down” budsjettering, hvor en starter med å definere det totale markedet, fastslå markedsandel og deretter estimere fremtidige priser. Det andre alternativet, ”Bottom-up”, benytter selskapets egne prognoser for fremtidig inntjening.

På grunn av at Aker Solutions er et meget komplekst selskap, som operer innenfor mange forskjellige forretningsområder, synes jeg en ”bottom-up” tilnærming egner seg best. Jeg velger derfor å benytte denne i budsjetteringen av fremtidige salgsinntekter.

5.3.1. Valg av budsjetteringshorisont

Valg av budsjetteringshorisont, avhenger av hvor lenge det er til bedriften er i ”steady state”. ”Steady state” er oppnådd når det budsjetterte resultatregnskapet kan sies å representere et normalår for bedriften. Det vil si en normal konjunktursituasjon og at organisasjonen ikke er preget av at det foregår restruktureringer. Dette avgjøres av både bransjemessige og bedriftsspesifikke faktorer. Kinserdal (2010 e) hevder at bransjespesifikke faktorer kan være hvor syklisk/hvor på sykkelen bransjen er, livssyklusfase i bransjen og om det er ventet store forandringer i bransjen fremover, for eksempel økt konsolidering eller endrede rammebetingelser. Bedriftsspesifikke faktorer som avgjør hvor lenge det er til en befinner seg i ”steady state” er grad av interne omstillinger og restruktureringer, samt vekst.

Aker Solutions opererer som tidligere nevnt i en syklisk bransje, der en forventer økt konsolidering fremover. I tillegg til dette har Aker Solutions de siste årene gjennomført restrukturering av samtlige forretningsområder. Dette taler for en relativ lang budsjetteringsperiode før konsernet er i ”steady state”. I følge Kinserdal (2010 e) er den normale budsjetteringsperioden 3-5 år fremover, og jeg velger derfor 5 års budsjetteringshorisont i Aker Solutions tilfelle.

5.3.2. Salgsinntekter for hvert forretningsområde

Kommentarer knyttet til utvikling i regnskapsposter, knytter seg i hovedsak til selskapets års- og kvartalsrapporter, samt analyser og konklusjoner fra strategisk analyse og strategisk regnskapsanalyse.

ED&S: ED&S har de siste årene slitt med kraftig negativ salgsvekst. I 1. kvartal 2010 sank inntektene med ca 9% sammenlignet med 1. kvartal 2009. ED&S er forretningsdivisjonen som gikk glipp av den tidligere omtalte Goliat-kontrakten, noe som fører til at selskapet kan få problemer med utnyttelsesgraden på enkelte av sine verft på kort sikt, spesielt verftet på Stord. Men divisjonen opplevde en ellers sterk ordreinnngang og forbedrede marginer i 1. kvartal. Dette tyder på at forretningsområdet, som har vært et stort problem for Aker Solutions de siste årene med lav lønnsomhet og inntektssvikt, nå begynner å levere. Det forventes gode markedsforhold i dette segmentet med høy etterspørsel fremover. ED&S divisjonen har i tillegg langsiktige kontrakter med de største operatørene i dette segmentet. For resten av 2010 forventer jeg derfor at salgsinntektene henter seg noe inn igjen og ender svakt ned. I 2011 vil man se at den sterke ordreinngangen begynner å vises på topplinjen, før divisjonen henter seg inn til historiske nivåer på inntektssiden i 2012 og 2013.

Subsea: Subsea hadde en nedgang i salgsinntekter på over 30% i 1.kvartal 2010, sammenlignet med samme kvartal i 2009. Dette skyldes i hovedsak av divisjonen hadde en svak ordreinnngang igjennom 2009, samt at den lave olje- og gassprisen i 2009 førte til at undervannsprosjekter ble utsatt. Noen av disse prosjektene ventes imidlertid gjenopptatt i 2010. Subsea kunne også vise til en svært solid ordreinnngang i 1. kvartal 2010, noe som gjør at divisjonen kan gjøre comeback etter finanskrisen raskere enn forventet. I det langsiktige bildet er utsiktene derfor positive. Denne divisjonen nyter også spesielt godt av den interne ressursbaserte fordelene knyttet til både fysisk kapital og humankapital. For året 2010 venter jeg at divisjonen ender opp med en nedgang på 11%, men at veksten kommer tilbake allerede i 2011 på grunn av den solide ordreinngangen. Dette henger sammen med at økte oljepriser gjør at oljeselskapene igjen anser utbygging av nye felt som lønnsomt.

P&T: I likhet med Subsea, opplevde også P&T en kraftig nedgang i 1. kvartal sammenlignet med året før på over 30%. Divisjonen slet også med lav ordreinnngang gjennom 2009 som kan forklare det svake 1. kvartalet. På mellomlang- og lang sikt er markedsforholdene for P&T sterk, spesielt i Brasil, hvor Aker Solutions allerede har en sterk posisjon, samt i Asia. Også

P&T opplevde sterk ordreinngang i løpet av 1. kvartal, Markedsforholdene for P&T er noe usikre på kort sikt, og jeg forventer derfor ikke en like rask innhenting for P&T som for Subsea.

P&C: P&C har det siste året gjennomgått betydelige restruktureringer for å møte den forventede reduksjonen i aktivitetsnivået. Salgsinntektene sank med ca. 25% i 1. kvartal 2010 mot samme periode i fjor. Divisjonens ordreinngang har imidlertid vært sterk både i 4. kvartal 2009 og 1. kvartal 2010. Jeg forventer derfor en nedgang på 15% i 2010, og en flat utvikling i 2011. Oppsiden i P&C er begrenset, og jeg forventer deretter en vekst på linje nominell vekst i økonomien fremover.

5.3.2.1. Oppsummering av salgsinntekter

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TV
Salgsinntekter totalt	49,554	51,181	56,007	59,599	63,078	64,740
ED&S	19,430	20,596	22,862	24,462	25,685	26,456
Subsea	11,545	12,007	13,328	14,261	15,401	15,863
P&T	11,074	11,074	12,071	12,795	13,563	13,902
P&C	8,104	8,104	8,347	8,681	9,028	9,118
Netto annet	-600	-600	-600	-600	-600	-600

Tabell 17 Budsjetterte salgsinntekter

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TV
Konsern	-8.4%	3.4%	9.6%	6.6%	6.0%	2.8%
ED&S	-2.0%	6.0%	11.0%	7.0%	5.0%	3.0%
Subsea	-11.0%	4.0%	11.0%	7.0%	8.0%	3.0%
P&T	-13.0%	0.0%	9.0%	6.0%	6.0%	2.5%
P&C	-15.0%	1.0%	4.0%	5.0%	5.0%	2.0%

Tabell 18 Vekst i budsjetterte salgsinntekter

Tabellene viser absolutt og relativ utvikling av salgsinntekter, både på konsernnivå og for hvert forretningsområde.

5.4. Prognose for resultatregnskapet

Med prognosen av salgsinntektene på plass, er neste steg å lage prognoser for de resterende postene i resultatregnskapet. Koller et al. (2005:240) anbefaler en tre stegs prosess for å lage prognose for hver resultatpost:

1. Avgjør hva som driver hver regnskapspost. De fleste poster vil være drevet direkte av salgsinntekter (Koller et al. 2005: 240)
2. Analyser det historiske forholdet for hver driver, og budsjetter deretter fremtidig prognose
3. Multipliser prognosen med estimatet til driveren

Varekostnad:

Koller et al. (2005: 242) kalkulerer først varekostnaden som en funksjon av salgsinntekter. På grunn av at varekostnad kun rapporteres på konsernnivå, har også jeg budsjettert på konsernnivå, ettersom det gir et bedre datagrunnlag å bygge prognosen på.

Varekostnaden har de siste årene hatt en betydelig nedgang. Årsaken til dette antar jeg er konsernets fokus på kostnadsstyring de siste årene, samt at finanskrisen har gjort det enklere å forhandle med leverandører på pris på grunn av lavt aktivitetsnivå, noe som den strategiske analysen også konkluderer med. Trenden at varekostnaden reduseres med flere prosent årlig tror jeg er i ferd med å flate ut, men på grunn av bransjens høye forhandlingsmakt ovenfor underleverandører, som ventes å vedvare, forventer jeg at de vil klare å opprettholde disse marginene også når aktiviteten tar seg opp igjen.

	2007	2008	2009	Trend	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TV
Varekostnad	62.8%	59.9%	53.6%	→	53.5%	53.0%	52.8%	52.7%	52.6%	53.0%

Tabell 19 Historisk og budsjettert varekostnad i prosent av salg

Driftskostnader og EBITDA:

Koller et al. (2005: 242) anbefaler at driftskostnader budsjetteres med salgsinntekter som kostnadsdriver. Jeg har også her budsjettert driftskostnader for hver forretningsområde. Varekostnad for hvert segment er imidlertid ikke rapportert, så jeg har budsjettert totale driftskostnader, inkludert varekostnad for hvert forretningsområde først, for deretter å trekke ut varekostnad som en egen post. Dette gjør at jeg får budsjettert totale driftskostnader for hver enkelt forretningsdivisjon isolert.

Totale driftskostnader	2007	2008	2009	Trend	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TV
ED&S	40.8%	40.2%	34.6%	↘	36.0%	37.0%	38.0%	38.0%	37.5%	37.5%
Subsea	18.8%	20.6%	21.4%	↗	21.3%	20.7%	21.0%	20.8%	20.8%	20.8%
P&T	16.2%	18.4%	21.1%	↗	19.7%	19.5%	19.0%	19.0%	18.5%	18.5%
P&C	18.4%	16.4%	16.7%	↘↗	15.5%	15.0%	14.4%	14.3%	14.0%	14.0%

Tabell 20 Historisk og budsjetterte totale driftskostnader i prosent av salg

EBITDA-margin	2007	2008	2009	Trend	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TV
ED&S	6.0%	-1.4%	5.6%	↗	8.2%	7.9%	6.6%	7.0%	7.4%	7.6%
Subsea	4.7%	7.4%	7.1%	↗	8.6%	11.6%	11.5%	12.7%	14.3%	14.5%
P&T	3.0%	4.2%	6.6%	↗	11.8%	9.7%	11.6%	11.1%	13.5%	13.2%
P&C	2.6%	3.3%	2.4%	↗↘	5.2%	6.1%	5.0%	4.2%	5.4%	4.7%

Tabell 21 Historisk og budsjettert EBITDA-margin

ED&S: De gode markedsforholdene som forventes i ED&S gjør at det forventes økte marginer fra divisjonen fremover i forhold til hva den historisk har levert. Divisjonen har også vært gjennom restruktureringsfasen og resultatene fra denne så vi allerede i 2009 ga god effekt, og jeg forventer at denne vil fortsette også i 2010.

