

Siviløkonomutredning i Økonomisk styring og Økonomisk analyse

Veileder: Eirik Gaard Kristiansen

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Sevan Marine ASA



Av

Bjørn Aarvik og Jørgen Aasen

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

Sevan Marine ASA er et relativt nystartet selskap som opererer i offshoremarkedet. Selskapet er engasjert i utvikling, bygging, eierskap og drift av flytende produksjonsplattformer og boreenheter, basert på egenutviklet teknologi. Kjernevirksomheten er FPSO markedet.

Dette er spennende dager for selskapet siden deres første ferdigstilte produksjons- og lagrings plattform er klar for oppstart på Piranema-feltet utenfor Brasil. Dette vil gi selskapet et endelig svar på om deres egenutviklede teknologi fungerer som den skal. Det at selskapet enda ikke har hatt noen plattformer i produksjon har underveis i denne verdsettelsen bydd på noen problemer siden dette har ført til en viss usikkerhet rundt ulike inntekts- og kostnadsestimater.

Vi vil i denne utredningen foreta en fundamental verdsettelse av Sevan Marine. Først vil vi gjennomføre en strategisk analyse der vi ser på de eksterne mulighetene og truslene fra markedet og de interne styrkene og svakhetene til selskapet. Vi vil også foreta en regnskapsanalyse der vi prøver å estimere ulike inntekts- og kostnadsdrivere etter beste skjønn. Deretter vil vi finne et verdiestimat på egenkapitalen ved bruk av total kapitalmetoden og neddiskonterte fremtidige kontantstrømmer. De fremtidige kontantstrømmene vil genereres fra plattformene som selskapet vil produsere i løpet av de kommende årene.

For å få et bedre innblikk i usikkerheten knyttet til verdiestimatet har vi gjennomført sensitivitetsanalyser. Verdiestimatet som vi kommer frem til med utgangspunkt i strategi- og regnskapsanalysen vil sammen med sensitivitetsanalysen danne grunnlaget for vår konklusjon og handlestrategi. Som det vil vise seg vil vi konkludere med at aksjeverdien på selskapets egenkapital er undervurdert på Oslo Børs, og vi har derfor en kjøpsanbefaling på aksjen.

Contents

SAMMENDRAG	2
CONTENTS	3
1. FORORD	7
2. PRESENTASJON AV SEVAN MARINE	8
2.1 PRESENTASJON AV SELSKAPET	8
2.2 VISJON OG STRATEGI	9
2.3 SELSKAPSSTRUKTUR	10
2.3.1 <i>Sevan Marine ASA</i>	11
2.4 VIRKSOMHET	11
2.4.1 <i>Sevan Piranema</i>	13
2.4.2 <i>Sevan Hummingbird</i>	13
2.4.3 <i>Sevan no. 3</i>	13
2.4.4 <i>Sevan no. 4</i>	13
2.4.5 <i>Sevan Driller</i>	14
2.4.6 <i>Øvrige</i>	14
2.5 DE ULIKE SSP-MODELLENE	14
2.5.1 <i>Fordeler med Sevan sine FPSO'er:</i>	14
2.5.2 <i>Fordeler med FDPSO:</i>	15
2.6 AKSJONÆRFORHOLD OG KURSUTVIKLING	16
3. INTERNANALYSE	18
3.1 SVIMA – VERKTØY FOR RESSURSANALYSE	19
3.1.1 <i>Fysiske ressurser</i>	21
3.1.2 <i>Finansielle ressurser</i>	23

3.1.3	<i>Menneskelige og organisatoriske ressurser</i>	23
3.2	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	25
4.	EKSTERNANALYSE	26
4.1	INNLEDNING	26
4.2	DEFINISJON AV MARKEDET	26
4.3	UTVIKLING I BRANSJEN	27
4.4	OPPSUMMERING	29
4.5	KONKURRANSEANALYSE – PORTERS 5-KREFTER.....	30
4.5.1	<i>Inntrengere</i>	30
4.5.2	<i>Kunders forhandlingsmakt</i>	32
4.5.3	<i>Substitutter</i>	33
4.5.4	<i>Leverandørers forhandlingsmakt</i>	33
4.5.5	<i>Rivalisering blant nåværende konkurrenter</i>	34
4.5.6	<i>Konklusjon</i>	35
5.	PESTE – EN MAKROANALYSE	36
5.1	POLITISKE OG LOVMESSIGE FORHOLD	37
5.2	ØKONOMISKE FORHOLD	37
5.3	OLJEPRISUTVIKLING	38
5.4	SOSIOKULTURELLE FORHOLD	41
5.5	TEKNOLOGISKE FORHOLD	42
5.6	SAMFUNNSMESSIGE FORHOLD	42
6.	SWOT	43
7.	VERDSETTELSE	45
7.1	VERDSETTELSESTEORI	45
7.1.1	<i>Fundamental Verdsettelse</i>	45

7.1.2	<i>Komparativ verdsettelse</i>	46
7.1.3	<i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	46
7.2	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	47
7.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE OG TOTALKAPITALMETODEN	47
7.3.1	<i>Totalkapital metoden</i>	49
8.	STØRRELSER I REGNSKAPET	51
8.1	INNTEKTER	51
8.1.1	<i>Driftsinntekter</i>	51
8.1.2	<i>Andre inntekter</i>	57
8.2	KOSTNADER.....	57
8.2.1	<i>Operasjonskostnader (OPEX)</i>	57
8.2.2	<i>Andre driftskostnader</i>	58
8.2.3	<i>Skattekostnad</i>	59
8.2.4	<i>Avskrivninger</i>	59
9.	KAPITALKOSTNAD	60
9.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL	61
9.2	RISIKOFRI RENTE.....	62
9.3	RISIKOPREMIE	62
9.4	EGENKAPITALBETA	63
9.5	SKATTESATS	65
9.6	LIKVIDITETSPREMIE	65
9.7	UTTREGNING AV AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN.....	65
9.8	AVKASTNINGSKRAV TIL GJELD.....	66
9.9	UTREGNING AV WACC	67

9.10	OPPSUMMERING AVKASTNINGSKRAV	68
10.	INVESTERINGER.....	69
10.1	BYGGEKOSTNADER.....	69
10.2	OPPSUMMERING INVESTERINGER.....	70
10.3	VEDLIKHOLDSKOSTNADER.....	71
11.	ARBEIDSKAPITAL.....	72
12.	KONTANTSRØMSANALYSE.....	73
12.1	RIGGENES KONTANTSTRØM.....	73
12.2	KONTANTSTRØM TIL KONSERNET	74
12.3	ENTERPRISE VALUE OG VERDI AV EGENKAPITAL	75
13.	SENSITIVITETSANALYSE.....	78
13.1	SENSITIVITETSANALYSE WACC.....	78
13.2	SENSITIVITETSANALYSE AV DAGRATER	80
13.3	SENSITIVITETANALYSE DAGLIGE KOSTNADER	81
14.	KONKLUSJON OG HANDLESTRATEGI.....	83
15.	KILDER.....	84
16.	APPENDIKS.....	86
16.1	RIGGTYPEN	86
16.2	KONTANTSTRØM TIL RIGGENE.....	87
16.3	BETAVERDI	93

1. Forord

Denne utredningen er skrevet som en avslutning av siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole (NHH). Med fordypningsområdene regnskap og økonomisk styring og økonomisk analyse med vekt på finansiell økonomi fant vi det naturlig å skrive en regnskapsanalyse og verdsettelse av Sevan Marine.

Denne utredningen har vært en mulighet til å kunne bruke den kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom fire års studier på en praktisk måte. Særlig nyttig har teori og praksis fra BUS425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse vært. Gjennom forelesninger og caseinnleveringer har vi blitt fortrolig med rammeverket og de modellene en bruker til en slik analyse.

Det har i det siste vært spennende tider i offshoremarkedene og vi bestemte oss relativt rask for at dette kunne være interessant å fordype seg i. At valget falt på Sevan Marine var vel mer en tilfeldighet etter tips fra en bekjent. Selv om skrivearbeidet til tider har gått tregt og motivasjonen så som så, synes vi alt i alt at arbeidet har vært både fruktbart og lærerikt. Etter hvert som arbeidet med oppgaven har gått framover og kjennskapen til selskapet og offshoremarkedet har blitt større, har også interessen og fasinasjonen for prosjektet vokst.

Denne oppgaven er ikke ment som en fullstendig analyse av Sevan Marine som skal gi en entydig og korrekt aksjekurs på selskapet. Vårt mål har hele tiden har vært å kunne benytte tillært teori i praksis. Begrenset tid og ressurser gjør at ikke alle områder er like grundig diskutert, men vi føler at vi har nådd de målsettinger vi satte oss før prosjektets begynnelse.

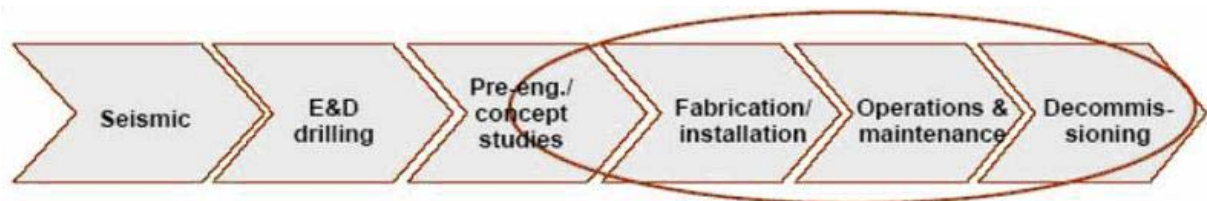
Vi vil takke vår veileder Eirik Gaard Kristiansen for gode tilbakemeldinger i en hektisk innspurt og Finn Kinserdal for interessante og lærerike forelesninger. En spesiell takk går til Ole Martin Åsland i Pareto Securities og Christian Thomassen for gode innspill og faglige råd. Takk også til Kristine Hole for støtte og oppmuntring.

2. Presentasjon av Sevan Marine

2.1 Presentasjon av selskapet

Sevan Marine ASA ble etablert i 2001. Hovedkontoret ligger i Tananger med tilhørende kontorer i Arendal og Trondheim. De har også datterselskaper som er lokalisert i Rio de Janeiro, Singapore og det heleide datterselskapet Kanfa AS i Asker. I løpet av det siste året har selskapet vokst til 174 ansatte. I 2004 ble Sevan Marine notert på Oslo Børs med ticker-koden SEVAN. Sevan Marine er et offshore teknologiselskap som har spesialisert seg i markedet for flytende produksjon og lagring av olje og gass (FPSO). I mars var deres første ferdigstilte FPSO, SSP Piranema på plass i Brasil der den vil starte og generere driftsinntekter fra andre kvartal i år. Selskapet har også satt i gang konstruksjon av en flytende boreplattform (Driller). Selskapet har utviklet en ny type sylinderformet plattform som er kalt Sevan Stabilized Platform (SSP). Denne typen plattform kan benyttes i alle havområder. Designet på denne typen plattform gjør at den passer for flere områder i offshore markedet, inkludert flytende produksjon og lagring, boring i områder med dypt vann og vanskelige forhold, innkvartering og ulike gass aktiviteter. Dette har ført til at Sevan Marine nå er i gang med en utvidelse av selskapet. Virksomheten skal nå også omfatte boresegmenter ved å etablere Sevan Drilling.(Sevan Marine)

Sevan Marine sine plattformer befinner seg i slutten av verdikjeden. Før man i det hele tatt kan få plattformene på plass har man allerede utført tester, prøveboringer og innhentet nok informasjon til at man har bestemt seg for å utvinne olje.



Figur 1 Verdikjeden (Kilde: Sevan Marine)

2.2 Visjon og strategi

”Selskapets Hovedmål er å etablere et ledende internasjonalt selskap innenfor de teknologiske krevende segmentene av offshore markedet. Selskapet skal utnytte sine konkurransefordeler innenfor design, ingeniørvitenskap og prosjektutførelse for å tilby kostnadseffektive og innovative produkter og løsninger til sine kunder basert på sin patenterte SSP teknologi.” (Sevan Marine)

Selskapet skal også søke etter å opprettholde en tilstedeværelse i de internasjonale markedene. Vekst forventer man først å fremst gjennom organisk utvikling og fornuftige samarbeidsavtaler. Hovedfokuset til Sevan Marine er å skape verdier for aksjonærene ved å levere produkter og løsninger til offshore industrien gjennom å utnytte sine kjernekompetanser innenfor design, ingeniørvitenskap og prosjektutførelse. Basisen for produktene og løsningene er utnyttelse av SSP teknologien som de har utviklet.

Frem til nå har hovedfokuset vært på FPSO’ene. Dette vil også være selskapets kjerneområde i fremtiden. Nylig har de også satt i gang konstruksjon av en drilling enhet. På grunn av det store bruksområdet for SSP’ene ser man også for seg at man kan utnytte disse plattformene innenfor innkvartering og ulike gass aktiviteter.