Subsea: Også Subsea forventes å dra nytte av restruktureringen som er gjennomført, og at dette vil merkes på bunnlinjen allerede i 2010. Dette kombinert med oppkjøpene divisjonen har gjort og teknologien selskapet har utviklet innenfor dette forretningsområdet, gjør at jeg tror Subsea divisjonen virkelig vil vise solide marginer fremover.

P&T: P&T er sammen med Subsea de to divisjonene som historisk har levert de beste marginene på EBITDA nivå. P&T har den siste tiden slitt med svak ordreinnngang, også i 1. kvartal da de øvrige forretningsområdene har hatt solid inntak. På EBITDA marginer leverer imidlertid P&T sterkt, på lavere volum. Marginøkningen skyldes etterspørselsveksten etter livssyklus-tjenester, som oppsto på grunn av at finanskrisen førte til at nye feltutbygginger ble utsatt. I tillegg har Aker Solutions klart å etterleve sin strategi om ikke å ta på seg prosjekter med lav lønnsomhet. Det gjør at jeg tror på gode marginer for P&T fremover, selv om svak ordreinnngang nok vil påvirke marginene, spesielt for 2011 noe.

P&C: Også P&C er preget av et svakere marked enn tidligere, men har levert sterk ordreinnngang den senere tid. Divisjonen har nylig vært gjennom kraftige restruktureringer, og jeg forventer at dette vil vises på EBITDA marginen. Det spekuleres også om et salg av denne

divisjonen, som kan gjøre at ytterligere restruktureringskostnader oppstår for å ”pynte bruden”. Jeg tror derfor på en økning i 2010, og at utviklingen deretter jevner seg ut.

Avskrivninger:

Avskrivninger er kalkulert i prosent av varige driftsmidler. Jeg har valgt å måle de i prosent av brutto varige driftsmidler fordi det gir et stabilt forhold over tid, i motsetning til salgsinntekter hvor forholdet varierer mye fra år til år. Avskrivninger har historisk vært ca. 14% av brutto varige driftsmidler. Med en budsjettert stabil økning i investeringene fremover, bruker jeg 14% som gjennomsnitt for hele budsjetteringsperioden.

Resultat tilknyttet og felleskontrollert:

På grunn av at investering i tilknyttet og felleskontrollert virksomhet er klassifisert som driftsrelaterte eiendeler, må resultatet fra disse inngå i driftsresultatet (EBIT).

For å budsjettere resultatet fra tilknyttet og felleskontrollert virksomhet, hevder Koller et al. (2005: 244) at metoden avhenger av hvor detaljert selskapet rapporterer. På grunn av at Aker Solutions rapporterer på et relativt aggregert nivå, velger jeg å benytte rapportert resultat fra tidligere år, og deretter beregne vekst i resultatet fra tilknyttet og felleskontrollert virksomhet. Historisk har denne resultatposten hatt et marginalt bidrag til resultat før skatt, men dette endret seg i 2009 på grunn av endring i regnskapsprinsipp, som gjorde at denne posten bidro med 114 millioner til resultatet før skatt. Aker Solutions (2010: 28) hevder at endringen av regnskapsprinsipp ikke har vesentlig betydning for resultat per aksje, men på absolutt nivå er det ingen tvil om at økningen i 2009 skyldes endring i regnskapsprinsipp. Jeg justerer derfor kun på bakgrunn av rapportert resultat for 2009 ettersom det er dette regnskapsprinsippet som vil benyttes i fremtiden. Jeg velger å justere 2009 resultatet med budsjetterte endringer i salgsinntekter fordi de tilknyttede og felleskontrollerte selskapene er i stor grad utsatt for den samme risikoen som konsernselskapet Aker Solutions.

Netto finanskostnad:

Koller et al. (205: 244) hevder at finanskostnader skal relatere seg til gjeld. Jeg har valgt å benytte meg av netto finanskostnad, det vil si finanskostnader minus finansinntekter, fordi finansinntekter typisk er ”random walk” (Kinserdal, 2010). Den relevante balanseposten og relatere netto finanskostnad til er da netto finansiell gjeld. Historisk har netto finanskostnader vært henholdsvis 7% og 12% av netto finansiell gjeld. På grunn av at jeg antar at dagens

gjeldsnivå vil holde seg relativt stabilt fremover, benytter jeg siste års relative netto finanskostnad fremover, det vil si 12,1%.

Gevinst / tap på valutaterminer:

Konsernet sikrer om lag 80% av valutarisiko. Gevinst/tap på valutaterminer er imidlertid svært problematisk å budsjettere, og er historisk preget av ”random walk”. Ved analyse av historiske regnskapstall er denne posten i sin helhet definert som unormalt resultat, og jeg velger derfor å sette den lik 0 for budsjetteringsperioden.

Skatt:

For rapportert skattekostnad, har jeg benyttet meg av den effektive skattesatsen selskapet har oppgitt (Aker Solutions, 2010: 52). Jeg har valgt å gjennomsnittet av siste tre års rapportert skattesats, som gir en effektiv skattesats på 28,3%. Denne benytter jeg fremover i budsjetteringen.

5.4.1. Prognose resultatregnskap

Forutsetningene diskutert ovenfor, resulterer i følgende budsjettert resultatregnskap for Aker Solutions:

Budsjettert resultatregnskap Aker Solutions ASA (MNOK)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	CV
Salgsinntekter	49,554	51,262	56,173	59,856	63,434	65,194
Varekostnad	-26,511	-27,169	-29,659	-31,544	-33,367	-34,553
Bruttomargin	23,042	24,093	26,514	28,312	30,068	30,641
Andre driftskostnader	-20,326	-21,095	-23,244	-24,583	-25,232	-25,643
Resultat tilknyttet og felleskontrollert	104	108	118	126	134	137
EBITDA	2,821	3,107	3,388	3,855	4,970	5,135
Ordinære avskrivninger	-902	-861	-865	-922	-977	-1,004
EBIT	1,919	2,245	2,522	2,933	3,993	4,131
Netto finanskostnader	-423	-305	-284	-241	-149	-25
Gevinst/tap på valutaterminer	0	0	0	0	0	0
Resultat før skatt	1,496	1,940	2,239	2,692	3,844	4,106
Skattekostnad	-424	-550	-634	-763	-1,089	-1,163
Årsresultat	1,072	1,390	1,604	1,929	2,755	2,943

Tabell 22 Budsjettert resultatregnskap

5.5. Prognose av balanse

Ved budsjettering av balansen, anbefaler Koller et al. (2005: 247) å starte med investert kapital og finansielle eiendeler.

Arbeidskapital:

Koller et al. (2005: 247) anbefaler å starte med budsjettering av poster som inngår i netto arbeidskapital, det vil si omløpsmidler minus kortsiktig gjeld, ekskludert kontanter.

Jeg starter med omløpsmidler. Aker Solutions hadde fra 2007 en kraftig økning i denne posten, som førte til selskapet slet med for høy arbeidskapital gjennom 2008. I løpet av 2009 arbeidet selskapet målrettet for å redusere arbeidskapital, noe som vises på omløpsmidlene, med en nedgang fra 44,2% i 2008 til 35,5% i 2009. Nedgang i spesielt kundefordringer og derivater var årsaken til dette. Jeg forventer at selskapet vil fortsette fokuset på å holde arbeidskapitalen lav, og med en ytterligere nedgang i salgsinntektene i 2010, forventer jeg at omløpsmidler synker ytterligere til 35% av salgsinntekter inneværende år. Deretter en svak økning som følge av at salgsinntektene tar seg opp igjen.

Motposten i arbeidskapital som trekkes fra omløpsmidlene, er kortsiktig driftsrelatert gjeld. Kortsiktig driftsrelatert gjeld har historisk vært litt lavere enn omløpsmidler, og har også korrelasjon mot hverandre nærme 1. Jeg har derfor satt langsiktig driftsrelatert gjeld til noe lavere enn omløpsmidler i prosent av salg, 34,5%.

Immaterielle eiendeler:

Immaterielle eiendeler har de siste årene steget, i hovedsak på grunn av goodwill som følge av oppkjøp. Jeg forventer ingen større oppkjøp i tiden fremover, og forventer dermed at immaterielle eiendeler vil synke noe i forhold til salg fremover på grunn av økte salgsinntekter.

Varige driftsmidler:

Koller et al. (2005:249) anbefaler at varige driftsmidler burde budsjetteres i % av salgsinntekter. Avskrivninger og normale investeringer (CapEx) er også knyttet til varige driftsmidler, og jeg benytter meg der av følgende tre stegs tilnærming for å budsjettere varige driftsmidler (Koller et al., 2005: 249):

- Budsjettér varige driftsmidler (jeg benytter brutto varige driftsmidler) i prosent av salgsinntekter
- Budsjettér avskrivninger i prosent av enten brutto eller netto varige driftsmidler
- Kalkulér normalinvesteringer ved å ta netto økning i netto varige driftsmidler pluss avskrivninger.

Varige driftsmidler har de siste tre årene steget jevnt fra å utgjøre 4,9% av salgsinntektene til i dag å utgjøre 11,2%. Noe av økningen skyldes nedgang i salgsinntekter. Med en ytterligere nedgang i salgsinntektene i 2010, forventer jeg at forholdet vil øke ytterligere inneværende år, for deretter å gå noe tilbake når salgsinntektene tar seg opp igjen.

Jeg kalkulerer normalinvesteringer (CapEx) ved økningen i brutto varige driftsmidler. Varige driftsmidler har de siste årene steget signifikant, både på grunn av lavere salgsinntekter samt oppkjøp og økte investeringer. I følge Kinserdal (2010 e) bør fremtidige investeringer være høyere enn historiske avskrivninger. Jeg har derfor satt årlige normale investeringer til 2% av salgsinntekter, som er høyere enn det historiske nivået på avskrivninger i % av salg som de siste tre årene har vært mellom 0,7% og 1,7%.

Finansiell gjeld:

Aker Solutions har med sine industrielle oppkjøp i 2009 gjennomført mye av sitt investeringsprogram. Jeg forventer derfor at brutto finansiell gjeld fremover vil holde seg konstant fremover på dagens nivå. En ytterligere økning i finansiell gjeld vil gjøre at selskapets egenkapitalprosent, reduseres ytterligere mot konkurrentene, noe som jeg ikke tror er sannsynlig.

Driftsrelatert gjeld:

Kortsiktig driftsrelatert gjeld er allerede diskutert under arbeidskapital. Langsiktig driftsrelatert gjeld har historisk vært relativt stabil rundt 4%, og jeg benytter derfor gjennomsnittet på 4,2% av salgsinntekter fremover.

Kontanter og kontantekvivalenter – ”Plug”

For å garantere at eiendelssiden i balansen skal samsvare med egenkapital- og gjeldssiden, må en benytte seg av en ”plug”, en variabel som sikrer dette. Benninga (2008: 105) hevder at ”plug” er en av følgende balanseposter: Kontanter og kontantekvivalenter, gjeld eller

egenkapital. Jeg har valgt å benytte meg av kontanter og kontantekvivalenter som ”plug”, på bakgrunn av argumentet om at det ikke er noe relevant forhold mellom kontanter og salgsinntekter.

5.5.1. Budsjettering av egenkapital

For å gjøre balanseprognosen komplett, budsjetteres egenkapitalen. Dette forutsetter såkalt ”clean surplus”, det vil si at ingen føringer skjer direkte mot egenkapitalen (Koller et al., 2005:251).

Egenkapital defineres i modellen som: $Egenkapital_{t-1} + \text{Årsresultat} - \text{Utbetalt utbytte}$ (Koller et al: 251). Resultat til minoritetsinteresser skal på grunn av at minoritetsinteresser inngår i egenkapital, ikke trekkes fra resultatet.

5.5.2. Prognose balanse

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor, har jeg kommet frem til følgende budsjettert balanse.

Budsjettert balanse						
Aker Solutions ASA (MNOK)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TV
Immaterielle eiendeler	7,702	8,229	8,667	8,693	8,744	8,924
Varige driftsmidler	6,442	6,151	6,179	6,584	6,978	7,171
Finansielle eiendeler	1,487	1,435	1,404	1,496	1,586	1,630
Omløpsmidler	17,344	18,044	19,885	21,249	22,519	23,144
Kontantekvivalenter	3,505	4,115	4,704	5,401	6,499	7,610
Totale eiendeler	36,479	37,975	40,840	43,424	46,326	48,479
Egenkapital inkl. MI	9,766	10,601	11,563	12,721	14,236	15,707
Finansiell gjeld	7,515	7,515	7,515	7,515	7,515	7,515
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2,101	2,174	2,382	2,538	2,690	2,765
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	17,096	17,686	19,380	20,650	21,885	22,492
Total egenkapital og gjeld	36,479	37,975	40,840	43,424	46,326	48,479

Tabell 23 Budsjettert balanseoppstilling³⁵

5.6. Prognose for avkastning og fri kontantstrøm

For å måle avkastning på kapitalen, har jeg valgt å benytte meg av egenkapitalrentabilitet, fordi den er benyttet både som mål på strategisk fordel og i rentabilitetsanalysen. Deretter har jeg laget prognose for free cash flow to firm.

³⁵ Netto driftskapital = Immaterielle eiendeler + Varige driftsmidler + Omløpsmidler – driftsrelatert gjeld

Egenkapitalrentabilitet:

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TV
Egenkapitalrentabilitet ³⁶	11.4%	13.7%	14.5%	15.9%	20.4%	19.7%

Tabell 24 Fremtidig egenkapitalrentabilitet

Jeg har målt egenkapitalrentabilitet på bakgrunn av gjennomsnittlig egenkapital. Som vi ser av tabellen, forventes det at egenkapitalrentabiliteten blir dårligere i starten av budsjetteringsperioden. Mot slutten henter den seg derimot inn igjen når konjunktorene blir bedre og restruktureringstiltakene begynner å gi full effekt. Dette samsvarer med argumentene underveis i prognosene, samt fra strategisk analyse.

FCFF:

Fri kontantstrøm til selskapet Aker Solutions ASA (MNOK)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TV
EBIT	1,919	2,245	2,522	2,933	3,993	4,131
Effektiv skattesats	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%
EBIT (1-t)	1,375	1,609	1,808	2,102	2,862	2,961
Avskrivning/nedskrivning	902	861	865	922	977	1,004
Capital expenditures	-991	-1,025	-1,123	-1,197	-1,269	-1,304
Endring arbeidskapital	-385	-111	-147	-93	-36	-18
Free cash flow to firm	901	1,334	1,403	1,734	2,534	2,643

Tabell 25 Budsjetterert fremtidig kontantstrøm til selskapet

Som vi ser av tabellen, forventes det en gradvis økning i FCFF. Hovedårsaken til dette er en vedvarende strategisk fordel, avdekket i den strategiske analysen.

For å sjekke at den beregnede FCFF er konsistent med budsjetterert resultatregnskap og balanse, sjekker jeg at $FCFF = EBIT \cdot (1-t) - \text{endring netto driftskapital}$. For 2010 blir da endring i netto driftskapital $12,290 - 11,816 = 474$. I følge tabell 25 er forskjellen mellom $EBIT \cdot (1-t)$ og $FCFF = 1,375 - 901 = 474$.

Den beregnede FCFF er dermed konsistent med budsjetterert resultatregnskap og balanse.

³⁶ Egenkapitalrentabilitet = $\frac{\text{Årsresultat}_t}{(\text{Egenkapital}_{t-1} + \text{Egenkapital}_t)/2}$

6. Verdsettelse

Dette kapittelet vil fokusere på selve verdsettelsen av Aker Solutions. Denne oppgaven vil ha hovedfokus på to forskjellige verdsettelsesmetoder: Diskontert kontantstrøm (DCF) og relativ verdsettelse. Første del av kapittelet inneholder presentasjon av det teoretiske rammeverket for å finne avkastningskravet, og for verdsettelsesmetodene jeg har benyttet. Deretter vil jeg anvende denne teorien på Aker Solutions.

6.1. Avkastningskrav

6.1.1. Egenkapitalkostnad (CAPM)

Kapitalkostnaden til egenkapitalen finner vi ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM³⁷). Under forutsetningen om at investoren er veldiversifisert, kan historisk egenkapitalkostnad estimeres ved bruk av kapitalverdimodellen (Damodaran, 2002). Den er definert som:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_M) - r_f] \text{ (Bodie et al., 2009: 292)}$$

Risikofri rente, r_f , er den renten en kan oppnå ved å plassere penger risikofritt. I kjølvannet av finanskrisen har investorer erfart at det å finne risikofrie plasseringer ikke er enkelt, og i praksis er ingen pengeplassering 100% risikofri. Damodaran (2002: 154) sier at dersom et aktivum skal være risikofritt, må det tilfredsstille to krav: Konkursrisikoen må være eliminert, og det må ikke eksistere noen reinvesteringsrisiko. Kravet om at konkursrisikoen må være eliminert gjør at ingen verdipapirer utstedt av et privat selskap kan anses som risikofri, fordi alle private selskaper bærer konkursrisiko. Damodaran (2002: 154) hevder derfor at det kun er verdipapirer utstedt av staten som kan regnes som risikofrie, for eksempel statsobligasjoner. For å oppfylle kravet om at det ikke skal eksistere reinvesteringsrisiko, må derfor statsobligasjonen være en nullkupong obligasjon. Løpetiden på aktivumet som benyttes som risikofri rente skal være den samme som investeringens tidshorisont (Bodie et al., 2009).

På grunn av at det skal være konsistens mellom kontantstrøm og risikofri rente, må risikofri rente være i samsvar med valutaen kontantstrømmen rapporteres i (Damodaran, 2002: 156). For Aker Solutions, som rapporterer kontantstrømmen i Norske kroner (NOK), må derfor den risikofrie renten være basert på en norsk statsobligasjonsrente. På grunn av denne utredningens perspektiv som en langsiktig veldiversifisert investor, velger jeg derfor å benytte

³⁷ Capital Asset Pricing Model

renten på 10-årig norsk statsobligasjon som mål på risikofri rente. 10-årig statsobligasjon er den lengste løpetiden Den Norske Stat utsteder obligasjoner.

Egenkapitalbeta, β_i , er definert som følger: $\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_M)}{\sigma_M^2}$ (Bodie et al., 2006: 295)

Beta måler altså samvariasjonen mellom avkastningen til selskapets aksje og avkastningen til markedsporteføljen, relativt til volatiliteten i markedsporteføljens avkastning (Kinserdal, 2010 d). For å måle beta, utføres en Ordinary Least Square regresjon, på norsk kalt minste kvadraters metode. I følge Kinserdal (2010 d) er beste praksis å benytte månedlige data for de siste fem årene. Ved å bruke månedlige data, unngår man korrelasjonsstøy som lett kan oppstå ved bruk av daglige data.

Damodaran (2002: 71) hevder at ”aktivum som har høyere risiko enn gjennomsnittet har beta høyere enn 1”. R^2 gir i finanst teori et estimat på hvor stor del av risikoen i selskapets aksje som kan relateres til markedsrisiko (Damodaran, 2002: 183).

Resultatet av regresjonen som estimerer historisk beta, er avhengig av tidshorisont, intervall og benchmarkindeks (Damodaran, 2002: 187). Dette medfører at beta kun blir et estimat avhengig av forutsetningene som tas angående disse variablene. Damodaran (2002: 186) hevder at det finnes empiriske bevis på at beta for de fleste selskaper over tid tenderer mot å bevege seg mot gjennomsnittsbetaen, 1, og at det derfor er vanlig å justere betaestimatet som en finner ved hjelp av regresjon. Dette gjøres ved en såkalt Bloomberg-justering:

Justert beta = Ujustert beta \cdot (0,67) + 1.00 \cdot (0,33) (Damodaran, 2002: 186)

Markedets risikopremie, $[E(r_M) - r_f]$, er definert av Armitage (2005: 87) som ”forskjellen mellom forventet avkastning i aksjemarkedet og risikofri rente”. Fernandez (2007) hevder at det eksisterer fire forskjellige konsepter når markedets risikopremie skal estimeres. Det er den historiske, forventede, krevde og den indirekte risikopremie. Fernandez (2007) sier i tillegg at hovedforskjellen mellom disse fire konseptene er at den historiske risikopremien er lik for alle, mens de tre øvrige konseptene innebærer at hver investor krever forskjellig risikopremie. Det gjør det vanskelig å benytte annet enn historisk risikopremie i denne oppgaven. Problemet med historisk risikopremie er at den måler faktisk avkastningsforskjell mellom aksjemarkedet og risikofri rente ex-post, mens vi egentlig ønsker å måle den ex-ante (Kinserdal, 2010 d).