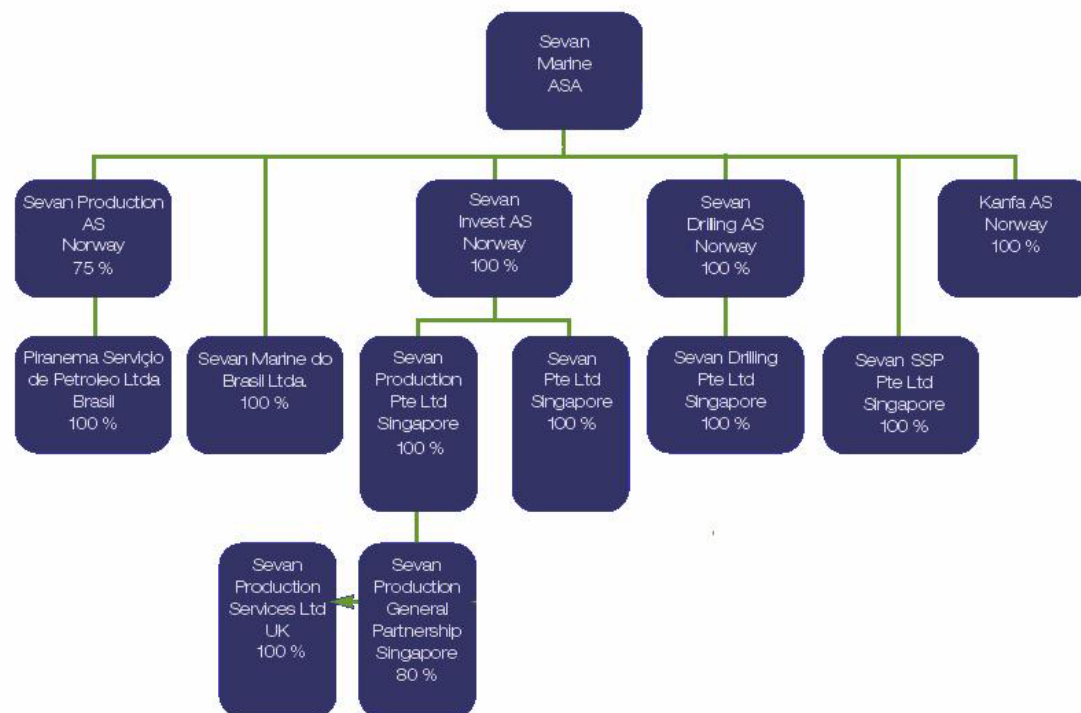
Forretningsmodellen baserer seg på at Sevan Marine skal bygge, eie og drive operasjonen av SSP plattformene. Man vil altså lease SSP plattformene til klienter under langsiktige kontrakter der Sevan Marine selv er delaktig i produksjonsaktivitetene. Dette vil gi selskapet full kontroll av teknologien og operasjonen, som igjen gir større fleksibilitet, mindre risiko og forhåpentligvis større fortjeneste.



Figur 2 Kjernevirksomhet (Kilde: Sevan Marine)

2.3 Selskapsstruktur

Sevan Marine ASA er morselskapet og har flere datterselskap.



Figur 3 Organisasjonskart (Kilde: Sevan Marine)

2.3.1 Sevan Marine ASA

Sevan Marine ASA er morselskapet og har kontorer i Tananger, Arendal og Trfondheim. Morselskapet er ansvarlig for teknologiutvikling, markedsføring og operative aktiviteter.

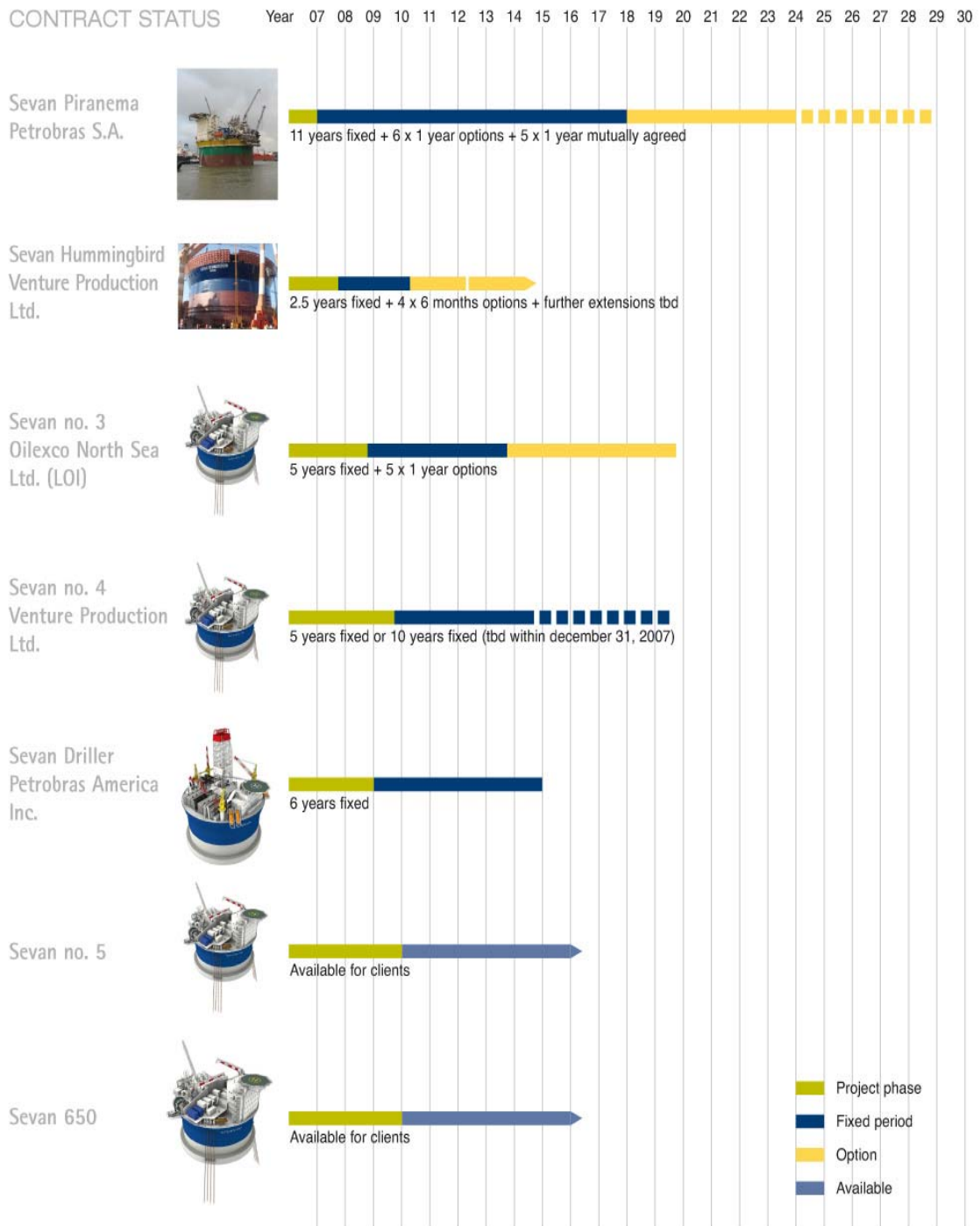
Sevan Marine ASA har etter hvert som de har satt i gang bygging av nye SSP'er opprettet egne datterselskap som eier de ulike SSP'ene. De har også opprettet datterselskap for disse som har som hovedmål å drive virksomheten for den aktuelle SSP'en i tillegg til å assistere morselskapet med teknologiutvikling og andre aktuelle arbeidsområder for foretaket. Etter hvert som flere SSP'er blir satt i produksjon vil trolig flere datterselskap etableres.

Kanfa AS er et heleid datterselskap som jobber med utvikling av design og ingeniørvitenskap og tilbyr tjenester til offshore industrien. Kanfa sine ansatte har lang fartstid og har vært med på det meste av utviklingen på norske oljefelt de siste 16 årene i tillegg til internasjonale prosjekter. De vil også levere tjenester til eksterne selskap, men hovedfokuset vil ligge på utviklingen av design og ingeniørvitenskap til morselskapet.

Sevan Drilling skal etter planen børsnoteres i løpet av 2007. Da vil selskapet i så fall bli utskilt fra konsernet. Dette vil ikke ha noen påvirkning for vår verdsettelse da en eventuell utskillelse vil føre til at aksjonærer blir kompensert for dette enten gjennom betaling eller aksjer i det nye selskapet.

2.4 Virksomhet

Sevan Marine har fem plattformer som har fått kontrakter. Dette inkluderer fire Sevan 300 FPSO'er og en Sevan 650 drilling enhet, som alle er basert på Sevan sin utviklede teknologi. Selskapet har også lagt inn ordre for produksjon av ytterligere en Sevan 300 FPSO og en Sevan 650 FPSO. Disse er begge foreløpig uten kontrakter.



Figur 4 Kontraktstatus (Kilde: Sevan Marine)

2.4.1 Sevan Piranema

Denne Sevan 300 plattformen er en FPSO med en lagringskapasitet på olje på 300,000 bbls. Den kan bearbeide opp til 30,000 bbls per dag og en gass injeksjon kapasitet på 3,6 millioner m^3 om dagen. Den er utplassert på Piranemafeltet utenfor Brasil under kontrakt med Petrobras. Enheten er tauet ut på feltet og blir for tiden blir installert. Vil generere driftsinntekter f.o.m. andre kvartal.

2.4.2 Sevan Hummingbird

Dette er en FPSO som har samme lagringskapasitet og bearbeidelses evne som Sevan Piranema. Den vil bli utplassert på Chestnutfeltet i Nordsjøen der den vil være under kontrakt med Venture Production plc. Etter planen vil oppstart være i september 2007.

2.4.3 Sevan no. 3

Denne FPSO'en har de samme karakteristikaene som de to ovenfor og vil være under kontrakt med Oilexco North Sea Ltd på Shelleyfeltet i Nordsjøen. Forskjellen mellom de ulike SSP300-plattformen er som nevnt ovenfor hovedsakelig hvor mange risers og umbilicals de kan håndtere. Det er også en viss forskjell på gass- og vanninjeksjon kapasitet. Planlagt oppstart i september 2008.

2.4.4 Sevan no. 4

Dette er også en Sevan 300 FPSO enhet. Dette er den andre FPSO'en som vil være under kontrakt med Venture production plc. Den vil være under kontrakt på Pilotfeltet i Nordsjøen. Planlagt oppstart i juli 2009.

2.4.5 Sevan Driller

Denne boreriggen kan bore brønner på opptil 40,000 fot i vanndybder på opptil 12,500 fot. Den kan lagre opptil 150,000 fat med olje. Riggen vil være under kontrakt med Petrobras America INC og operere i de ultradype havområdene i Mexico Golfen. Planlagt oppstart i andre kvartal 2009.

2.4.6 Øvrige

Sevan no. 5 og Sevan 650 er to FPSO'er under konstruksjon og er fortsatt tilgjengelig for kontrakt.

2.5 De ulike SSP-modellene

SSP Piranema har altså allerede kontrakt på Piranema feltet utenfor Brasil. Sevan Driller skal operere i de dype farvannene i Mexico Golfen, mens de tre andre FPSO'ene under kontrakt skal operere i Nordsjøen. I dagens marked skulle det heller ikke være noe problem for Sevan Marine å få tildelt kontrakter for de resterende plattformene sine uten kontrakt. Sevan Marine har også sikret seg rettighetene for å bygge opp til ni nye Sevan plattformer. Hvor store eller hvilken type plattform dette blir er ikke bestemt.

Sevan Marine sine FPSO'er designet for å lagre og produsere hydrokarboner både i grunne og dype farvann. De er også kapable til å operere under alle slags forhold. Den største fordelene ved disse plattformene er at de kombinerer innvendig lagringskapasitet og evnen til å ha stor toppside vekt med en lav produksjonskostnad i forhold til andre FPSO'er.

2.5.1 Fordeler med Sevan sine FPSO'er:

- Ikke nødvendig med turret og swivel som man blant annet finner på Ship-Shaped og Semier

- Operasjonell i alle slags forhold
- Har meget bra bevegelser egenskaper
- Kompakt design der alle rør, ventiler og pumper er lokalisert i den sentrale sjakten
- Evne til å ha stor toppsidevekt
- Betydelig mindre investeringskostnader og konstruksjonstid enn hos andre FPSO'er

2.5.2 Fordeler med FDPSO:

- Kombinert produksjon og drilling enhet
- Skreddersydd drilling system
- Stort areal på dekk og stor laste evne
- Stor lagringskapasitet og minimalt bruk for nye forsyninger
- Stor lagringskapasitet for produsert olje

Designet på SSP plattformene gjør det også mulig å bruke plattformene innenfor andre bruksområder i offshore markedet:



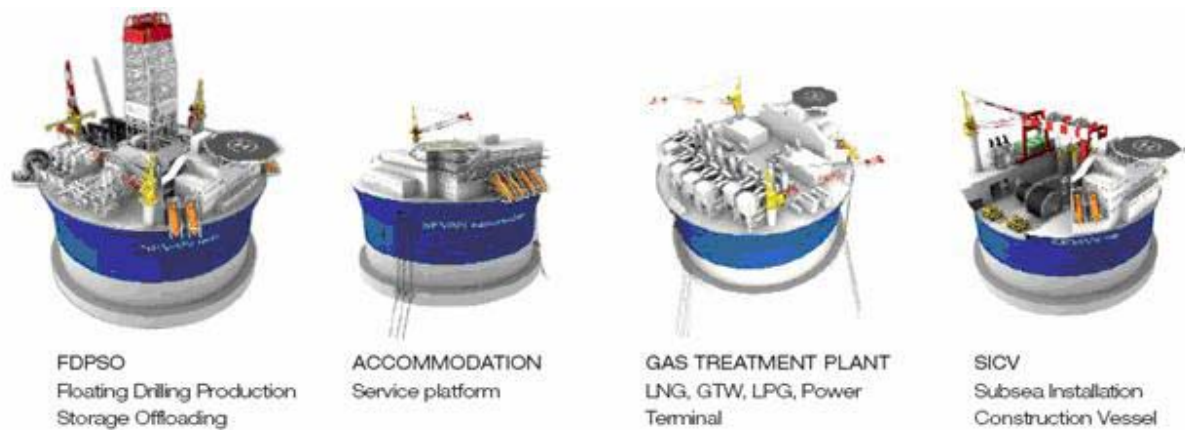
FPSO
Floating Production
Storage Offloading



FSO
Floating Storage
Offloading



MODU
Mobile Offshore Drilling Unit



Figur 5 Ulike bruksområder for SSP (Kilde: Sevan Marine)

2.6 Aksjonærforhold og kursutvikling

Goldman Sachs er største eier i Sevan Marine med nesten 18 % av aksjene. Utenlandsk eierskap er cirka 80 %.