6.1.2. Gjeldskostnad

Ifølge Damodaran (2002: 208) er gjeldskostnaden bestemt av tre variabler: Risikofri rente, konkursrisiko og skattefordel ved bruk av gjeld.

For å finne kredittrisikopremien, multipliseres risikofri rente med risikopremien (Knivsflå, 2009 f).

På grunn av at gjeld reduserer et selskaps skattekostnad, må skattesatsen estimeres. Når det gjelder å estimere skattesatsen for beregning av skattefordel, har jeg valgt å benytte samme rente som ved beregning av skattekostnad i forrige kapittel for å skape konsistens i forutsetningene.

Gjeldskostnad etter skatt = (Risikofri rente + konkursrisikopremie) · (1 – effektiv skattesats)

6.1.3. Vektet avkastningskrav (WACC)

Det vektete avkastningskravet, heretter kalt WACC (Weighted average cost of capital), er ifølge Damodaran (2002: 13) kostnaden av de forskjellige finansieringskomponentene brukt av selskapet, vektet med andel av markedsverdi. Det vektete avkastningskravet vil utgjøre diskonteringsrenten som brukes til å diskontere de fremtidige kontantstrømmene. WACC kan defineres som følger:

$$WACC = k_e \cdot \left[\frac{E}{E+G} \right] + k_g \left[\frac{G}{E+G} \right] \quad (\text{Damodaran, 2002: 14})$$

E: Egenkapital

G: Gjeld

K_e : Egenkapitalkostnad

K_g : Gjeldskostnad etter skatt

Avkastningskravet en så kommer frem til benyttes deretter for hele analyseperioden. Det er imidlertid viktig å understreke betydningen av at WACC utledes fra CAPM, som er en én-periodisk modell. Forutsetningen med bruk av flerperiodisk diskontering med en konstant rentesats, WACC, vil derfor kun holde i spesielle, og urealistiske spesialtilfeller.

Avkastningskravet er dermed en tilnærming mer enn et fasitsvar. Dette er imidlertid ”beste praksis” både blant finansanalytikere og tidligere masterutredninger innen verdsettelse, og vil gi en bedre pekepinn enn et rent gjettverk.

6.2. Discounted cash flow model (DCF)

DCF modellen er den metoden for verdsettelse som er mest vanlig i praksis. I følge Damodaran (2002: 11) har metoden sin bakgrunn i nåverdiregelen. Denne sier at verdien av en eiendel er nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene den vil generere. I hovedsak kan vi skille mellom to typer DCF modeller: Diskontert kontantstrøm til selskapet (FCFF) og diskontert kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE). Forskjellen mellom FCFF og FCFE relaterer seg i hovedsak til kontantstrømmene fra gjeld (Damodaran, 2002: 383). FCFE ser på kontantstrømmen direkte til egenkapitalen, som gjør at kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter må tas med i utregningen. Avkastningskravet som benyttes er derfor avkastningskravet til egenkapitalen utledet fra CAPM. I denne oppgaven velger jeg å fokusere på FCFF, fordi denne oftest benyttes i praksis, og fordi den egner seg bedre enn FCFE for et selskap som Aker Solutions, som har endret kapitalstrukturen de senere år (Damodaran, 2002: 388).

6.2.1. Fri kontantstrøm til selskapet (FCFF)

FCFF er summen av kontantstrømmene til selskapet, både til aksjonærer og kreditorer (Damodaran, 2002: 382). Free cash flow to firm (FCFF) defineres som følger:

$$FCFF = \text{Driftsresultat} (1 - t) + \text{Avskrivninger} - \text{Investering i anleggsmidler} - \Delta \text{Arbeidskapital} \quad (\text{Damodaran, 2002: 383}).$$

FCFF er kontantstrømmen som gjenstår etter driftskostnader, skatter og nødvendige investeringer, men før forpliktelser til kreditorer og aksjonærer (Koller et al., 2005).

Enterprise Value, verdien av hele selskapet inkludert gjeld, er definert av Damodaran (2002: 303) som følger:

$$\text{Enterprise Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{TV}}{(1 + WACC)^T}$$

Det første leddet er kontantstrømmen fra hvert år i den eksplisitte budsjetteringsperioden. Det siste leddet er den såkalte terminalverdien etter den eksplisitte budsjetteringsperioden. På grunn av at budsjettering av hver driver fra år til år blir upraktisk etter en viss tidsperiode, beregner man en evigvarende FCFF etter et visst antall år (Koller et al., 2005:112).

Terminalverdien kan i følge Damodaran (2002: 305) beregnes som følger:

$TV = \frac{FCFF_{TV} \times g}{(WACC - g)}$, hvor g er den evigvarende veksten i kontantstrøm fra år til år etter den

eksplisitte budsjetteringsprognosen.

Ved analyse av vekst, må en ha i minne at få selskaper kan ventes å vokse raskere enn økonomien for øvrig (Koller et al. 2005: 279). Siden budsjetteringen skjer i nominelle kroner, så vil dette tilsvare realvekst i BNP + inflasjon. Historisk har norsk reell BNP vekst vært mellom 2 og 3%, og et inflasjonsmål fra Norges Bank på 2,5% (Kinserdal 2010 f: 12-25). Dette tilsvarer en nominell vekst på 5% ved realvekst i BNP på 2,5%.

Siden en i FCFF modellen ikke tar hensyn til om kontantstrømmen genereres til egenkapital eller gjeld, må en trekke fra netto rentebærende gjeld for å finne frem til verdien av selskapets egenkapital (Damodaran, 2002: 399).

6.3. Relativ verdsettelse

I relativ verdsettelse, også kalt multiplverdsettelse, er målet å verdsette basert på hvordan lignende aksjer prises i markedet. To komponenter må være tilfredsstillt for å gjøre en korrekt verdsettelse basert på multipler. For det første må priser være standardisert, for eksempel ved å konvertere priser til multipler basert på resultat, bokført verdi eller salg (Damodaran, 2002: 453). For det andre må en klare å finne mest mulig sammenlignbare selskaper.

Bruk av relativ verdsettelse er svært vanlig og populært i praksis. Grunner til det synes å være at det er raskere, kan gjennomføres med færre eksplisitte forutsetninger og at den er enklere og mer forståelig å presentere for kunder (Damodaran, 2002: 453).

Jeg vil i den relative verdsettelsen fokusere på noen av de mest velkjente og mest brukte multiplene som benyttes i praksis.

6.3.1. Price/Earnings

P/E, price/earnings, måler forholdet mellom pris per aksje og årsresultat per aksje. Dette er den mest brukte multipl i praksis (Damodaran, 2002: 468). Populariteten skyldes nok at den er svært enkel å bruke. Ved bruk av P/E, finnes verdien av et selskaps egenkapital slik:

Verdi egenkapital = $P/E_{\text{Benchmark}} \cdot \text{Årsresultat}_{\text{Selskap}}$

Det største problemet ved bruk av P/E, er alle de forskjellige variantene den fremkommer i (Damodaran, 2002: 468). Resultatet som nevneren baserer seg på, kan enten være sist rapportert, trailing resultat eller forventet resultat. I tillegg er årsresultatet eksponert for alle typer risiko, som for eksempel valutarisiko, finansielle regnskapsposter og avskrivninger. Et annet problem som kan oppstå ved bruk av P/E, er at den ikke kan brukes dersom årsresultatet er negativt.

6.3.2. Enterprise value/EBITDA

Enterprise value / EBITDA, heretter kalt EV/EBITDA, ser, i motsetning til P/E på verdien av hele selskapet. Multiplene har i de senere år tatt stadig mer over for P/E. I følge Damodaran (2002: 501) kan dette blant annet skyldes: Det er færre selskaper som har negativ EBITDA enn årsresultat. Dermed kan EV/EBITDA rett og slett brukes på flere selskaper enn P/E. I tillegg unngår man problemet med av- og nedskrivningsproblematikk på grunn av at man bruker EBITDA i stedet for årsresultat per aksje. Ved bruk av EV/EBITDA, finner en verdien av egenkapitalen slik:

$$\text{Verdi egenkapital} = (\text{EV/EBITDA}_{\text{Benchmark}} \cdot \text{EBITDA}_{\text{Selskap}}) - \text{Netto rentebærende gjeld}_{\text{Selskap}}$$

6.3.3. Price/Book (P/B)

P/B, Price/Book, måler forholdet mellom markedsverdi av egenkapitalen og bokført verdi av egenkapitalen. Den bokførte egenkapital er imidlertid som regel konservativt målt, og inneholder mye skjønn brukt av selskapet selv, for eksempel spørsmål knyttet til nedskrivninger. Jeg velger likevel å benytte modellen for å få et helhetsbilde av flere multipler.

$$\text{Verdi egenkapital} = \text{P/B}_{\text{Benchmark}} \cdot \text{Bokført verdi av egenkapital}_{\text{Selskap}}$$

6.4. Verdsettelse av Aker Solutions ASA

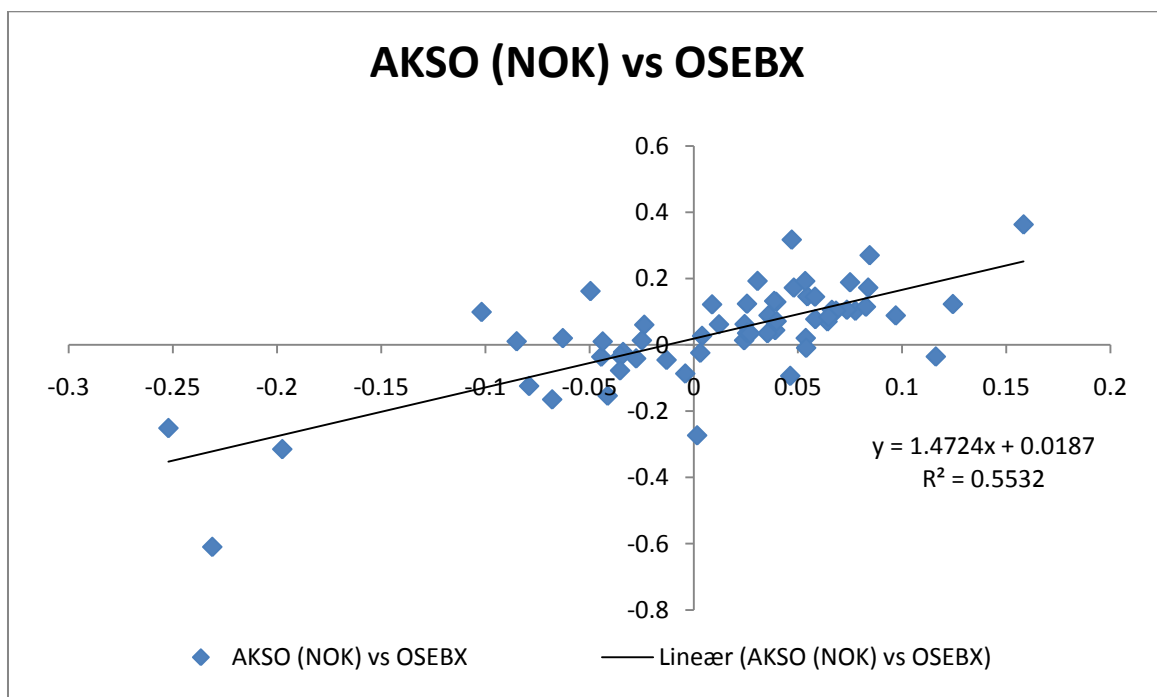
I dette kapitlet skal jeg på bakgrunn av analyser og konklusjoner i tidligere kapitler, verdsette Aker Solutions ASA ved å bruke verdsettelsesmetodene som ble presentert i første del av dette kapitlet. Det vil si på bakgrunn av diskontert kontantstrøm til selskapet (FCFF), og ved bruk av multipler, hvor hovedfokus er på EV/EBITDA, men hvor jeg også vil sjekke verdien med bruk av P/E og P/B. Jeg starter med å beregne avkastningskravet.

6.5. Avkastningskrav

6.5.1. Egenkapitalkostnad

Risikofri rente: Etersom den lengste risikofrie renten i norske kroner er 10-årig norsk statsobligasjonsrente, er det denne jeg har valgt å benytte. Denne gir ingen konkurrisiko og ingen reinvesteringsrisiko. Dette gir en risikofri rente på 3,46% (Norges Bank, 2010: 19.mai).

Egenkapitalbeta: For å estimere Aker Solutions egenkapitalbeta har jeg benyttet meg av månedlig utbyttejustert avkastningsdata for de siste fem årene. For å skape konsistens mellom risikofri rente og markedspremie, det vil si at den samme risikofrie renten benyttes i markedspremien, har jeg valgt å benytte en benchmarkindeks som måles i norsk kontantstrøm, Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX). Figuren under viser resultatet av regresjonen:



Figur 24 Regresjon av egenkapitalbeta³⁸

Som vi ser av figuren, estimeres den historiske egenkapitalbetaen til Aker Solutions til 1,47. I finansteorien betyr dette at å investere i Aker Solutions sine utstedte aksjer representerer å ta på seg risiko over gjennomsnittet. Vi ser også at R^2 , er 55,32%. Det betyr at 55,32% av

³⁸ Kilde: Yahoo! Finance

risikoen målt ved varians kommer fra markedsrisiko, mens de resterende 44.68% kan relateres til selskapsspesifikk risiko i aksjen.

Jeg justerer deretter beta jeg har funnet mot 1, ved å benytte meg av en såkalt ”Bloomberg-justering”.

$$\text{Justert beta} = (0,67 \cdot 1,47) + (0,33 \cdot 1) = 1,31$$

Jeg vurderer deretter denne betaen opp mot beta til sammenlignbare selskaper. Disse er:

Beta Peers	Beta
ED&S Peers	
Saipem SpA	1.19
Technip SA	1.39
Mcdermott Intl Inc	1.67
Acergy	0.94
KBR Inc.	1.17
Amec	1.00
Petrofac	1.16
<i>Gjennomsnitt ED&S Peers</i>	1.27
Subsea Peers	
FMC Technologies Inc	1.23
Cameron International Corp	1.55
<i>Gjennomsnitt Subsea peers</i>	1.39
P&T Peers	
National Oilwell Varco	1.32
Dril Quip	1.86
<i>Average P&T Peers</i>	1.59
P&C Peers	
Fluor Corp.	1.28
Foster Wheeler Ltd.	2.09
Jacobs Engineering Group	1.36
<i>Average P&C Peers</i>	1.58
Gjennomsnittsbeta	1.46

Tabell 26 Gjennomsnittsbeta for bransjen³⁹

Som vi ser av tabellen så samsvarer gjennomsnittsbeta for sammenlignbare selskaper svært bra med Aker Solutions egenkapitalbeta før justering. Dette gjør at jeg velger å benytte den ujusterte egenkapitalbetaen til Aker Solutions på 1,47 videre i analysen.

³⁹ Kilde: Google Finance

Markedets risikopremie: Dimson et al. (2006: 18) har i sin artikkel estimert markedets risikopremie på verdensbasis til å være 5,15% mot obligasjoner som risikofritt aktivum for perioden 1900 – 2005 målt ved et aritmetisk gjennomsnitt. På grunn av at jeg har brukt norsk statsobligasjonsrente som risikofri rente, må jeg legge denne til grunn også ved estimering av markedets risikopremie for at det skal være konsistens i avkastningskravet. I sin artikkel har Dimson et al. (2006: 18) estimert markedets risikopremie i Norge til å være 5,26% med de samme forutsetningene som på verdensbasis. Jeg velger derfor å bruke denne som markedets risikopremie.

Aker Solutions egenkapitalkrav blir dermed:

$$E(r_i) = 3,46\% + 1,47 \cdot 5,26\% = \mathbf{11,2\%}$$

6.5.2. Gjeldskostnad

Risikofri rente er allerede estimert ved utregning av egenkapitalkostnaden. For å få konsistens med tidligere forutsetninger benyttes samme risikofrie rente ved beregning av gjeldskostnad. Risikofri rente settes dermed til 3,46%.

Konkursrisiko finnes ved å benytte den syntetiske ratingen beregnet i avsnitt 4.6.1.3. Her konkluderte jeg med en syntetisk rating for Aker Solutions på BBB -. Dersom vi sammenlikner dette med tabellen i avsnitt 4.4.1.3., tilsier dette at Aker Solutions har en konkursrisiko på ca. 4% (BBB gir 3,7% konkursrisiko). Det gir en risikopremie på 0,45. Dette gir Aker Solutions en konkursrisikopremie på: $3,46\% \cdot 0,45 = 1,56\%$.

Aker Solutions totale gjeldskostnad etter skatt blir dermed:

$$K_g = (3,46\% + 1,56\%) \cdot (1 - 28,3\%) = \mathbf{3,6\%}$$

6.5.3. Vektet avkastningskrav (WACC)

Ved utregning av WACC, benytter jeg meg av markedsverdier 20.05.2010. Dette gir følgende vekter:

Aker Solutions ASA

Aksjekurs (20/5-2010)	85.35
Utestående aksjer	274
Markedsverdi EK	23,386
Netto rentebærende gjeld	3,570
Enterprise value	26,956
Egenkapitalandel	87%
Gjeldsandel	13%

Tabell 27 Inndata for beregning av WACC

Disse vektene gir følgende WACC for Aker Solutions:

$$WACC = (87\% \cdot 11,2\%) + (13\% \cdot 3,6\%) = 9,9\%$$

6.6. DCF verdsettelse

Hovedfokuset i oppgaven vil være basert på en diskontert kontantstrøm modell til selskapet (FCFF). Forutsetningene er basert på kapittel 5 hvor jeg har diskutert fremtidige drivere og forhold. Dette ga følgende resultater:

Fri kontantstrøm til selskapet Aker Solutions ASA (MNOK)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TV
EBIT	1,919	2,245	2,522	2,933	3,993	4,131
Effektiv skattesats	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%
EBIT (1-t)	1,375	1,609	1,808	2,102	2,862	2,961
Avskrivning/nedskrivning	902	861	865	922	977	1,004
Capital expenditures	-991	-1,025	-1,123	-1,197	-1,269	-1,304
Endring arbeidskapital	-385	-111	-147	-93	-36	-18
Free cash flow to firm	901	1,334	1,403	1,734	2,534	2,643

Tabell 28 Budsjettert fri kontantstrøm til selskapet

For å finne frem til Aker Solutions verdi av egenkapitalen, må jeg diskontere den budsjetterte frie kontantstrømmen for hvert år, finne terminalverdi og deretter trekke fra netto finansiell gjeld. Jeg starter med å finne netto nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet i år 2010 – 2014:

$$\text{Netto nåverdi 2010 – 2014} = \frac{901}{(1,099)} + \frac{1,334}{(1,099)^2} + \frac{1,403}{(1,099)^3} + \frac{1,734}{(1,099)^4} + \frac{2,534}{(1,099)^5} = 5,750\text{NOK}$$

For å finne terminalverdien, må også vekstfaktoren estimeres. Som nevnt kan ikke veksten være høyere enn forventet vekst i den samlede realøkonomien, som er satt til 6% nominelt.