10 largest shareholders

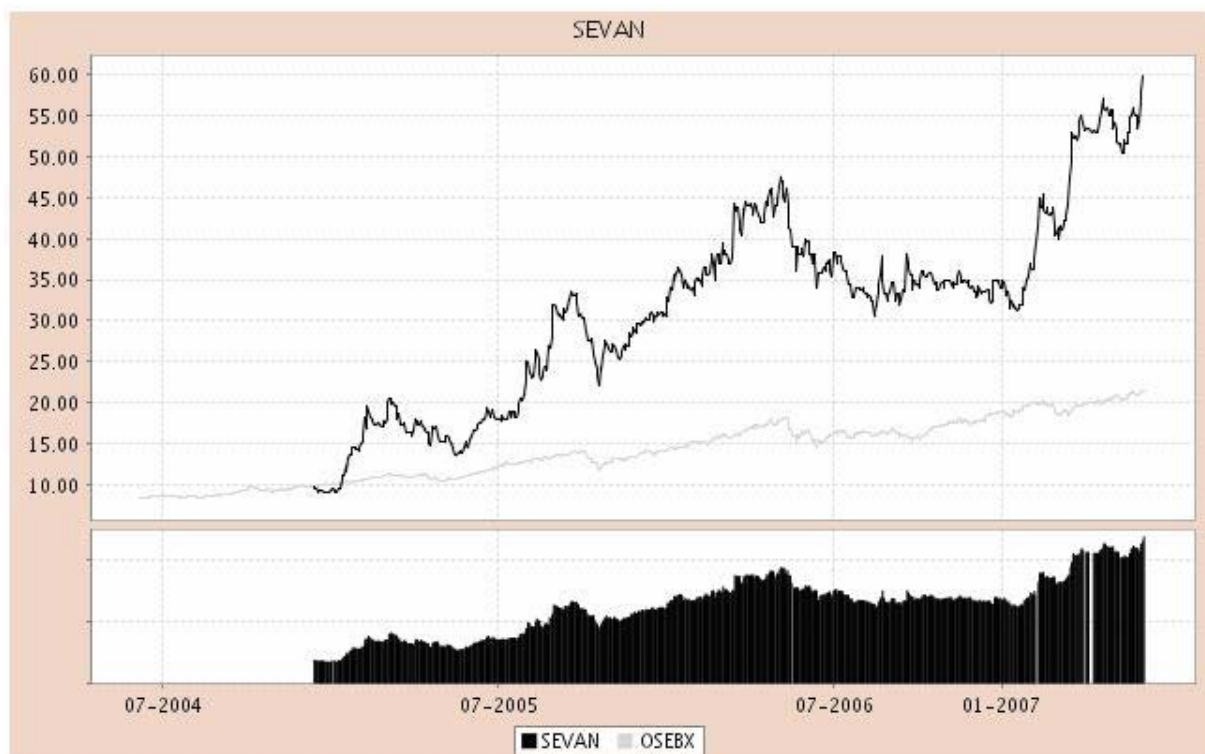
Shareholder	No of shares	%
Goldman Sachs Intern Equity	28 863 257	17,95
Morgan Stanley & Co Client Equity Ac	17 254 766	10,73
Bank of New York, Br Bryn Gcm	13 178 948	8,20
Credit Suisse Securi (Europe) Ltd.	7 253 813	4,51
Arne Smedal	3 648 703	2,27
Morgan Stanley & Co.	3 230 198	2,01
UBS AG, London Branc Equities	3 124 270	1,94
Supernova AS	2 943 444	1,83
Hallngen AS	2 871 296	1,79
Aasen AS	2 804 036	1,74
	85 172 731	52,97

Total no of shares: 160 785 765 Foreign ownership: ~80%.

Free Float: 88%. As of April 17, 2007.

Figur 6 Aksjonærversikt (Kilde: Sevan Marine)

Sevan Marine ble notert på Oslo Børs i 2004 med ticker-koden SEVAN. Aksjen har hatt en høy og jevn stigning siden selskapet ble notert. Fra en oppstart på 10 NOK har kursen nå steget til 58,25 NOK, som er seks ganger oppstartsverdien. Gjennombruddet var en millionkontrakt med oljeselskapet Petrobras for bruk av den første enheten SSP Piranema utenfor Brasil (Dagens Næringsliv). I tillegg har energisektoren steget mye de siste årene grunnet den høye oljeprisen. Som vi ser fra grafen har også OSEBX hatt en jevn stigning de siste årene grunnet oppgang i økonomien. Grafen forteller oss også at aksjen bunnet ut i overkant av 30 kroner i begynnelsen av året. Den endelige godkjennelsen av Sevan Piranema av Petrobras, og den transatlantiske tauingen av plattformen som førte til at man fikk en bekreftelse på at teknologien fungerer gjorde at aksjen igjen begynte å stige. For knappe to måneder siden reiste selskapet 740 millioner kroner i en emisjon til kurs 50,75 kroner. Aksjen møtte noe motstand ved 56,50 kroner og beveget seg etter dette mellom dette nivået og støttenivået på 50 kroner. Nå har imidlertid aksjen brutt gjennom motstandsnivået på 56,50 kroner og dette burde utløse et sterkt kjøpsignal (Finansavisen). Per dags dato, 15. juni 2007 er aksjekursen på 58,25 NOK.



Figur 7 Aksjekurs (Kilde: Dagens Næringsliv)

3. Internanalyse

Gode bedrifter har spesielt verdifulle ressurser som ikke lett lar seg kopiere av konkurrenter. En internanalyse gir en bedre innsikt i hvordan ressurser er med på å skape konkurransefortrinn.

Definisjon av ressurser: ”Ressurser er beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedrifters relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier.” (Jakobsen og Lien 2001)

Vi vil i denne internanalysen se på om noen av Sevan Marine sine interne ressurser kan skape et grunnlag for fremtidige konkurransefortrinn, og dermed gi midlertidig eller varig superprofitt. Som rammeverk for å avdekke bedriftens ressurser vil vi benytte oss av en SVIMA-analyse.

Konkurransefortrinn: ”Bedriftens avkastning er høyere en markedets gjennomsnittsavkastning. Bedre lønnsomhet skyldes at en bedrift er flinkere til å skape verdier.” (Jakobsen og Lien 2001)

Verdier skapes gjennom:

- Lavere kostnader – likeverdige produkt
- Bedre produkt – moderate kostnader
- Eller lavere kostnader og bedre produkt

Vi har valgt å bruke et ressursbasert perspektiv. Det går ut på at bedrifter konkurrerer med ulike ressurser (heterogenitet). Disse ressursene kan bare delvis flyttes på eller kopieres. Konkurransefortrinnene stammer her fra verdifulle ressurser som ikke lett kan kopieres. Ressursene kan være:

- Fysiske
- Finansielle
- Organisatoriske
- Relasjonsbaserte

- Kompetansebaserte

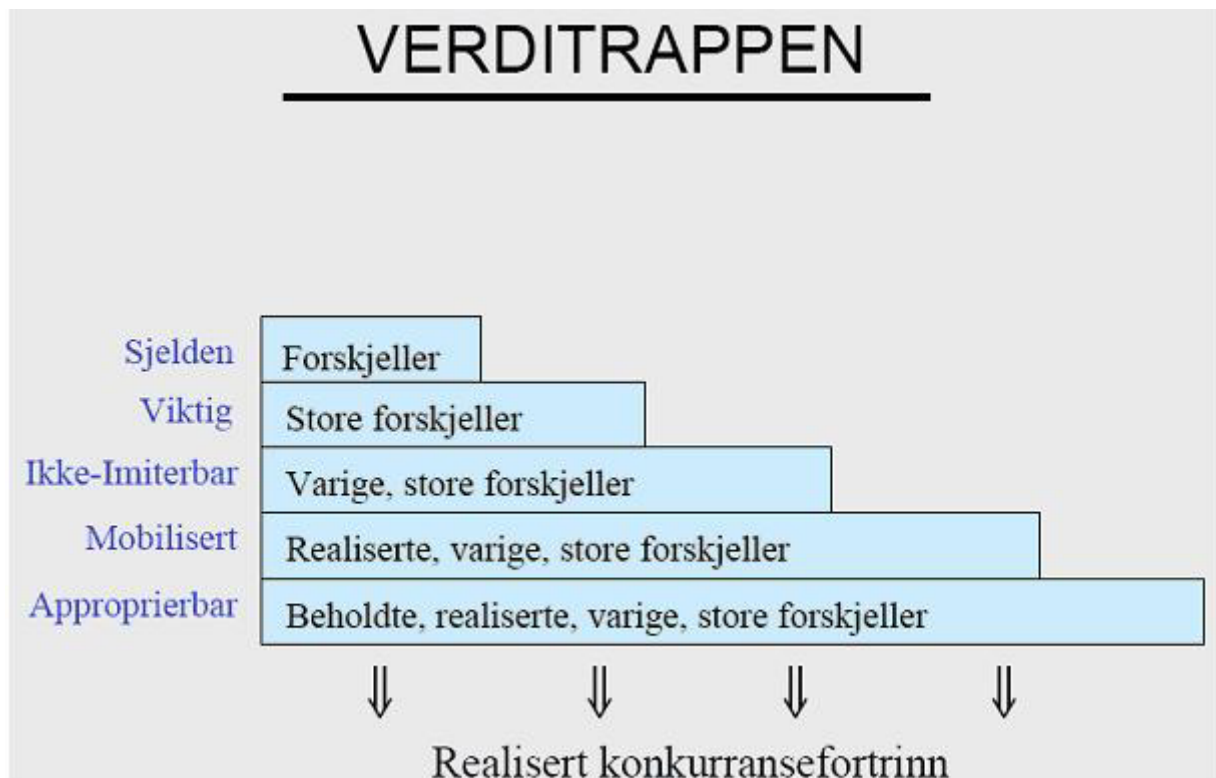
I en SVIMA-analyse ser vi på de ulike ressursene til Sevan Marine og om disse gir konkurransemessige fortrinn. Det er fem betingelser for at en ressurs skal gi et varig konkurransemessig fortrinn:

- Sjelden (S)
- Viktig (V)
- Ikke imiterbar (I)
- Mobilisert (M)
- Appropriert (A)

Sjelden betyr at Sevan Marine sine konkurrenter ikke innehar de samme ressursene i like stor grad. Viss ressursen er viktig må den være relevant med hensyn på å konkurrere i produktmarkedet, noe som vil si at ressursen må utgjøre en forskjell kostnads- eller inntektsmessig, eller begge deler. At en ressurs er ikke imiterbar vil si at den ikke kan kopieres eller erstattes av en annen ressurs. Dette er viktig med tanke på at ressursen skal være en verdi for Sevan Marine over et lengre tidspunkt. Med mobiliserbarhet mener vi evnen til å kunne omgjøre ressurser til økonomiske verdier. For at Sevan Marine skal kunne bli sittende igjen med den økonomiske verdien som skapes, må selskapet til slutt kunne eie ressursene. Kan man eie ressursene så er de approprierbare. (STR210, 2005)

3.1 Svima – Verktøy for ressursanalyse

Først tar vi en titt på hvordan SVIMA-trappen og SVIMA-testen forklarer realisert konkurransefortrinn.



Figur 8 Verditrappen (Kilde: Jakobsen og Lien, 2001)

Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Figur 9 Svima-testen (Kilde: Jakobsen og Lien, 2001)

For å anvende SVIMA verktøyet på Sevan Marine lokaliserer vi de aktuelle ressursene og putter de inn i SVIMA testen. Vi kategoriserer de aktuelle ressursene for Sevan Marine inn i tre bolker: Fysiske, finansielle, menneskelige og organisatoriske ressurser.

3.1.1 Fysiske ressurser

Her ser vi nærmere på SSP'ene og Sevan Marine sin geografiske lokalisering.

Plattformer

Sevan Marine har utviklet en helt ny sylinderformet plattformtype (SSP). SSP'ene er en verdifull ressurs for Sevan Marine, det er disse som skal være inntektsdriverne. SSP'ene er anvendbar innenfor alle de ulike offshore markedene, og skiller seg på flere måter ut fra konkurrentene. Denne nye typen av plattformer fører blant annet med seg reduserte investeringskostnader. Noen av årsakene til dette er at de består av 20-25 % mindre stål (vekt), 50 % mindre rørlegging, de har 50-70 % mindre i ingeniørkostnader og mindre produksjonstid (Sevan Marine). Den nye strukturen gjør også at man får mer effektive prosesser, bedre stabilitet, bedre plass på dekk og dermed lettere tilgang til utstyret. Dette fører til en reduksjon i vedlikeholdsarbeid. (Finansavisa)

Plattformene til Sevan Marine sitt største konkurransefortrinn i forhold til andre FPSO'er er at de kombinerer lagring av olje og evnen til å tåle mye vekt på overflaten med en lav konstruksjonskostnad (Sevan Marine). I motsetning til konkurrentenes FPSO'er kan Sevan Marine sine FPSO'er anvendes i alle de ulike miljøene.

SSP'ene er veldig kostnadseffektive i forhold til Ship-Shaped og Semi'er.

Plattformene kan også anvendes innenfor flere felt i offshore bransjen; FPSO, MODU, FDPSO, FSO, ACCOMMODATION, SICV og GTP.

Ut ifra dette mener vi at Sevan Marine sine plattformer er sjelden, viktig, mobiliserbar og approprierbar. Selskapet har også patent på sin SSP teknologi, men på lengre sikt kan denne typen plattform erstattes av en annen og bedre type, og den er derfor imiterbar. På kort sikt har Sevan Marine derimot fått et midlertidig fortinn med de nye SSP'ene.

Geografisk lokalisering

Som nevnt ovenfor er SSP'ene anvendbar innenfor alle de ulike offshore markedene. I dag har Sevan Marine sitt hovedkontor i Tananger, og andre kontorer i Arendal, Trondheim, Rio de Janeiro og Singapore. Selskapets første rigg SSP Piranema er allerede på plass til sin første jobb i Piranemafeltet i Brasil. Den andre riggen, Sevan Hummingbird skal etter planen være på plass i Chestnutfeltet i Nordsjøen i løpet av året. Sevan Driller skal bore etter olje i Mexico Golfen, mens de to andre FPSO'ene under kontrakt skal operere i Nordsjøen. Det er viktig for selskapet at de har kontorer på strategiske plasser rundt omkring. Selskapet er fortsatt i oppstartsfasen, og etter hvert som de andre plattformene kommer på plass i de ulike markedene, kan det være en fordel å ha nærliggende kontorer. På denne måten blir det lettere å få en innsikt i hvor godt de ulike plattformene fungerer.



Figur 10 Ulike markeder (Kilde: Sevan Marine)

Plassering av SSP'er i de forskjellige markedene rundt omkring i verden og kontorer på strategiske plasser er verken sjelden eller uimoterbar. Flere av konkurrentene opererer likedan. Konklusjonen her blir dermed paritet.

3.1.2 Finansielle ressurser

Vi ser her nærmere på selskapets kapital.