Dette blir imidlertid å betrakte som et ”best case scenario”. Aker Solutions er et

konjunkturutsatt selskap, som i nedgangstider vil oppleve negativ vekst. Jeg mener at veksten

må være minimum på nivå med inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5%, på grunn av at budsjetteringen er i nominelle termer. I tillegg har jeg i den strategiske analysen konkludert med at selskapet har varige konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene, samt at bransjen har en bransjefordel som vil vedvare. Dette er noe som selskapet bør belønnes for i budsjetteringen. Imidlertid kan ikke selskapet vokse raskere enn økonomien for øvrig på lang sikt, fordi den før eller senere vil møte redusert vekst (Kinserdal, 2010 f: 12-22). Dette gjør ”mean reversion” gjeldene, det vil si at veksten før eller senere kommer tilbake til gjennomsnittet. På grunn av at Aker Solutions er et syklisk selskap, så vil de svært sannsynlig en gang i fremtiden, møte en ny nedgangsperiode. Dette har jeg ikke tatt med i beregningen av FCFF i terminalverdien, og må derfor ta hensyn til det i vekstfaktoren. Jeg velger derfor å benytte en vekst på 4%, som er lavere enn både nominell historisk gjennomsnittlig BNP vekst i Norge på 6%, og historisk normalisert egenkapitalvekst for Oslo Børs i perioden 1999 - 2007 på 5,5% (Knivsflå 2009 h: 18-79 og 18-80).

$$Terminalverdi = \left[\frac{(2,643 \cdot 1,04)}{(0,099 - 0,04)} \right] \frac{1}{(1,099)^6} = \mathbf{26,445NOK}$$

Summen av netto nåverdi i perioden 2010 – 2014 og netto nåverdi av terminalverdien utgjør Aker Solutions enterprise value, det vil si verdien av hele selskapet inkludert netto rentebærende gjeld.

$$Enterprise\ value = 5,750 + 26,445 = \mathbf{32,195NOK}$$

Jeg trekker deretter fra netto rentebærende gjeld for å finne frem til Aker Solutions egenkapitalverdi. Jeg benytter meg av estimert netto rentebærende gjeld ved utgangen av 2010.

$$Egenkapitalverdi = 32,195 - 4,010 = \mathbf{28,185NOK}$$

Det som nå gjenstår er å finne pris per aksje. Dette gjøres ved å dele egenkapitalverdien på antall aksjer. Årsresultatet per aksje rapporteres imidlertid som regel i flere varianter, i Aker Solutions tilfelle både som basisresultat per aksje og utvannet resultat per aksje. Basisresultat per aksje er resultatet som henføres til ordinære aksjer og et veid gjennomsnitt av ordinære utestående aksjer (Aker Solutions, 2010: 68). Utvannet resultat per aksje baseres på resultatet

per aksje som henføres til ordinære aksjer justert for forventet effekt av rettigheter til å motta bonusaksjer i tilknytning til aksjekjøpsprogrammet for ansatte, og et veid gjennomsnitt antall av ordinære utestående aksjer (Aker Solutions, 2010: 68). Jeg velger å benytte basisresultat per aksje på grunn av usikkerheten som aksjekjøpsprogrammet medfører. Basisresultat per aksje gir dermed et mer sikkert estimat.

Jeg dividerer derfor egenkapitalverdi per aksje med veid gjennomsnitt antall ordinære aksjer for året justert for egne aksjer.

$$\text{Pris per aksje} = \frac{28,185}{269.138,497} = \mathbf{104,7NOK}$$

Som vi ser, gir dette en verdi på 104,7 NOK per aksje i Aker Solutions. Dette representerer en oppside på 22,7% i forhold til sluttkursen 20.05.2010.

6.7. Relativ verdsettelse

For å verdsette Aker Solutions har jeg også valgt å benytte relativ verdsettelse. Som nevnt i forrige kapittel har relativ verdsettelse flere svakheter, og det er derfor i hovedsak benyttet for å sjekke om verdien funnet ved hjelp av DCF er rimelig.

Aker Solutions er et langt mer komplett leverandørselskap enn de aller fleste av dets konkurrenter. Ved relativ verdsettelse skal egentlig helt like eiendeler sammenlignes, noe som blir svært vanskelig i Aker Solutions tilfelle. Det gjør at jeg har funnet sammenlignbare selskaper for hver enkelt forretningsdivisjon for at den relative verdsettelsen skal bli så nøyaktig som mulig.

6.7.1. Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA)

Aker Solutions ble ved utgangen av 2009 handlet til en EV/EBITDA multipl på 5,7. Dette er lavere enn de sammenlignbare selskapene, som ble handlet på en multipl på 7,9. Noe av dette avviket må kunne forklares med at Aker Solutions har en høyere gjeldsandel enn sammenlignbare selskaper.

	EV/EBITDA	
ED&S Peers	2009	2010E
Saipem SpA	8.4	8.3
Technip SA	4.5	6.0
Mcdermott Intl Inc	6.4	5.1
Aceryg	5.5	6.7
KBR Inc.	3.4	3.2
Amec	8.2	6.8
Petrofac	10.6	6.0
Gjennomsnitt ED&S Peers	6.7	6.0
EBITDA ED&S	1,116.0	1,591.0
Implisitt ED&S verdi	7,491.3	9,558.4
Subsea Peers		
FMC Technologies Inc	11.4	12.1
Cameron International Corp	9.9	9.6
Gjennomsnitt Subsea peers	10.7	10.9
EBITDA Subsea	1,399.0	990.0
Implisitt Subsea verdi	14,899.4	10,741.5
P&T Peers		
National Oilwell Varco	5.6	6.1
Dril Quip	12.6	10.5
Gjennomsnitt P&T Peers	9.1	8.3
EBITDA P&T	1,304.0	1,312.0
Implisitt P&T verdi	11,866.4	10,889.6
P&C Peers		
Fluor Corp.	4.6	4.6
Foster Wheeler Ltd.	5.8	5.0
Jacobs Engineering Group	5.3	6.8
Gjennomsnitt P&C Peers	5.2	5.5
EBITDA P&C	484.0	423.0
Implisitt P&C Verdi	2,532.9	2,312.4
Aker Solutions	5.7	7.4
Gjennomsnitt Peers	7.9	7.7
Annet som ikke kan fordeles	65.0	-
Implisitt Enterprise Value	36,855.0	33,501.9
- Netto finansiell gjeld	4,329.0	3,246.0
Relativ EV/EBITDA aksjepris	118.7	110.4

Tabell 29 Enterprise Value/EBITDA⁴⁰

⁴⁰ Kilde: Google Finance

Som vi ser av tabellen faller relativ aksjepris dersom estimer for 2010 benyttes i stedet for 2009. Dette skyldes at EBITDA-estimatene for 2010 er lavere enn EBITDA for Aker Solutions i 2009. Begge prisene er imidlertid høyere enn hva som blir konklusjonen ved DCF modellen. Dette underbygger konklusjonen om at Aker Solutions egenkapital er verdt mer enn aksjekursen 20.05.2010.

6.7.2. Price/Earnings (P/E)

På grunn av at 2010 ser ut til å bli det vanskeligste året for leverandørindustrien, som følge av ettervirkningene av finanskrisen, anser jeg det som mer relevant å måle P/E på bakgrunn av rapporterte resultater for 2009. Dette kan ses på som et år som er nærmere et normalår enn det 2010 estimer er.

	P/E (2009)
ED&S Peers	
Saipem SpA	15.84
Technip SA	35.06
Mcdermott Intl Inc	14.45
Acergy	14.25
KBR Inc.	13.52
Amec	17.57
Petrofac	15.05
Gjennomsnitt ED&S Peers	18.0
Subsea Peers	
FMC Technologies Inc	18.91
Cameron International Corp	17.53
Gjennomsnitt Subsea peers	18.2
P&T Peers	
National Oilwell Varco	11.07
Dril Quip	20.42
Gjennomsnitt P&T Peers	15.7
P&C Peers	
Fluor Corp.	14.25
Foster Wheeler Ltd.	9.09
Jacobs Engineering Group	16.63
Gjennomsnitt P&C Peers	13.3
Aker Solutions	9.9
Gjennomsnitt Peers	16.3
Resultat per aksje	8.40
Relativ P/E aksjepris	137.0

Tabell 30 Price/Earnings⁴¹

Dette gir Aker Solutions er høyere implisitt aksjepris enn både bruk av DCF og EV/EBITDA. Årsaken er i hovedsak at de sammenlignbare selskapene handles til betydelig høyere P/E enn Aker Solutions. Som nevnt så er P/E ganske upålitelig på grunn av alle dets varianter og selskapers mulighet til å påvirke årsresultatet med egne vurderinger. Imidlertid underbygger også relativ P/E aksjepris konklusjonen i DCF analysen om at selskapets egenkapital er mer verdt enn dagens aksjepris (20.05.2010).

⁴¹ Kilde: Google finance

6.7.3. Price/Book (P/B)

	P/B (2009)
ED&S Peers	
Saipem SpA	3.34
Technip SA	2.15
Mcdermott Intl Inc	3.03
Acergy	2.93
KBR Inc.	1.59
Amec	2.71
Petrofac	5.99
<i>Gjennomsnitt ED&S Peers</i>	<i>3.1</i>
Subsea Peers	
FMC Technologies Inc	6.66
Cameron International Corp	2.33
<i>Gjennomsnitt Subsea peers</i>	<i>4.5</i>
P&T Peers	
National Oilwell Varco	1.16
Dril-Quip	3.23
<i>Gjennomsnitt P&T Peers</i>	<i>2.2</i>
P&C Peers	
Fluor Corp.	2.72
Foster Wheeler Ltd.	4.00
Jacobs Engineering Group	2.17
<i>Gjennomsnitt P&C Peers</i>	<i>3.0</i>
AKSO	2.5
Gjennomsnitt Peers	3.2
Implisitt Egenkapitalverdi	29,100
Relativ aksjepris	108.1

Tabell 31 Pris/Bok⁴²

Vi ser at også Pris/bok understøtter min DCF analyse om at aksjen er underpriset. Dette kan imidlertid skyldes selskapsspesifikke balanseforhold, og ulike regnskapsprinsipper for balanseføring.

⁴² Kilde: Google Finance

6.8. Sensitivitetsanalyse

Hovedmodellen som jeg har benyttet i verdsettelsen av Aker Solutions, DCF, er sensitiv mot en rekke faktorer. For å se hvilken effekt endringer i forutsetninger vil få for verdien per aksje, har jeg utført en sensitivitetsanalyse som tar hensyn til endringer i forutsetninger.