Kapital

Sevan Marine er avhengig av kapital for å gjøre de verdiskapende investeringene som er nødvendige. Til dags dato er bare en av Sevan sine plattformer blitt ferdigstilt. Selskapet har derfor liten erfaring som et opererende selskap og har ikke opplevd kontantstrømmer av stor betydning. Selskapet er fortsatt i oppbygningsfasen og har 6 plattformer under bygging. Fire av disse har allerede fått kontrakter som vil bidra til økte kontantstrømmer og kapital i fremtiden. Den 11-årige faste kontrakten som er inngått med Petrobas angående Sevan Piranema er antatt å ha en verdi på mer en 500 millioner USD. I årsrapporten for 2006 er det oppgitt at Sevan Marine har en negativ EBITDA på 24 millioner USD, en bokført egenkapital på 365.9 millioner USD og langsiktig gjeld på 407.1 millioner USD. Årsresultatet ble på negative 15.4 millioner USD. Så langt har ikke Sevan Marine hatt problemer med å skaffe nødvendig kapital gjennom lånefinansiering eller utstedelse av aksjer.

Kapital er en ikke en sjelden ressurs, men kapital er viktig, ikke imiterbar, definitivt mobiliserbar og den kan eies (appropriert). Konkluderer med paritet.

3.1.3 Menneskelige og organisatoriske ressurser

Ansatte

Ved oppstarten i 2001 hadde Sevan Marine 3 ansatte. De to siste årene har de opplevd en stor vekst. Fra å være 72 ansatte ved inngangen til 2006, har de nå hele 174 ansatte. Årsakene til dette skyldes at de har flere plattformer under konstruksjon, og oppstarten med Sevan Piranema. Ifølge selskapets hjemmesider er de ansatte deres viktigste ressurs. Målet er ved hjelp av ansatte og organisatoriske verktøy å skape et arbeidsmiljø som stimulerer til oppofrelse og muligheter til å nyttegjøre og utvikle de ansattes kompetanse. Konklusjonen er at motiverte og kompetente ansatte er et konkurransefortrinn for Selskapet (Sevan Marine).

I årsrapporten for 2006 fremhever selskapet viktigheten av å utvikle sunne HSE (Health, Safety, Environment) prinsipper. Det står videre at selskapets virksomhet i 2006 ikke forurenset miljøet og at sykefraværet var på 1,8 %. Det var heller ingen alvorlige skader på verken personell eller materiale.

Selskapet har også mange styremedlemmer og ansatte med lang fartstid innenfor offshore markedet. Det heleide datterselskapet Kanfa har i de siste 16 årene vært involvert i det meste av utviklingen på de norske feltene og flere utenlandske prosjekt.

Sevan Marine har mange konkurrenter og mye av kunnskapen de ansatte sitter inne med er ikke nødvendigvis bedriftsspesifikke og kan derfor komme til nytte for de konkurrerende selskapene. En viktig oppgave for selskapet blir derfor å skape et stimulerende, attraktiv og utfordrende arbeidsmiljø som gjør at nøkkelpersoner blir værende. Det er også en utfordring å få til et bra samarbeid med de ulike arbeidsplassene i utlandet. Her må man takle språklige barrierer og ulike verdier og kulturer.

De menneskelige ressursene er ikke sjeldne. Flere av konkurrentene til Sevan Marine har også ansatte med lang fartstid, god kjennskap til offshoremarkedet og fokus på et sunt arbeidsmiljø. Konklusjonen blir paritet.

3.2 Oppsummering og konklusjon

Denne tabellen oppsummerer ressursene og eventuelle konkurransefortinn for Sevan Marine:

Ressurser	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Plattformer	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig Konkurransefortrinn
Geografisk Lokalisering	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Kapital	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ansatte	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet

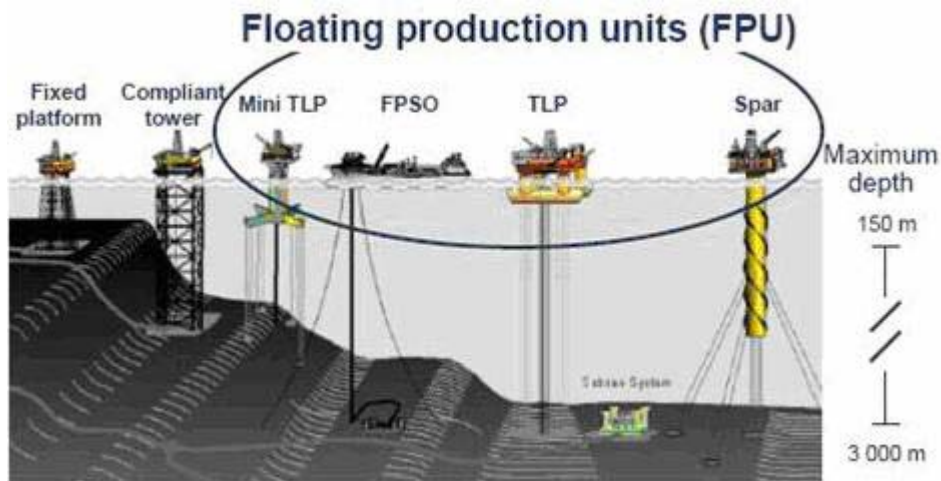
4. Eksternanalyse

4.1 Innledning

Som et ledd i en strategisk analyse er det også viktig å se på bedriftens eksterne miljø. Dette må gjøres for å kartlegge hvilke faktorer som er med på å påvirke konkurransesituasjonen i markedet. En slik analyse vil være med på å kartlegge hvilke krefter i selskapets marked som kan gi muligheter eller eventuelt utgjøre trusler mot selskapets lønnsomhet og posisjon i markedet. Vi har valgt å bruke Porters Five Forces modell og PESTE-modellen som analyseverktøy til denne jobben. Vi vil gjennom denne analysen analysere markedet. Det finnes en rekke konsepter innenfor offshoreboring og produksjon. For en nærmere presentasjon av disse, se i appendiks.

4.2 Definisjon av markedet

Et marked eller bransje er definert som en gruppe selskaper som tilbyr produkter og tjenester som er nære substitutter til hverandre (Hill & Jones, 2004). Offshorebransjen er en segmentert bransje, der de ulike segmentene har sine egne krav til utstyr og teknologi. Sevan tar sikte på å operere i alle de ulike segmentene for flytende oljeproduksjon, samt i borebransjen. For store felt med lang levetid foretrekker oljeselskapene å ha kontrollen selv. Dette på grunn av de store inntektene som står på spill og kostnadene ved eventuelle feil og forsinkelser. Det er derfor for de mindre og vanskelig tilgjengelige feltene at Sevan kjemper om kontrakter. Sevans egenutviklede og unike skrog egner seg til alle typer slik virksomhet. Det vil si at Sevan Stabilized Plattform (SSP) kan brukes til alt fra boligformål, produksjon, lagring og omlasting av olje og gass, samt leteboring på store dyp og i værharde områder. Vi har derfor valgt å se på hele sektoren for flytende oljeproduksjon, fordi dette er Sevans uttalte satsingsområde.



Figur 11 Markedsoversikt (Kilde: Sevan Marine)

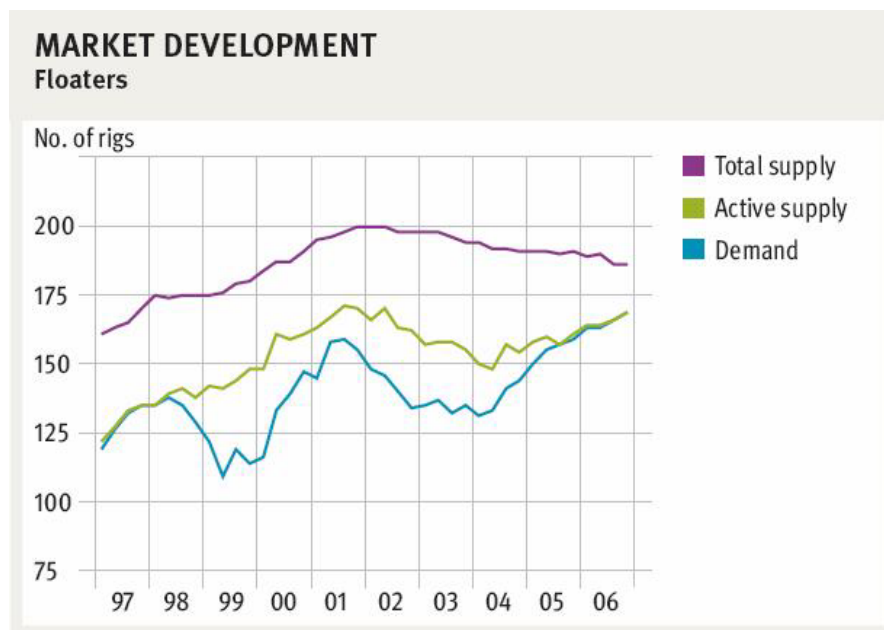
4.3 Utvikling i bransjen

Olje har vært kjent og brukt i flere tusen år, men det var først etter den industrielle revolusjon og fremveksten av moderne industri at behovet for fossile brensel for alvor tok av. I tidligere tider ble oljen først og fremst brukt til belysning og brensel. Etter oppdagelsen av forbrenningsmotoren på slutten av 1800-tallet økte etterspørselen, og utvinningen av olje ble storindustri. På 1950-tallet gikk olje og gass forbi kull som verdens viktigste energikilde. Denne etterspørselsøkningen og begrensede oljeresurser på land førte til at man begynte å bore etter olje på havbunnen i stor skala på slutten av 1940-tallet.

Som alle andre oljeavhengige bransjer er også FPSO-bransjen utsatt for store sykliske svingninger i takt med oljeprisen. Disse svingningene er med på å avgjøre om et oljefelt vil bli satt i produksjon eller ikke. Når oljeprisen stiger vil felt som tidligere ville blitt stemplet som ulønnsomme fremstå som driftsverdig. Dette gjelder spesielt de mindre oljefeltene eller feltene som på grunn av vanskelig tilgjengelighet eller klima krever spesielt utstyr. Dagraterne, leieprisen per dag, oljeselskapene betaler FPSO-selskapene for flytende produksjonsutstyr(FPSO'er), bestemmes av tilbud og etterspørsel i markedet. Når flere felt blir lønnsomme vil derfor etterspørselen etter flytende produksjonsutstyr øke og dagratene gå opp. Når oljeprisen faller vil etterspørselen avta og tilbudsoverskuddet fører til synkende dagrater. Historisk sett har nedgangstidene i bransjen vært større og lengre enn

oppgangstidene. Nybygging i bransjen har derfor foregått i relativt korte og hektiske oppgangstider, før det igjen har blitt full stopp i det oljeprisen har gått ned. Mellom hver av disse oppgangstidene har både teknologien og oljeselskapenes krav og behov endret seg, noe som har ført til betydelige forskjeller mellom de ulike generasjonene av borerigger. De ulike generasjonene av rigger opererer derfor på forskjellige vanndybder og med ulik produksjonskapasitet.

De siste årenes stadige oppgang i oljepris og økende etterspørsel har ført til at stadig nye aktører har kommet inn i FPSO- og borebransjen. Bransjen har i det siste derfor blitt stadig mer segmentert med en rekke nye og mindre aktører. Spesielt i Norge og Europa har denne trenden vært markant. Det amerikanske markedet er mer konsolidert, der de store aktørene som Nobel Corporation, Transocean og GlobalSantaFe dominerer.



Figur 12 Tilbuds- og etterspørsels utvikling (Kilde: R.S. Platou)

Den økte lønnsomheten har også ført til at en rekke prosjekter har blitt startet på spekulativ basis, altså å starte byggingen av rigger før riggen er sikret produksjonskontrakt. Denne spekulative byggingen begynte i løpet av 2004 - 2005. Det har først og fremst vært byggingen av borerigger som har blitt satt i gang på denne måten. Mens for de mer kostnadskrevende FPSO'ene har man ikke opplevd trenden like sterkt. Selv om byggingen

av Sevans første SSP, Piranema, i 2004 ble satt i gang uten å være sikret produksjonskontrakt. Mye av grunnen til at FPSO-markedet er mindre spekulativt er at disse krever en høy grad av spesifisering i forhold til hvor de skal operere og hvilke oppgaver de skal utføre. Det er også høye kostnader forbundet med utvikling.

4.4 Oppsummering

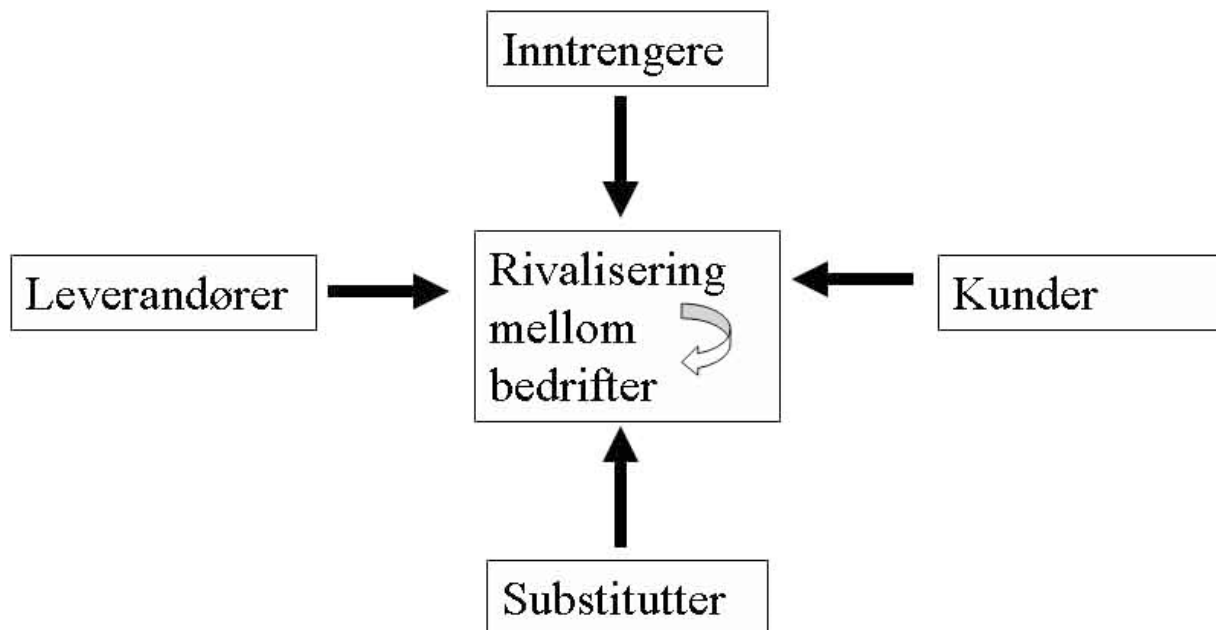
Man har i lengre tid ventet på en konsolidering av de europeiske og asiatiske markedene og det spekuleres i stadig nye oppkjøp og sammenslåinger. Man kan kanskje ane starten av denne konsolideringen med Seadrills oppkjøp av Smedvig og tilsvarende indiske Abans oppkjøp av norske Sinvest. En fortsatt stabil høy oljepris vil føre til en fortsatt styrking av markedet, men mye tyder på at toppen for nybygging snart er nådd og vi vil trolig oppleve et balansert marked med relativt stabil tilbud og etterspørsel av både borerigger og FPSO'er.