6.8.1. Endring i WACC og langsiktig vekst

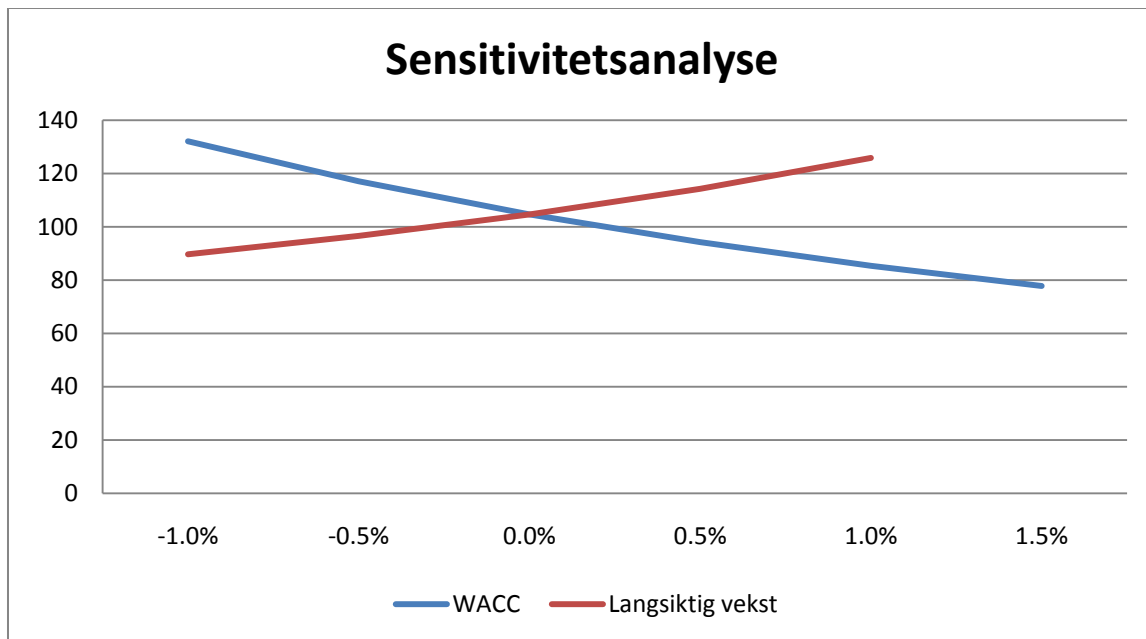
Verdsettelse ved bruk av DCF metoden er svært sensitiv mot forutsetningene som tas i forhold til WACC og langsiktig vekst. Jeg har derfor analysert virkningen av en endring i WACC og langsiktig vekst med intervaller på 0,5%. Dette gir følgende resultat:

Langsiktig vekst	WACC					
	8.9%	9.4%	9.9%	10.4%	10.9%	11.4%
2.5%	101.4	91.9	83.7	76.5	70.3	64.7
3.0%	109.9	99.0	89.7	81.7	74.7	68.6
3.5%	120.0	107.3	96.6	87.5	79.7	72.9
4.0%	132.1	117.1	104.7	94.3	85.4	77.8
4.5%	147.0	129.0	114.3	102.2	92.0	83.4
5.0%	165.7	143.5	125.9	111.6	99.8	89.8

Tabell 32 Sensitivitetsanalyse av WACC og langsiktig vekst

Som vi klart ser av tabellen, er verdien per aksje en kommer frem til svært følsom for selv små endringer i både WACC og langsiktig vekst. Dette understreker poenget med at det er viktig å gjøre nøye forutsetninger når det gjelder å finne avkastningskravet til egenkapitalen ved bruk av CAPM, som igjen påvirker WACC.

Resultatene fra sensitivitetsanalysen kan også oppsummeres i en figur hvor x-aksen representerer endring i henholdsvis WACC og langsiktig vekst, mens y-aksen representerer pris per aksje:



Figur 25 Sensitivitetsanalyse av WACC og langsiktig vekst

6.8.2. Reverse engineering tilnærming

For å finne kritiske forutsetninger/parametre som gir den faktisk observerte aksjekursen på 85,35 NOK, har jeg benyttet meg av en såkalt "reverse engineering tilnærming". Denne finner forutsetninger og parametre som gjør at modellen viser faktisk observert aksjekurs.

WACC:

For å gjenspeile faktisk observert aksjekurs på 85,35 NOK, må WACC være 10,9%. Jeg har benyttet WACC på 9,9%. Markedet krever altså høyere risikopremie enn jeg har lagt til grunn. Dette kan skyldes at det i akkurat denne perioden var stor usikkerhet i aksjemarkedet knyttet til gjeldsproblemene i sør-Europa, og at dette har gitt en høyere markedspremie. Markedspremien har historisk økt i perioder med usikkerhet, noe som impliserer høyere avkastningskrav til egenkapitalen ved bruk av CAPM. Andre årsaker kan være at markedet er mer skeptisk til selskapets finansielle situasjon enn jeg, og dermed benyttet en høyere gjeldskostnad etter skatt enn jeg gjør.

Vekst:

For at fremtidig vekst skal gi faktisk observert aksjekurs, må fremtidig vekst benyttet i DCF modellen være 2,65%. Jeg har i min modell benyttet vekst på 4%, og har dermed høyere forventninger til fremtidig vekst enn markedet synes å ha gitt et avkastningskrav på 9,9%. Som nevnt er den observerte aksjekursen målt i en periode hvor markedet falt kraftig. Dette

medfører at det også er psykologi som gjør seg gjeldende i markedet. Historisk har gjennomsnittlig nominell BNP-vekst i Norge vært på 6%, mens historisk normalisert egenkapitalvekst var 5,5% i perioden 1999 – 2007 (Knivsflå 2009 h: 18-79 og 18-80). Markedet forventer altså en fremtidig vekst på kun 50% av dette. Jeg begrunner mitt vekstanslag på 4% ut fra leverandørindustriens bransjefordel og Aker Solutions ressursbaserte fordel. Jeg mener at disse fordelene taler for en vekst større enn det markedet forventer på bare halvparten av historisk egenkapitalvekst på Oslo Børs.

6.9. Illikviditetsrabatt

Likviditetsrisiko er i følge Kinserdal (2010 g: 09-2) ”risiko for at en ikke får omsatt aksjen til full verdi pga. dårlig likviditet i markedet”. Damodaran (2005: 3) definerer illikviditet som anger på kjøp av en aksje, og et ønske om å reversere denne avgjørelsen ved å selge aksjen igjen. Kostnaden av denne reverseringen er illikviditetskostnaden. På grunn av at Aker Solutions har en dominerende eier i Aker Holding, må spørsmålet om illikviditetsrabatt sees nærmere på.

Majoritetseier kan medføre illikviditetsrabatt i en aksje på grunn av minoritetsaksjonærenes risiko for å bli overstyrt av majoritetseieren, for eksempel ved ikke å motta utbytte, irrasjonell drift og ikke-økonomiske motiv ved å ha statlig eier (Kinserdal 2010 g: 09-11). Nettopp det siste er også relevant for Aker Solutions, fordi det har vært spekulert i at meningen med eierskapet er å sikre norske industriarbeidsplasser (Dagens Næringsliv, 2007).

Hvor mye utgjør så illikviditetsrabatten? Damodaran (2005) hevder at illikviditetsrabatten øker med illikvide eiendeler i bedriften, dårlig soliditet og kontantstrøm, samt størrelse på bedriften. Å finne et eksplisitt mål på illikviditetskostnaden er vanskelig, og vil uansett være mer ett gjetttverk. Denne oppgaven har også en langsiktig investors perspektiv. Damodaran (2005: 60) hevder at illikvide investeringer er mest passende med en langsiktig investors investeringsstrategi. Dette gjør at en eventuell illikviditetsrabatt vil reduseres i denne oppgaven, på grunn av dens langsiktige perspektiv. Aker Solutions er i tillegg en av Oslo Børs 25 mest likvide aksjer ved at den inngår i OBX-indeksen⁴³. Jeg nøyer meg derfor med å nevne at det og ikke ta hensyn til en eventuell illikviditetsrabatt kan være årsaken til at alle verdsettelsesteknikkene indikerer kjøp eller sterk kjøp.

⁴³ OBX-indeksen inneholder de 25 mest likvide (omsatte) aksjene på Oslo Børs

7. Konklusjon og anbefaling

Hovedformålet med denne oppgaven har vært å komme frem til virkelig verdi av egenkapitalen til Aker Solutions.

I verdsettelsen av Aker Solutions har jeg brukt fire forskjellige verdsettelsesteknikker: DCF, som er oppgavens hovedfokus, EV/EBITDA, P/E og P/B. I tabellen under oppsummeres kursmål og anbefaling for hver av teknikkene:

Anbefaling					
Aker Solutions ASA	DCF	EV/EBITDA ₂₀₀₉	EV/EBITDA ₂₀₁₀	P/E ₂₀₀₉	P/B ₂₀₀₉
Verdi av egenkapitalen	28,185	32,526	30,256	36,872	29,100
Pris per aksje	104.7	118.7	110.4	137.0	108.1
Sluttkurs per aksje (20.05.2010)	85.35	85.35	85.35	85.35	85.35
Differanse	22.7%	39.1%	29.3%	60.5%	26.7%
Anbefaling	KJØP	STERK KJØP	KJØP	STERK KJØP	KJØP

Tabell 33 Kursmål og anbefalinger

Verdien av selskapet ved bruk av hovedteknikken DCF, gir en verdi per aksje på 104,7 NOK. Dette er 22,7% høyere enn sluttkursen 20.05.2010. Jeg gir derfor aksjen en kjøpsanbefaling, og argumentet støttes opp av den relative verdsettelsen.

Så, hva er årsaken til at alle metodene indikerer at den korrekte prisen for selskapets egenkapital ligger over det markedet synes å mene? I et effisient marked er jo all informasjon kjent og burde dermed vært reflektert i prisen. Svaret må derfor være at jeg er mer optimistisk til Aker Solutions fremtidsutsikter enn det markedet synes å være. Ut fra den strategiske analysen har jeg konkludert med at Aker Solutions har både en bransjefordel, gjennom å ha høy forhandlingsmakt ovenfor leverandører og en intern ressursbasert fordel knyttet til fysisk kapital og humankapital. Jeg mener at disse fordelene vil vedvare og at spesielt ressursfordelen knyttet til fysisk kapital vil tilta fremover.

Dette mener jeg gir grunnlag for å forvente lavere kapitalkostnadskrav og / eller høyere vekst fremover enn det markedet synes å mene.

Kildehenvisninger

Bøger:

Armitage, S. (2005): *The cost of capital : intermediate theory*, Cambridge University Press, Cambridge

Barney, J. B. (1997): *Gaining and sustaining competitive advantage*, Mass. : Addison-Wesley, Reading

Benninga, S. (2008): *Financial Modeling*, 3rd edition, MIT Press, Cambridge

Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A. J. (2009): *Investments*, 8th edition, McGraw-Hill, Boston

Damodaran, A. (2002): *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2nd edition, John Wiley & Sons Inc., New York

Hawkins, D. F. (1998): *Corporate Financial Reporting and Analysis: Text and Cases*, 4th edition, McGraw-Hill, Boston

Hill, C. W. L., og Jones, G. R. (2004): *Strategic management: an integrated approach*, 6th edition, Houghton Mifflin, Boston

Hitt, M. A., Ireland, R. D. og Hoskisson, R. E. (2001): *Strategic management : competitiveness and globalization; concepts*, 4th edition, South-Western College Pub., Cincinnati

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

Penman, S. (2007): *Financial statement analysis and security valuation*, 3rd edition, McGraw-Hill/Irwin, Boston

Artikler:

Damodaran, A. (2005): "Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount",
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>

Dimson, E., March, P. og Staunton, M. (2006): "The worldwide equity premium: A smaller puzzle",
http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID891620_code254274.pdf?abstractid=891620&mirid=1

Fernandez, F. (2007): "Equity premium: Historical, Expected, Required and Implied",
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933070

Forelesningsnotater:

Kinserdal, F. (2010) a: "Strategisk analyse"

Kinserdal, F. (2010) b: "Normalisering av historiske resultater"

Kinserdal, F. (2010) c: "Regnskapsanalyse og nøkkeltall"

Kinserdal, F. (2010) d: "Kapitalkostnad"

Kinserdal, F. (2010) e: "Forecasting/budsjettering"

Kinserdal, F. (2010) f: "Continuing value/langsiktig prognose"

Kinserdal, F. (2010) g: "(Il)likviditetsrisiko og konkursrisiko, gearing"

Knivsflå, K. H. (2009) a: "Strategisk analyse",
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/oplegget2009/plansjar/BUS424%20-%202003%20-%20H2009.pdf>

Knivsflå, K. H. (2009) b: ”Rekneskapsanalyse”,
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2009/plansjar/BUS424%20-%2004%20-%20H2009.pdf>

Knivsflå, K. H. (2009) c: ”Omgruppering”,
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2009/plansjar/BUS424%20-%2005%20-%20H2009.pdf>

Knivsflå, K. H. (2009) d: ”Omgruppering – Balanse og kontantstrøm”,
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2009/plansjar/BUS424%20-%2006%20-%20H2009.pdf>

Knivsflå, K. H. (2009) e: ”Målefeil av type 1”,
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2009/plansjar/BUS424%20-%2007%20-%20H2009.pdf>

Knivsflå, K. H. (2009) f: ”Forholdstalanalyse”,
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2009/plansjar/BUS424%20-%2015%20-%20H2009.pdf>

Knivsflå, K. H. (2009) g: ”Analyse av lønsemnd - rentabilitetsanalyse”,
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2009/plansjar/BUS424%20-%2017%20-%20H2009.pdf>

Knivsflå, K. H. (2009) h: ”Analyse av kjelder til lønsemnd”,
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2009/plansjar/BUS424%20-%2018%20-%20H2009.pdf>

Knivsflå, K. H. (2009) i: ”Avkastningskrav = Målestokk for lønsemnd”,
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2009/plansjar/BUS424%20-%2016%20-%20H2009.pdf>

Lien, L. B. (2008) a: ”Substitutter & vertikal forhandlingsmakt”

Lien, L. B. (2008) b: ”Rivalisering”

Rapporter og presentasjoner:

Aker Kværner (2008): "Årsrapport 2007",

http://www.akersolutions.com/NR/rdonlyres/78C1DC15-71FB-45B8-BC1C-46DBF1DB03A9/15711/%C3%85rsrapport_norsk1.pdf

Aker Solutions (2010): "Årsrapport 2009",

http://www.akersolutions.com/NR/rdonlyres/0F528647-1237-4341-93F6-B43D76DA98C3/20623/%C3%85rsrapport_20091.pdf

Aker Solutions (2010) a: "1. kvartalsrapport 2010",

<http://hugin.info/77/R/1407185/360496.pdf>

Aker Solutions (2010) b: "Leverandørindustriens utfordring",

<http://www.akersolutions.com/NR/rdonlyres/BCAA9245-E452-4035-B250-246FD8437C94/20254/12012010Solam%C3%B8tet.pdf>

Aker Solutions (2009): "Årsrapport 2008",

<http://www.akersolutions.com/NR/rdonlyres/1F4DA53F-C5F0-4E8B-B2FB-439A47213CAE/18472/%C3%85rsrapport2009.pdf>

Aker Solutions (2009) b: "8.70% Aker Solutions ASA Open Bond Issue 2009/2014",

<http://www.akersolutions.com/NR/rdonlyres/4A746123-0599-4287-A4D0-3157BFB70308/20182/870AkerSolutionsASAOpenBondIssue20092014.pdf>

Statoil (2010): "Annual report 2009",

<http://www.statoil.com/AnnualReport2009/en/Pages/default.aspx>

Aviser og internett:

Dagens Næringsliv (2007): ”Andersens milliardgave til Røkke”,

<http://www.dn.no/forsiden/kommentarer/article1121669.ece>

Dagens Næringsliv (2009): ”Alt om Aker-saken”,

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1649237.ece>

Dagens Næringsliv (2010) a: “Rec-smell i Tyskland”,

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1821479.ece>

Dagens Næringsliv (2010) b: ”Goliat glapp for Aker Solutions”,

<http://www.dn.no/energi/article1833844.ece>

Dagens Næringsliv (2010) c: ”- Meget bekymringsfullt for Norge”,

<http://www.dn.no/energi/article1836412.ece>

Norges Bank (2010): “Statsobligasjoner”, [http://www.norges-](http://www.norges-bank.no/templates/article_55496.aspx)

[bank.no/templates/article_55496.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_55496.aspx)

Petro (2010): ”Kan splitte Aker Solutions”,

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

Appendikser

Appendiks A: Aksjonæroversikt per 22.02.2010

Navn	Antall aksjer	Eierandel
Aker Holding AS	110,333,615	40.27%
JPMorgan Chase Bank	11,585,494	4.23%
State Street Bank & Trust CO.	8,150,795	2.97%
Bank of New York Mellon	7,601,179	2.77%
Folketrygdfondet	6,292,800	2.30%
State Street Bank & Trust CO.	5,718,535	2.09%
JPMorgan Chase Bank	5,442,891	1.99%
Clearstream Banking CID Dept.	5,038,134	1.84%
Citibank N.A. New York Branch	4,600,000	1.68%
Aker Solutions ASA	4,450,510	1.62%
Bank of New York Mellon	4,073,950	1.49%
JPMorgan Chase Bank	3,778,200	1.38%
The Northern Trust C.O.	3,465,168	1.26%
Governor & the Company	3,286,845	1.20%
Bank of New York Mellon	2,738,237	1.00%
RBC Dexia Investor Services Trust	2,317,700	0.85%
Skandinaviska Enskilda Banken	2,258,258	0.82%
The Northern Trust C.O.	2,174,151	0.79%
The Northern Trust Company Sub	2,000,000	0.73%
Vital Forsikring ASA	1,900,667	0.69%
Sum 20 største aksjeeiere	197,207,129	71.97%
Øvrige aksjeeiere	76,792,871	28.03%
Totalt	274,000,000	100.00%

Kilde: Aker Solutions (2010: 91)

Appendiks B: Fullstendig omgruppert balanseoppstilling 2007 – 2009

Omgruppert balanse (MNOK)	2007	2008	2009
<i>Driftsrelaterte eiendeler:</i>			
Eiendom, anlegg og utstyr	2,815	4,610	6,531
Eiendeler ved utsatt skatt	548	519	389
Immaterielle eiendeler	4,995	7,119	7,915
Pensjonsmidler	15	234	167
Andre langsiktige operasjonelle eiendeler	9	4	338
Investeringer i tilknyttede selskaper	121	444	423
Eiendeler ved periodeskatt	89	49	97
Varebeholdning	884	1,321	1,417
Kundefordringer og andre fordringer	13,361	20,796	18,332
Derivater	1,468	3,100	372
Sum driftsrelaterte eiendeler	24,305	38,196	35,981
<i>Driftsrelatert gjeld:</i>			
Pensjonsforpliktelser	937	758	910
Forpliktelser ved utsatt skatt	680	831	692
Andre langsiktige forpliktelser	507	1,194	891
Forpliktelser ved periodeskatt	329	252	211
Avsetninger	655	912	869
Leverandørgjeld og andre betalingsforpliktelser	15,165	21,052	19,370
Derivater	954	2,403	345
-Sum driftsrelatert gjeld	19,227	27,402	23,288
=Netto driftskapital	5,078	10,794	12,693
Sum egenkapital	7099	8450	8,976
+Minoritetsinteresser	168	156	147
<i>Finansiell gjeld:</i>			
Rentebærende langsiktig gjeld	1,998	6,163	7,335
Rentebærende kortsiktig gjeld	24	553	180
+Sum finansiell gjeld	2,022	6,716	7,515
<i>Finansielle eiendeler:</i>			
Rentebærende langsiktige fordringer	14	97	184
Investeringer i andre selskaper	133	123	135
Rentebærende kortsiktige fordringer	540	480	440
Kontanter og kontantekvivalenter	3,524	3,828	3,186
-Sum finansielle eiendeler	4,211	4,528	3,945
=Netto finansiell gjeld	-2,189	2,188	3,570
=Netto driftskapital	5,078	10,794	12,693

Appendiks C: Nøkkeltall 2009 for peers

Nøkkeltall 2009	Likviditetsgrad 1	Netto rentedekningsgrad	Egenkapital- prosent	Netto driftsrentabilitet
ED&S Peers				
Saipem SpA	0.80	145.3	25.0%	34.8%
Technip SA	0.97	-135.1	32.7%	47.5%
Mcdermott Intl Inc	1.17	-65.0	40.1%	50.3%
Acergy	1.43	15.7	39.1%	75.0%
KBR Inc.	1.59	488.0	44.1%	37.0%
Amec	1.92	-24.7	55.0%	68.4%
Petrofac	1.09	-71.3	25.5%	-109.8%
Subsea Peers				
FMC Technologies Inc	1.33	55.8	32.3%	55.0%
Cameron International Corp	2.05	8.5	51.0%	22.2%
P&T Peers				
National Oilwell Varco	2.30	50.3	66.4%	17.9%
Dril Quip	5.90	-406.1	86.3%	28.0%
P&C Peers				
Fluor Corp.	1.55	-80.9	48.1%	98.1%
Foster Wheeler Ltd.	1.51	130.8	28.1%	547.1%
Jacobs Engineering Group	2.17	-61.4	61.6%	38.8%

Kilde: Datastream