Figur 13 Antall inngåtte FPSO-kontrakter (Kilde: R.S. Platou)

4.5 Konkurransanalyse – Porters 5-krefter

I en eksternanalyse vil det være nyttig å identifisere trusler og muligheter innenfor det aktuelle markedet ved å analysere de eksterne kreftene som påvirker bedriftens konkurranseposisjon. En populær og mye brukt modell til en slik analyse er Michael E. Porters rammeverk, bedre kjent som Porters 5-krefter modell. Modellen tar utgangspunkt i de 5 kanskje mest avgjørende faktorene i en bedrifts eksterne miljø, og analyserer hvilken påvirkning disse har på bedriften. Disse konkurransekreftene er: faren for nyetableringer/inntrengere, kundens forhandlingsmakt, faren for substitutter, leverandørens forhandlingsmakt og rivalisering blant nåværende konkurrenter. Ideen bak modellen er at jo sterkere hver enkelt faktor i modellen framstår jo vanskeligere er det for bedriften å regulere priser og egen profitt selv.



Figur 14 Porters fem krefter (Porter 1979)

4.5.1 Inntrengere

Nyetableringer i et marked vil alltid kunne utgjøre en trussel mot bransjens etablerte selskaper. Etablerte selskaper vil gjerne forhindre nyetableringer, siden disse gjør det verre å

oppretholde markedsandeler og inntektsmarginer. Hvor stor trusselen for nyetablering er, avhenger i stor grad av markedets inngangsbarrierer. Dette er faktorer som gjør det kostbart for nye aktører å etablere seg i markedet. Typiske inngangsbarrierer er merkevarelojalitet, absolutte kostnadsfordeler, skalafordeler, kundenes byttekostnader og offentlige lover og reguleringer. Høye barrierer minsker faren for nyetableringer og dermed svekkes påvirkningskraften til denne faktoren.

Rigg- og FPSO markedet er først og fremst kapital- og teknologi intensivt. En nyetablering krever derfor betydelige økonomiske ressurser samt fagpersonell med erfaring og kjennskap til bransjen. Disse to faktorene er derfor de to største hindrene for bedrifter som vil inn i markedet. De allerede etablerte bedriftene sitter ikke på noen eksklusive retter på verken råvarer eller kontrakter, og det meste av dagens teknologi er tilgjengelig for alle som kan betale for den. Selvsagt vil de etablerte bedriftene dra nytte av skalafordeler og eventuelt opparbeidet rykte, men disse faktorene er ikke betydelige nok til å utgjøre et reelt hinder for potensielle ”inntrengere”. Noe som kan virke som et hinder er at enkelte aktører har tilgang på unik og mer effektiv teknologi enn resten av bransjen, men i hovedsak står og faller graden av nyetableringer på folks evne og vilje til å investere tilstrekkelig kapital. I gode tider der oljeprisen, etterspørselen og dagratene er stigende vil investeringsviljen øke og dermed går inngangsbarrierene ned. I nedgangstider derimot er det få som er villige til å satse de omkring \$500 millionene det koster å bygge en enkelt enhet, og nybygging og nyetablering opphører nærmest. Eksemplet på dette sees tydelig ved at de ulike generasjonene av rigger som finnes er bygd over relativt korte og hektiske oppgangsperioder.

Offshore markedene er relativt gjennomsiktige markeder i den forstand at alle har til enhver tid kontroll over hvilke rigger og plattformer som finnes eller er under bygging. Som nevnt tidligere hører det med til sjeldenhetene, særlig for FPSO’er, at nye enheter blir bygd uten å først å ha sikret enheten en eller annen form for produksjonskontrakt. Som følge av dette og gjennomsiktigheten i markedet vil økt nybygging i liten grad påvirke prisdynamikken.

4.5.2 Kunders forhandlingsmakt

Rigg- og FPSO-markedets kunder er i all hovedsak store nasjonale og internasjonale oljeselskap som for eksempel Statoil, Shell og Petrobras. Vi har også sett en fremvekst av mindre oljeselskap som spesialiserer seg som operatører på mindre og vanskeligere tilgjengelige felt som de store selskapene ikke finner driftsverdige, men disse utgjør foreløpig kun en liten del av det totale markedet.

Kunders forhandlingsmakt går i første rekke ut på kundenes mulighet til å presse industriens marginer nedover. Det kan skje ved at de presser selskapene på pris, i dette tilfellet dagratene, eller at de krever bedre kvalitet og service, noe som vil øke byggekostnadene.

I utgangspunktet skulle få og store kunder, oljeselskapene, tilsi at de sitter i en sterk forhandlingsposisjon i møte med de relativt mye mindre rigg- og FPSO- selskapene. Dette er derimot ikke alltid tilfellet, fordi kundenes forhandlingsmakt i denne sektoren er sterkt konjunkturavhengig. Som nevnt ovenfor vil vi i en høykonjunktur oppleve at etterspørselen overstiger tilbudet og dermed reduseres kundenes forhandlingsmakt betraktelig.

Når det gjelder kundenes mulighet til å påvirke industriens marginer skiller riggmarkedet seg litt fra FPSO-markedet. FPSO-markedet er preget av langsiktige produksjonskontrakter. Oljebrønner har jo ofte en levealder på 20-30 år. Byggingen av en slik enhet må også spesialtilpasses det enkelte oppdrag og nybygging skjer derfor ikke før kontrakten er undertegnet. Riggmarkedet har derimot langt kortere kontrakter, siden letevirksomhet foregår over en relativt begrenset tidsperiode. Risikoen for at en rigg blir liggende ”arbeidsledig” i nærmeste framtid er derfor større enn for en FPSO. Disse enhetene trenger heller ikke å være like prosjektilpasset og kan derfor bygges oftere på spekulativ basis. Begge disse faktorene taler for at forhandlingsmakten til oljeselskapene er større i rigg- enn i FPSO-markedet, men også her har den siste tidens høykonjunktur redusert denne trusselen kraftig.

Hvis dagratene fortsetter å stige i samme tempo som i de siste årene, vil det til slutt bli lønnsomt for oljeselskapene å bygge og eie egne rigger og FPSO'er. Det at denne muligheten eksisterer kan være med på å øke oljeselskapenes mulighet til å påvirke leieprisen de betaler på rigger og FPSO'er.

4.5.3 Substitutter

Substitutter er gjerne produkter fra en bransje som kan fungere som erstatning for produktene i en annen bransje. Hvis det finnes flere nære substitutter vil denne kraften være sterk, siden dette begrenser muligheten bransjens bedrifter har til å regulere pris. Konsekvensen av for høy pris ville være at kundene begynte å benytte seg av de billigere erstatningene i stedet.

Per i dag finnes det ingen reelle substitutter i verken rigg- eller FPSO-markedet. Oljeselskapene trenger rigger til leteboring og FPSO'er til oljeproduksjon og ennå finnes det ingen fullverdige erstatninger. På FPSO siden jobbes det med teknologier som kan pumpe oljen direkte fra havbunnen og til land gjennom rør. Skulle en slik teknologi komme, vil denne være en trussel mot FPSO-markedet slik vi kjenner det i dag og behovet for slike fartøy vil bli mindre. Dette vil være særlig aktuelt i relativt grunne og kystnære strøk som Nordsjøen. På mer avsidesliggende og dype havområder vil nok kostnadene knyttet til en slik "rør-teknologi" være for store til å utgjøre noen trussel. På riggsiden finnes det i realiteten ingen alternativer.

Nye typer rigger og FPSO'er med nytt design og ny teknologi representerer i seg selv ikke noen substitutter, siden de blir utviklet av selskaper som allerede er i bransjen eller som er på vei inn i bransjen. Dette vil derfor gå mer på den interne rivaliseringen mellom bedriftene i markedet og faren for inntrengere.

4.5.4 Leverandørers forhandlingsmakt

I likhet med kundene kan leverandørene til bransjen i gitte situasjoner ha betydelig innflytelse over bransjens lønnsomhet. Begrenset ressurstilgang fører ofte til at leverandørene får makt. Hvis det i tillegg er få eller ingen substitutter bransjen kan benytte seg av, vil leverandørenes forhandlingsmakt kunne bli et stort problem. De som leverer de mest spesialiserte produktene er de med sterkest forhandlingsmakt.

Leverandørene i rigg- og FPSO-bransjen er stort sett skipsverft, selskap som har spesialisert seg innen bygging og utrustning av rigger og FPSO'er og bedrifter som leverer operasjonelle tjenester. Verftsbransjen er i likhet med offshorebransjen utsatt for store sykliske

svingninger. Skipsverftene kan gå lange perioder med så og si tom ordrebok og stor overkapasitet, men også perioder hvor kapasiteten er nærmest sprengt. Dette tyder på at graden av makt leverandørene kan utøve varierer. Med den seneste byggeboomen har det vært kamp for å bestille nye oppdrag hos verftene. Etterspørselsoverskuddet har ført til at verftene har kunnet skru opp prisene og dermed har byggekostnadene økt. Offshoreselskapene har derfor forsøkt å etablere langsiktige og stabile avtaler med verftene for å sikre tilgangen på nye rigger og FPSO'er. Vi kan også si det samme for selskap som lever av å levere personell til å drive riggene. I gode tider vil det bli knapphet på kvalifisert arbeidskraft og prisen på denne vil gå opp. Dette vil øke de daglige kostnadene knyttet til produksjonen på riggene. Som hele bransjen generelt er altså også leverandørenes forhandlingsmakt i stor grad syklisk.

4.5.5 Rivalisering blant nåværende konkurrenter

Rivalisering er kampen mellom konkurrenter for å ta markedsandeler fra hverandre. Intensiteten på denne kampen avhenger stort sett av de tre faktorene etterspørsel, utgangsbarrierer og bransjens konkurransedynamikk. Konkurransen kan føres på flere plan som for eksempel pris, design og teknologi. Jo tøffere konkurransen er jo større begrensninger legger denne kraften på bedriftenes selvstendige strategivalg og mer av verdiskapningen kommer kundene og leverandørene til gode.

Både rigg- og FPSO-markedet er modne bransjer med en relativt segmentert struktur. Innenfor bransjen finnes det en rekke mindre nisjer. Samtidig er ofte disse segmentene og nisjene overlappende, slik at utstyr kan brukes både i flere ulike typer operasjoner og på forskjellige geografiske områder. Dette er med på å skjerpe konkurransen i bransjen som helhet. Den siste tids byggeaktivitet har ført til en ytterligere skjerping i og med at det i tillegg har kommet en rekke nye aktører inn på markedet. Virkningen blir likevel ikke så dramatisk, da det har vært et stort tilbudsunderskudd og de fleste av de nye enhetene allerede er under kontrakt.

Utviklingen av oljepris vil ha mye og si også for konkurranseklimaet i bransjen, og da særlig på riggsiden hvor enhetene er under kortere kontrakter. I gode tider vil rivaliseringen avta, mens ved et fall i oljepris vil etterspørselen gå ned og kampen om å få kontrakter til enhetene

bli tilsvarende hardere. Ved en slik tilspissing vil de som kan tilby den mest kostnadseffektive og sikre teknologien kunne kjempe seg til et overtak. Eksempler her er noen selskapers turrett/swivel-teknologi og Sevans SSP-design. Selskaper med likviditetsproblemer vil også oppleve at utgangskostnadene vil være store. Verdien av enhetene beregnes ved å ta nåverdien av enhetens forventede kontantstrøm. Enheter bygd i oppgangstider vil derfor naturlig nok ha falt i verdi i nedgangstider og selskapene kan få problemer med å betale sine kreditorer. Man vil også kunne se en konsolidering av markedene hvor de større selskapene kjøper de mindre aktørene eller at noen av de nyetablerte går sammen for å danne større og mer robuste selskap. Forventningene om en snarlig konsolidering ligger uansett allerede i markedet.

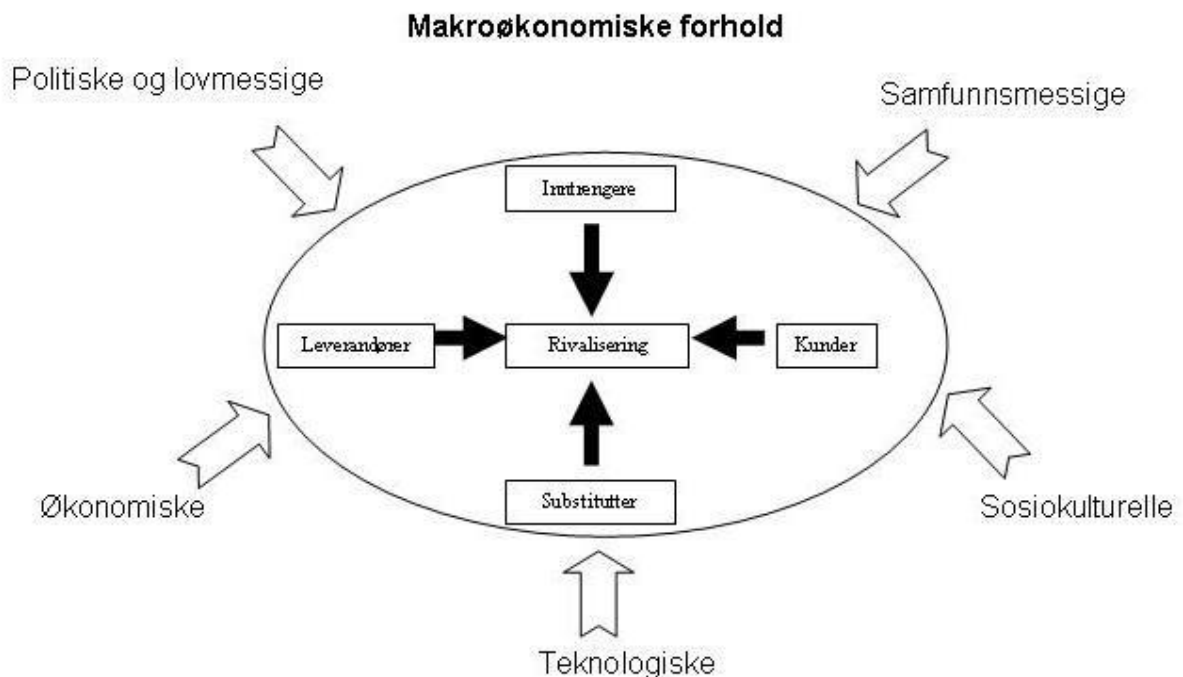
4.5.6 Konklusjon

Rigg- og FPSO-bransjen er som vi har sett en syklisk bransje som er sterkt korrelert med oljeprisen. Dette medfører at aktørene opplever høy profitt og gode tider med høy oljepris. Bakdelen er at næringen er meget kapitalintensiv noe som gjør at et fall i inntjening kan ramme hardt hvis man har pressede marginer. Når oljeprisen faller vil også den interne konkurransen og kundenes forhandlingsmakt øke. De volatile dagratene, som er direkte knyttet til etterspørselen, gjør at bransjen blir karakterisert som en risikobransje tatt i betraktning både høye inngangskostnader og høye utgangsbarrierer i nedgangstider. Markedet har de siste årene blitt stadig mer segmentert med flere nye aktører og ny design, men man forventer at man snart vil se en konsolidering.

5. PESTE – En makroanalyse

Det er ikke bare det mikroøkonomiske miljø, markedet eller bransjen, som har innvirkning på bedriftens konkurransesituasjon. Endringer i de makroøkonomiske omgivelsen kan ha vel så stor innvirkning på konkurranseklima som strategiske endringer innad i bedriften eller bransjen. Et nyttig verktøy til dette er det såkalte PESTE-rammeverket. Rammeverket fungerer egentlig mer som en huskeliste, der de ulike punktene utgjør makroøkonomiske faktorer som kan påvirke bransjen. PESTE står for:

- Politiske og lovmessige forhold (Political)
- Økonomiske forhold (Economic)
- Sosiokulturelle forhold (Social)
- Teknologiske forhold (Technological)
- Samfunnsmessige forhold (Environment)



Figur 15 PESTE (Kilde: Hill & Jones, 2004)

5.1 Politiske og lovmessige forhold

Politiske og lovmessige endringer kan påvirke bransjer. Ulike land og regioner har ulike lover og regler som i større eller mindre grad øker eller reduserer bedriftenes muligheter til å tjene penger. Norge er et eksempel på et høykostland med strenge bestemmelser på blant annet minstelønn, sikkerhet og miljø. Politiske omveltninger kan også spille inn. Eksempler her er Berlinmurens fall og dermed åpning for markedsøkonomi i øst og i motsatt ende Venezuelas bestemmelse om at alle oljefelt over en viss størrelse skal under offentlig kontroll.

Offshorebransjen er regulert både gjennom nasjonale og internasjonale lover, regler og sertifiseringer. I Norge er dette styrt av Oljedirektoratet, Petroleumstilsynet og sertifiseringen skjer gjennom Det Norske Veritas. Norge har i lengre tid fremstått som et foregangsland når det gjelder regulering av offshorebransjen, men enkelte vil nok hevde at systemet til tider kan være vel strengt og byråkratisk.

Også reguleringer i forhold til arbeidsmiljø og minstelønn vil kunne påvirke lønnsomheten i bransjen. Stadig flere skipsverft har flagget ut til lavkostland, og da spesielt Kina. Endringer i arbeidsmiljølover og slike ting i disse landene vil kunna ha stor innvirkning på kostnadene knyttet til bygging av rigger og FPSO'er.

Oljepris er politikk. Hva lederne i de store oljeproduserende landene foretar seg er av stor betydning for hele offshorebransjen. Produksjonsreduksjon hos OPEC-landene fører til økt lete- og borevirksomhet i resten av verden. Vi vil komme tilbake til oljeprisen i neste avsnitt.

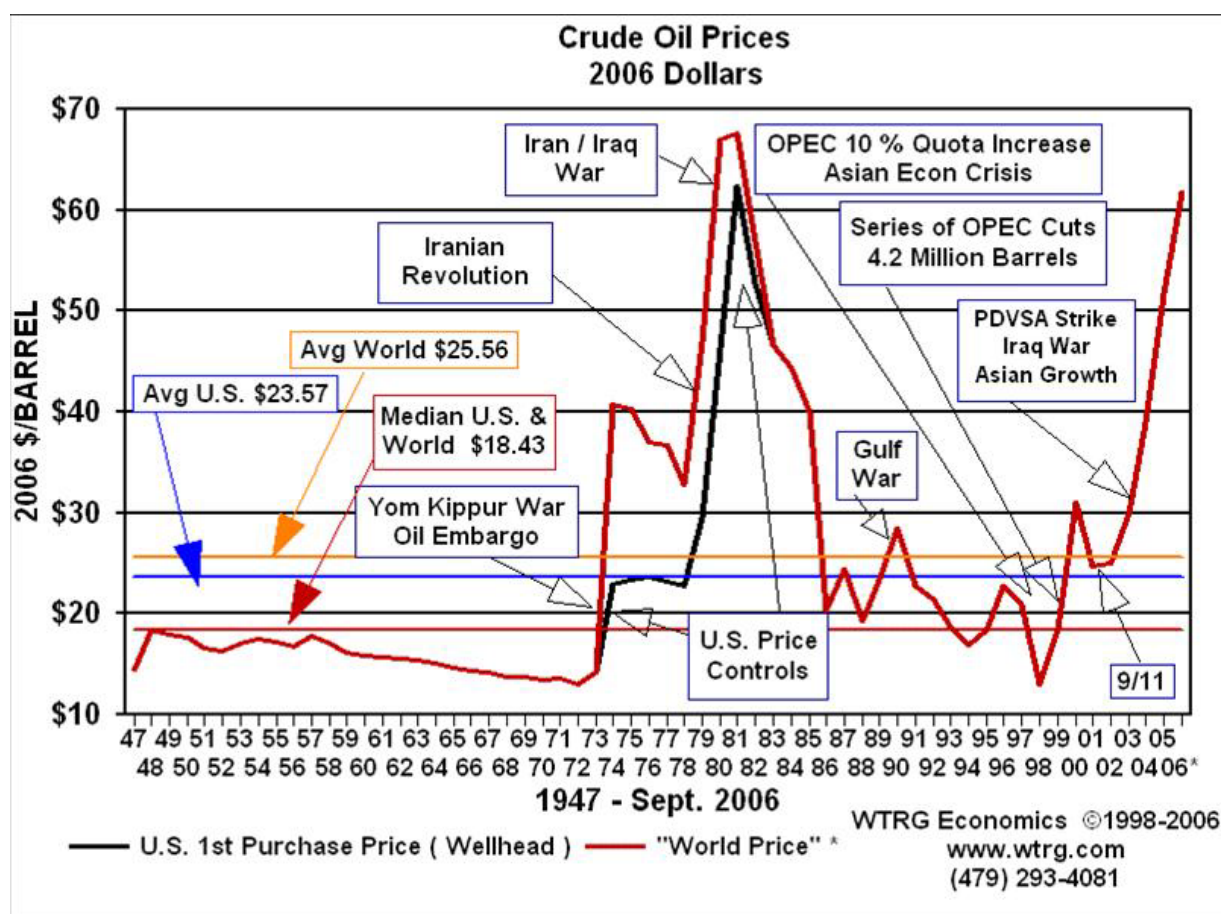
5.2 Økonomiske forhold

De generelle økonomiske forholdene i et land eller en region vil etter hvert forplante seg ut til hver enkelt bedrift, og på den måten ha en effekt på deres fortjeneste. Det finnes en rekke makroøkonomiske krefter, men i denne sammenhengen er det svingninger i oljeprisen som

har størst betydning. Andre faktorer som vi ikke behandler i denne oppgaven, men som likevel kan ha innvirkning er valutakurser, rente- og inflasjonsnivå og ikke minst den generelle makroøkonomiske utviklingen i verden.

5.3 Oljeprisutvikling

Oljeprisen har stor innvirkning på verdensøkonomien. Særlig når vi vet at fossilt brensel, inkludert kull, står for 80 % av verdens energiproduksjon. Dette vil sannsynligvis ikke endre seg i de neste 25-30 årene(IEA). Oljeprisen står derfor i en særstilling når det gjelder innvirkning på den globale økonomien. I figuren nedenfor ser vi svingningene i oljeprisen i etterkrigstiden sammen med en rekke historiske hendelser. Vi ser tydelig at politiske uroligheter, og da særlig i det oljeproduserende Midtøsten, har stor innvirkning på oljeprisen.



Figur 16 Endringer i oljepris og historiske hendelser (Kilde www.wtrg.com)

For oljeselskapene er prisen på olje en kritisk verdi når man skal vurderer lønnsomheten rundt prøveboring og produksjon på et felt. Alle disse beregningene og beslutningsprosessen kan ta lang tid. Det tar derfor tid før rigg og FPSO-bransjen merker en prisoppgang. Når oljefelt er eller blir ulønnsomme som følge av en lav oljepris vil oljeselskapene redusere aktiviteten på de marginale feltene relativt raskt samtidig som all prøveboring blir lagt på is. Hovedinntektskilden til et oljeselskap vil naturlig nok være salg av olje og på den måten er selskapenes lønnsomhet direkte knyttet til prisutviklingen.

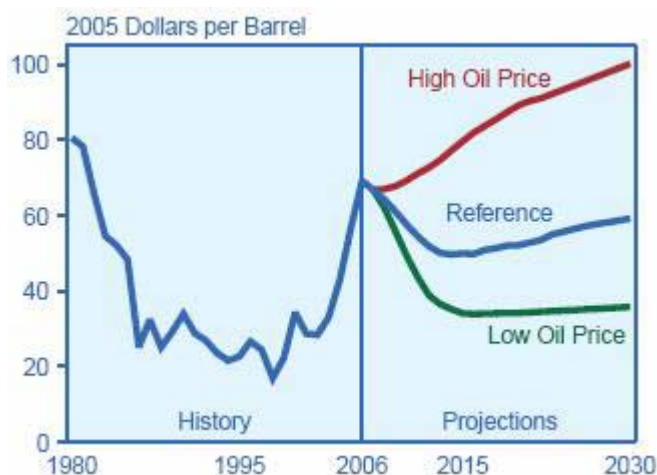
For rigg- og FPSO-selskapene har svingninger i prisen en mer indirekte virkning på profitten. Kontraktene som inngås er som regel av relativt lang varighet og de blir derfor ikke berørt av den daglige endringene i oljeprisen. Først når enheten skal inngå ny kontrakt eller når kontraktsfestede ratejusteringer trer i kraft vil selskapene i bransjen nyte godt av en stigende oljepris. Oppgangen i etterspørsel vil i alle tilfeller komme etter en tid med en mer varig prisoppgang. Selskapene kan ha et ulikt utgangspunkt for å håndtere denne ”trailingen”. Dette går på for eksempel kontraktslengder og størrelse på selskapet. Fordi færre enheter gjør at man sjeldnere inngår nye kontrakter. Disse faktorene gjør at det er de store linjene i oljeprisutviklingen som har betydning for konkurranseklimaet i bransjen. Oppgangstider fører som sagt med seg økt leteboring. Etter en slik periode trengs det plattformer til å utvinne de nye feltene. En langvarig økning i oljepris øker derfor etterspørselen etter FPSO’er både på kort og lang sikt.

Å prøve å prognostisere framtidig oljepris er en mildt sagt ressurskrevende oppgave. En slik fullstendig analyse vil bli for omfattende for denne oppgaven, men vi vil prøve å gi et lite innblikk i hvilke mekanismer som er med på å påvirke oljeprisen. Dette kan være interessant fordi den vil ha en betydning for Sevan Marines fremtidige kontantstrømmer. Som utgangspunkt for videre analyser vil vi benytte oss av oljeprisestimer utarbeidet av EIA (Energy Information Administration) og IEA (International Energy Agency).

Som alle andre markeder drives også oljemarkedet av tilbud og etterspørsel. Selv om OPEC og andre produsenter kan innføre produksjonsgrenser, kan vi på kort sikt anta at tilbudet er lik produksjonskapasiteten. Ser man i litt lengre perspektiv vil også leteaktivitet, og dermed nyoppdagede reserver, og teknologiske femskritt som øker utnyttelsesgraden på feltene være med på å øke tilbudet. Høy oljepris er dermed med på å øke tilbudet på lang sikt.

Etterspørselen er en funksjon av mange faktorer. Eksempler er økonomisk vekst, politiske beslutninger og her teknologiske fremskritt og oljepris. Etterspørsel og oljepris er negativt korrelerte slik at ved en tilstrekkelig høy pris vil konsumentene substituere bort olje til fordel for andre energikilder. Teknologisk utvikling kan bidra til både økt og redusert etterspørsel. Nyvinninger kan ta i bruk alternative energikilder som bidrar til å redusere behovet for petroleumprodukter, men de kan også bidra til at vi finner nye bruksområder for fossilt brensel. Sannsynligvis vil tekniske fremskritt øke etterspørselen på kort sikt, men redusere den på lengre sikt.

De svært mange påvirkningsfaktorene og den store usikkerheten knyttet til disse gjør at en korrekt prognose for oljeprisen er nærmest umulig å utarbeide. I International Energy Outlook 2007 antar man i basissenarioet at verdens forbruk av fossile brensel, unntatt kull, vil øke med i overkant av 40 % frem til 2030. Den største økningen vil komme hos oljeimporterende land i Asia. Dette er trender vi allerede ser i befolkningsrike land som India og Kina som for tiden opplever stor økonomisk vekst. I basissenarioet estimerer man at realprisen for olje vil synke fra \$68 per fat i 2006 til \$49 per fat i 2014, for så å stige igjen til \$59 i 2030. Dette er en oppjustering av fjorårets estimat for 2014 på \$10 fatet og på \$20 fatet for 2030-estimatet. Mye tyder derfor på at dagens høye prisnivå vil komme til å holde seg, men som vi ser er det stor usikkerhet rundt slike estimer.



Figur 17 Oljeprisestimat (Kilde: www.eia.doe.gov)

Som vi ser av figuren er det også laget alternative estimater. Disse bygger på at verdens oljereserver viser seg å være 15 % høyere en antatt, lav pris, eller 15 % mindre en antatt, høy pris. Alle estimatene forutsetter "business-as-usual" i produksjonen og tar ikke hensyn til noen form for produksjonsforstyrrelser.

EIA forventer at de olje- og gassressursene vi kjenner til i dag skal være tilstrekkelige for dekke behovsveksten, men det er ingen tvil om at en fortsatt høy oljepris og økende etterspørsel vil sikre at oljeselskapene vil ha lete- og produksjonslyst i lang tid fremover. Estimater i World Energy Outlook 2006 beregner investeringene i infrastruktur knyttet til energiproduksjon til \$20 trillioner i årene mellom 2005-2030. Dette er en økning av fjorårets estimat på \$3 trillioner. Bare i oljesektoren er estimert nødvendige investeringer \$4 trillioner. Det betyr at betydelig infrastruktur må bygges for å holde oppe produksjonene. Dette gjelder også i stor grad landbaserte raffinerier og lignende. Det er derfor lite som tyder på at rigg- og FPSO-bransjen vil møte veggen i nærmeste framtid. Vi skal ta disse estimatene med en klype salt, men det er det nærmeste vi kommer en mulig utvikling av prisen.

5.4 Sosiokulturelle forhold

Endring av folks holdninger og verdier er forhold som kan være opphav til både muligheter og trusler for oljebransjen. Det kommer stadig nye råd og tips om hva og hvordan folk bør spise og leve. Det siste året har interessen for miljøvern generelt og CO₂-utslipp spesielt vært økende. Dette skaper utfordringer for bransjen, siden den klart største bidragsyteren til verdens CO₂-utslipp er fossile brensel. Vi kan oppleve en økende misnøye mot oljeselskapene og konsumentene kan ta i bruk alternative energikilder. Dette kan også fremstå som en mulighet for bransjen. De kan være i forkant av utviklingen og bidra til å løse en del av de klimaproblemene som vi i dag sliter med. Ved å ta dette ansvaret vil bransjen opparbeide seg goodwill, som igjen kan komme til uttrykk i økt fortjeneste.

Som vi har sett i EIA sine scenarier vil verdens energibehov bare øke, og det finnes foreløpig ingen gode alternativer til olje og gass. At man vil se en nedgang i olje- og gassproduksjon i nærmeste fremtid er derfor høyst usannsynlig, så dette miljøengasjementet vil nok ikke få de store konsekvensene for bransjen.

5.5 Teknologiske forhold

Teknologiske fremskritt kan være med på å lage nye markeder eller gjøre gammel teknologi utdatert. Vi har diskutert dette tidligere i analysen og vil ikke gå nærmere inn på dette bortsett fra å peke på at rigger og FPSO'er med jevne mellomrom blir oppgraderte for å holde tritt med utviklingen.

5.6 Samfunnsmessige forhold

Dette er faktorer som går på endringer i befolkningsdemografien. Som vil si alt fra alder til seksuell legning. Det eneste som er verdt å nevne i denne sammenhengen er at gjennomsnittsalderen i industrilandene er på vei oppover og barnefødslene på vei nedover. Problemene vil komme i form av at det blir vanskeligere å få tak i kvalifisert arbeidskraft. Noe som allerede er på vei til å bli et problem og som bare vil bli større med en aldrende arbeidsstokk.

6. SWOT

Som en oppsummering av den strategiske analysen bruker vi et SWOT-diagram. Her oppsummerer vi styrker – svakheter og muligheter – trusler.

<p>Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> – Egenutviklet teknologi – Reduserte investeringskostnader – Kortere konstruksjonstid av plattformer – Plattformene kan operere i alle slags forhold – Plattformene anvendbar i alle offshore markeder – Lavere vedlikeholdskostnader grunnet design – Kostnadseffektive sammenlignet med andre FPSO'er – Kontorer og datterselskap i strategiske områder – Sunn kapital, og det er forventet at alle fremtidige plattformer kan lånefinansieres – Ansatte med lang fartstid og kompetanse fra offshore markedet 	<p>Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> – Teknologi som enda ikke har blitt testet i praksis – Har enda ikke generert inntekter fra plattformene sine – Vil ha negativt resultat de første årene som kommer – Er avhengig av å beholde ansatte med nødvendig kompetanse og ekspertise samt sikre seg nye ansatte med nødvendig kompetanse og ekspertise – Minimal erfaring som et opererbart selskap – Avhengig av mer kapital for å gjennomføre investeringer
<p>Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> – Økt etterspørsel etter energi – Stort behov for utbygging av kjente oljereserver – Oppgangstider – Relativt høye inngangsbarrierer – Utsikter til stabil høy oljepris – Ingen fullverdige substitutter – Mindre rivalisering i bransjen som følge av konsolideringer – Mindre forhandlingsmakt hos kunder som følge av stor etterspørsel 	<p>Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> – Store svingninger i oljepris – Økende press for alternative energikilder – Økende forhandlingsmakt hos leverandører som følge av knappe ressurser – Ny teknologi som gjør FPSO'ene utdatert – Økende makt for OPEC-landene

I den strategiske analysen har vi sett at Sevan er en spennende nykommer i et marked som opplever tidenes oppgang. Med sitt nye og radikale design vekker selskapet oppsikt og har allerede sikret seg en rekke produksjonskontrakter. Fremtidsutsiktene ser unektelig svært lyse ut, men avhengigheten til en skiftende oljepris gjør at man er svært sårbar for langvarige fall i denne.

7. Verdsettelse

7.1 Verdsettelsesteori

Det finnes flere teknikker som kan brukes til å estimere verdien av et selskap og dets aksjer. Vi vil gå gjennom og forklare de ulike hovedtypene av verdsettelsesteknikker som finnes. Vi tar utgangspunkt i forelesningene til Finn Kinserdal våren 2007 i faget BUS425 "Regnskapsanalyse og Verdsettelse" og boken "Financial statement analysis and security valuation" av Stephen H. Penman.

Det finnes tre hovedtyper av verdsettelsesteknikker:

1. Fundamental verdsettelse
2. Komparativ verdsettelse
3. Opsjonsbasert verdsettelse

Det som er viktig å merke seg er at dette ikke er ment som alternativer til hverandre, men heller som supplement som sammen skal skape en helhetlig verdsettelse. I vår verdsettelse av Sevan Marine vil vi benytte oss av fundamental verdsettelse siden det er dette som har vært hovedfokus i BUS425. Viss man hadde hatt nok av tid kunne det vært fornuftig å bruke alle hovedtypene.

7.1.1 Fundamental Verdsettelse

Fundamental verdsettelse er verdivurdering basert på en strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap (prognosetall). Dette er inntjeningsbaserte modeller som bygger på at verdien av et selskap er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer som selskapet genererer.

Det finnes flere modeller som man kan bruke, og det mest vanlige er ulike typer av diskonterte kontantstrømmer:

- **Dividende modellen**
- **Totalkapital/ Enterprise value**
- **Egenkapital**
- **Superprofit/ Residual income modeller**
- **Substansverdi modeller**

7.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er sammenlignende prising vs. tilsvarende bedrifter eller eiendeler.

Her er det to hovedmodeller:

Multiplikatormodeller

Her sammenligner man nøkkeltall med børsverdien til komparative bedrifter eventuelt justert for ulikheter i visse fundamentale forhold. Det er som oftest denne som blir brukt.

Substansverdimodellen

Her sammenligner man salgs- eller markedsverdien på de komparative eiendelene (i dette tilfellet oljeplattformer) og gjelden. Denne metoden blir blant annet brukt i shippingbransjen der eiendelene har klare sammenlignbare verdier

7.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er separat verdivurdering av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. Blir ofte brukt som et supplement til fundamental verdsettelse.

Verdien er lik fundamentalverdien pluss verdien av særlig fleksibilitet (opsjonsprising). Disse realopsjonene verdsettes separat ved bruk av blant annet binomisk tilnærming eller Black & Scholes. Et eksempel for bruk av denne type verdsettelse kan være retten, men ikke plikten til å starte utvinning av en ny gruve. Denne type verdsettelse kan være aktuell når en opsjon lett kan identifiseres og samtidig utgjør en viktig del i vurderingen av selskapet.

7.2 Valg av Verdsettelsesteknikk

I teorien og med konsistente forutsetninger og rett bruk er regnskapsbaserte og kontantbaserte verdsettelsesmetoder alltid ekvivalente og gir alltid samme verdierestimat. Valget av verdsettelsesteknikk avhenger av hvilken type bedrift vi ønsker å verdsette. Spesielt viktig er hvilken bransje bedriften opererer i, hvilken fase bedriften er i livssyklusen og om det er grunnlag for fremdeles drift. Sevan Marine er fremdeles i oppstartsfasen og har enda ikke begynt å produsere driftsinntekter fra plattformene sine. For bedrifter i oppstartsfasen er ofte en komparativ verdsetting i form av en multiplikatormodell den mest aktuelle verdsettelsesteknikken, men en fundamental verdsettelse kan forsvares siden bransjen er moden. En multiplikator analyse ville i Sevan Marine sitt tilfelle blitt vanskelig siden de har negative resultatall, noe som umuliggjør enkelte multipliserte sammenligninger fordi nevneren i brøken blir negativ. I tillegg er Sevan Marine i ferd med å gå over i en mer moden fase og vil allerede fra og med dette kvartalet begynne å produsere driftsinntekter. Selskapet får driftsinntektene sine gjennom dagrater og dermed skulle det være relativt greit å få en viss innsikt i hvordan driftsinntektene vil se ut fremover.

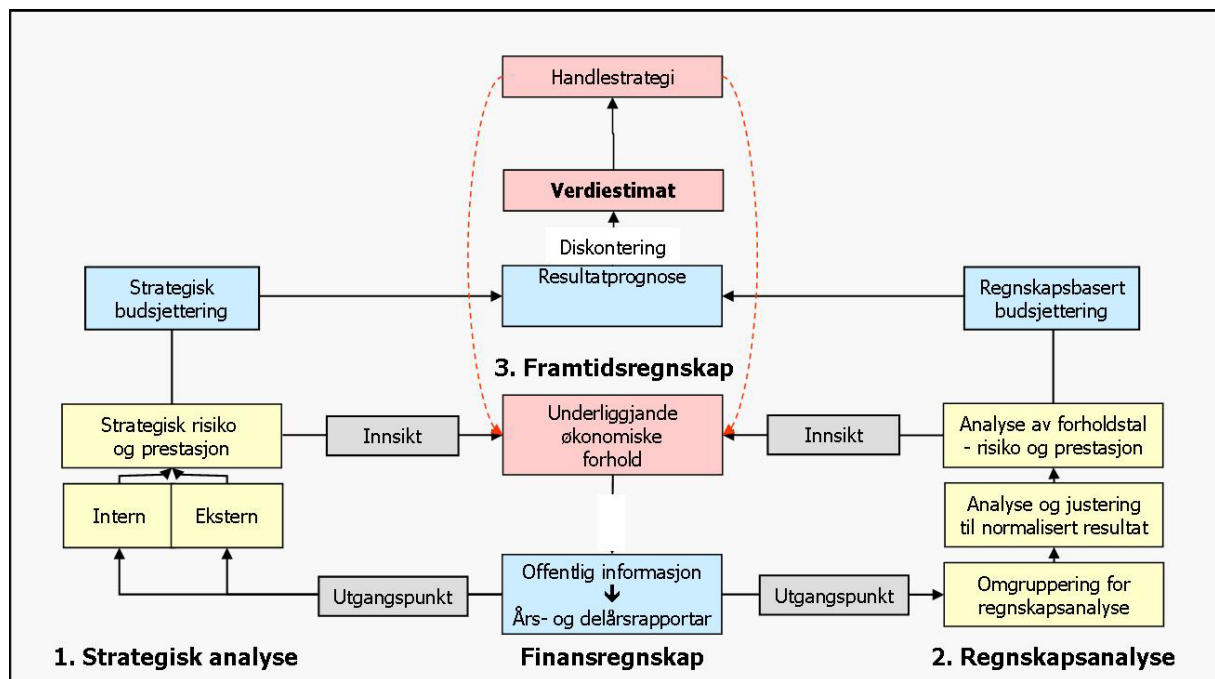
I vår oppgave vil vi benytte oss av fundamental verdsettelse ved bruk av total kapital metoden. Det er denne modellen som har blitt vektlagt på forelesningene i BUS 425. Denne metoden er også mer grundig enn de andre modellene.

7.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse og total kapitalmetoden

Fundamental verdsettelse i 5 steg:

1. Omgruppering for analyseformål
2. Regnskapsanalyse for å normalisere historiske resultater
3. Utarbeiding av prognose-regnskap – budsjettering og fremskriving; basis
 - Historiske trender/nøkkeltall

- Strategisk analyse
4. Fundamental verdsettelse – og analyse av usikkerhet i verdiesimatet
 - Verdsettelsesteknikker
 - Avkastningskrav
 5. Handling eller økonomisk avgjørelse og kontroll på basis av verdiesimatet
 - Peer reviews
 - Effisiente markeder?



Figur 18 Rammeverk for fundamentalverdsettelse (Kilde: Kinserdal, 2007)

Ved bruk av en fundamental verdsettelsesteknikk tar man utgangspunkt i offentlig informasjon, der årsrapportene til selskapet er den viktigste kilden. På bakgrunn av denne informasjonen utfører man en strategisk analyse der man ser på selskapets interne og eksterne forhold. Deretter foretar man en regnskapsanalyse som har som hovedmål å normalisere de historiske resultatene slik at man blir i stand til å utarbeide et fremtidsregnskap. Ved å diskontere verdiene man får i fremtidsregnskapet får man så et verdiesimat for selskapet, og med utgangspunkt i dette estimatet, sammenlignet med dagens aksjekurs på selskapet tar man stilling til om hvilke handlinger som bør taes.

7.3.1 Totalkapital metoden

Denne metoden er basert på kontantstrømmer. Modellen tar utgangspunkt i at verdien av selskapet er lik nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som selskapet genererer. Dette gjøres ved å estimere de fremtidige kontantstrømmene til selskapet for så å diskontere disse med et hensiktsmessig avkastningskrav. For å kunne estimere de fremtidige kontantstrømmene må man først finne ”normal” kontantstrøm fra drift. Dette gjøres ved å ta utgangspunkt i historiske driftsresultat:

$$\begin{aligned} & \text{Driftsresultat} \\ + & \text{ av-/nedskrivninger} \\ \\ = & \text{ EBITDA} \\ \\ +/ - & \text{ for justering av GRS (God Regnskaps Skikk)} \\ \\ +/ - & \text{ earnings management} \\ \\ +/ - & \text{ unormale driftsposter; engangsposter, unormale svingninger} \\ \\ - & \text{ ”normale” driftsinvesteringer} \\ \\ +/ - & \text{ normal endring i arbeidskapital} \\ \\ = & \text{ Normal ”kontantstrøm” fra drift} \end{aligned}$$

Trekker man så ifra skatt så får man den aktuelle kontantstrømmen til totalkapitalen. De historiske kontantstrømmene og den strategiske analysen samt regnskapsanalysen danner da grunnlaget for estimatene til de fremtidige kontantstrømmene. Det er vanskelig å predikere kontantstrømmene i all fremtid, derfor er det vanlig å anta at selskapet etter hvert inntar en steady state periode der det er konstant vekst i kontantstrømmene. Hvor lang tid det tar før et selskap kommer i steady state kommer an på hvor selskapet har kommet i livssyklusen og på

bransjen det opererer i. Det mest vanlige er å anta at selskapet inntar steady state 5-10 år frem i tid. Når man har kommet i steady state er det så mulig å bruke Gordons vekstformel for å finne selskapets continuing value. Continuing value vil gjenspeile den delen av selskapets verdi som vil bli generert etter estimeringsperioden. Selskapets Enterprise Value (EV) kan dermed skrives slik:

$$EV = \sum_t^0 \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CF_t}{WACC - g} \frac{1}{(1+WACC)^t}$$

For å finne verdien på selskapets egenkapital blir nettoverdien av de finansielle posisjoner trukket fra EV:

$$\begin{aligned} & EV \\ & + \text{Markedsverdi av non-core finansielle eiendeler som kan bli solgt} \\ & +/- \text{Markedsverdi av finansielle eiendeler/gjeld} \\ & +/- \text{Verdi av skatte eiendeler/gjeld (vanligvis fremførbart tap på skatt)} \\ & = \text{Verdi på selskapets egenkapital} \end{aligned}$$

Når vi har funnet verdien på selskapets egenkapital trenger vi bare å dele dette med antall aksjer, for så å sjekke hvordan vårt verdiestimat stemmer med hvordan aksjen på Sevan Marine er priset på børsen. Ut ifra dette vil vi da kunne bestemme oss for hvilken handling vi anbefaler.

Fra og med 1. januar 2006 gikk Sevan Marine fra å bruke NOK som deres hovedvaluta over til å bruke USD. Dette gjorde de grunnet en evaluering av det økonomiske miljøet som selskapet operer i og dominansen av USD i de forventede fremtidige kontantstrømmene. Balansen og regnskapet er dermed oppgitt i USD. Historiske tall har også blitt omgjort. Dette fører til at vi vil bruke USD i alle våre estimater. Når vi har regnet ut verdien av egenkapitalen til Sevan Marine vil vi simpelthen multiplisere denne verdien med dollarkursen for å kunne sammenligne vårt estimat med børsverdien på Oslo Børs.

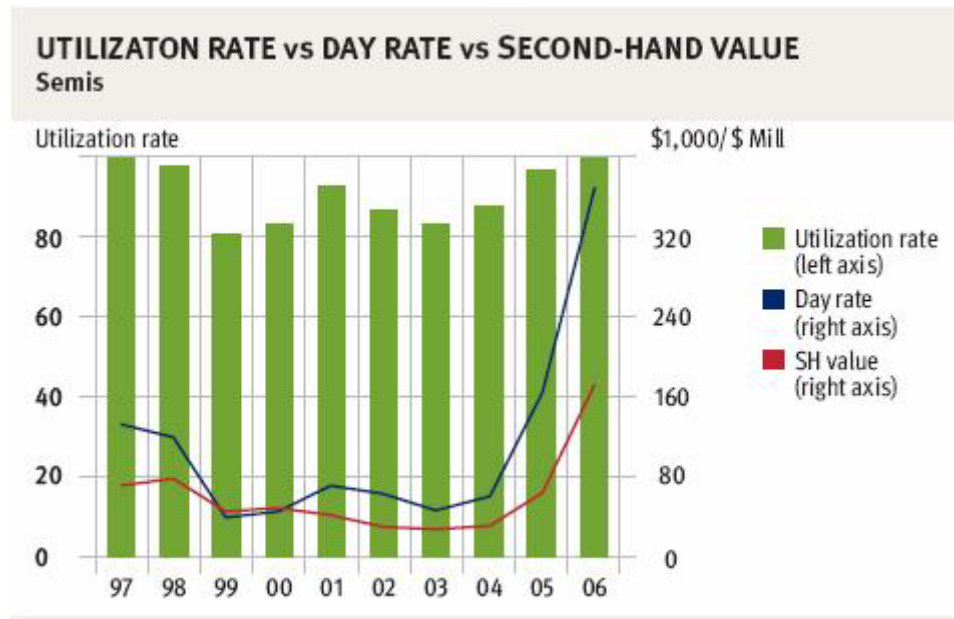
8. Størrelser i regnskapet

Vi vil i dette kapitlet forklare noen de størrelsene i regnskapet som er viktig for den videre analysen. Vi har i all hovedsak tatt utgangspunkt i årsrapporten og ikke utarbeidet et trailingregnskap basert på 1. kvartalsrapporten for 2007. 1. kvartal i 2007 vil ikke være representativt for resten av året siden man regner med at både SSP Piranema og Hummingbird vil komme i produksjon i løpet av året. Vi vil videre vise hvordan vi har kommet fram til forutsetninger og estimater som vi bruker videre i verdsettelsen. Alle estimater i kontantstrømanalysen vil være reelle størrelser.

8.1 Inntekter

8.1.1 Driftsinntekter

Sevans hovedinntektsgrunnlag er dagratene de mottar for sine SSP'er. Som nevnt tidligere henger utvikling i oljepris og dagrater indirekte sammen. Den siste tids høye oljepris har derfor økt etterspørselen etter både rigger og FPSO'er. Den økte etterspørselen har ført til nærmest sprengt kapasitet og dermed har dagratene skutt i været.



Figur 19 Utnyttelsesgrad, Dagrater og Salgsverdi (Kilde: R.S. Platou)

Oljeselskapenes svar på denne kraftige økningen har vært å tilby lengre kontraktslengder. Fra å være et marked dominert av kontrakter på under 2 år, var det i 2006 nærmest umulig å inngå kontrakter på under 3 år. Kortidskontrakter kunne oppleve rater på opp i mot \$600000 per dag. Oppsvinget i nybygging ser ut til å ta seg av den økte etterspørselen og dermed stille prispresset noe.

RIG ACTIVITY BY AREA

	Floaters			
	Demand	Supply End 2006	Utilization	Utilization End 2005
Norway	18	18	100%	94%
North Atlantic	43	43	100%	89%
Gulf of Mexico / Carribean	39	39	100%	84%
South America	27	27	100%	90%
West and South Africa	26	26	100%	88%
Pacific Rim	21	21	100%	72%
Rest of World	14	14	100%	78%
World total	170	170	100%	84%

Figur 20 Utnyttelsesgrad (Kilde: R.S. Platou)

Dagraten regnes ut ved å ta den totale kontraktsverdien og dele på antall år for å få årlige rate inntekter. Denne deles så igjen på 365 for å få dagraten. Vi kan regne ut dagratene for de 4 FPSO'ene og for den ene Sevan Driller som de har kontrakter på. Siden ingen av selskapets FPSO'er er satt i produksjon foreløpig, er det vanskelig å anslå eksakt hvor stor disse inntektene vil bli. Våre anslag på dagrater er gjengitt i tabellen nedenfor.

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Piranema	0	100000	100000	100000	100000	100000	100000	100000	100000	100000	100000
Hummingbird	0	115000	115000	115000	115000	115000	115000	115000	115000	115000	115000
SSP #3	0		203000	203000	203000	203000	203000	203000	203000	203000	203000
SSP #4	0			165000	165000	165000	165000	165000	165000	165000	165000
Sevan Driller	0			402000	402000	402000	402000	402000	402000	402000	402000
SSP #5	0			230000	230000	230000	230000	230000	230000	230000	230000
SSP #6	0				235000	235000	235000	235000	235000	235000	235000
SSP #7	0				235000	235000	235000	235000	235000	235000	235000
SSP #8	0					239000	239000	239000	239000	239000	239000
SSP #9	0					239000	239000	239000	239000	239000	239000
SSP #10	0						242000	242000	242000	242000	242000
SSP #11	0						242000	242000	242000	242000	242000
SSP #12	0							244000	244000	244000	244000
SSP #13	0								247000	247000	247000
SSP #14	0									249000	249000
SSP #15	0										251000

Figur 21 Estimerte dagrater

Vi vil for enhetene som har kontrakt bruke denne som utgangspunkt i beregning av dagratene. Bortsett fra de fem enhetene som allerede er under kontrakt har Sevan opsjoner hos to kinesiske veft på å bygge ytterligere 11 skrog. Med den historisk høye oljeprisen vi har i dag og analysene om at den trolig vil fortsatt ligge på et høyt nivå også fremover i tid antar vi at Sevan vil benyttet seg av alle disse opsjonene. 3 nye enheter er allerede bestilt og skal være klare til høsten 2009. Vi velger å tro at Sevan vil levere 2 nye enheter hvert år frem til 2013 og etter den tid vil det bli produsert en ny enhet per år ut estimeringsperioden.

SSP "Piranema"

Sevan har inngått en kontrakt på 11 år med opsjon på ytterligere 11 år med Petrobras for SSP Piranema. Kontraktverdien for de første 11 årene er på \$399 millioner. Dette gir derfor en dagrate på $\frac{399 \div 11}{365} \approx 0,1$. Det vil si en dagrate på ca. \$100000. Piranema vil være under samme kontrakt i hele estimeringsperioden. Vi går ut ifra at det ikke vil være noen form for justering av dagratene i løpet av kontraktperioden. Piranema vil være i drift i løpet av 2. kvartal i 2007.

SSP "Hummingbird"

Plattform nummer to SSP "Hummingbird", som for tiden ligger til klargjøring i Rotterdam, har en 2,5 års kontrakt med opsjon på ytterligere 2 år med Venture. Denne kontrakten har en verdi på \$64 millioner, men dette er eksklusive operasjonskostnader. Dagraten for de 2,5 første årene blir dermed \$70000 eksklusive operasjonskostnader og \$115000 når vi legger til daglige operasjonskostnader på \$450000. Vi regner med at Venture benytter seg også av de ekstra to årene i kontrakten. Hva som skjer etter de 4,5 årene er uvisst. Hvis samarbeidet fortsetter og de to blir enige om en ny kontrakt, forutsetter vi at det vil skje under de samme betingelsene som tidligere. Blir ikke kontrakten fornyet og plattformen får kontrakt med en ny operatør må Hummingbird oppgraderes for å tilpasses det nye feltet. Dette vil medføre betydelige kostnader. I tillegg må man regne med at plattformen vil bruke tid både til transport, oppgraderinger og installasjon på nytt felt. Med antagelsen om et fortsatt godt FPSO-marked har vi valgt å se bort i fra denne kortsiktige inntektsreduksjonen og heller valgt å fryse dagratene. Man forventer at Hummingbird vil komme i produksjon i løpet av 2.

halvår 2007. Vi har også tatt høyde for at Sevan eier kun 80 % av plattformen slik at inntektene og utgiftene reduseres tilsvarende.

Sevan #3

Kontrakten for den tredje plattformen, Sevan #3, løper over 5 år med mulighet for 5 år til og har en verdi på \$370 millioner. Beregnede dagrater for SSP #3 blir derfor omkring \$203000 for den avtalte perioden. Vi går ut ifra at man benytter seg av muligheten til forlengelse med nye 5 år. Dette mener vi i så fall skje med samme dagrater som tidligere. Enheten vil derfor være under kontrakt ut estimeringsperioden. Sevan #3 er planlagt å starte sin produksjon i 3. kvartal i 2008.

Sevan #4

Sevan er fortsatt i kontraktsforhandlinger. Produksjonsavtalen er inngått, men kontraktstiden er ennå ikke fastsatt. Alternativene er enten en \$365 millioner 5-årig kontrakt eller en kontrakt over 10 år verdt \$602 millioner. Den endelige beslutningen er ventet i løpet av året. For Sevan vil en så lang kontrakt som mulig være en klar fordel. Den vil bidra til sikre og forutsigbare inntekter som igjen vil redusere selskapets risikoeksponering. For enkelhets skyld antar vi at valget faller på den langsesiktige kontrakten som gir dagrater på ca \$165000. Kontrakten løper hele estimeringsperioden og vi antar ingen justering av ratene i løpet av denne perioden. Produksjonsstart er forventet i 2. kvartal 2009.

Sevan Driller

Sevan Driller er en lete- og borerigg som har inngått en 6 årlig kontrakt verdt \$880 millioner med brasilianske Petrobras. Dette tilsvarer dagrater på \$402000. Forventet oppstart for Sevan Driller er 2. kvartal 2009. Der FPSO'en ligger på samme sted over lengre perioder og er tilpasset det spesifikke feltet er en leterigg sin oppgave primært å lete etter mulige olje- og gassforekomster over større geografiske områder. Dette gjør at den sjelden oppholder seg lenge på et sted og boreoperasjonene er som regel av begrenset varighet. Vi antar derfor at Sevan Driller etter kontraktens utløp vil bruke tid på oppgraderinger, reparasjoner og overgang til en ny kontrakt. I stede for å redusere inntektene for 2015 velger vi heller å holde dagratene konstant på den nye kontrakten. Det vil uansett påvirke sluttresultatet i minimal grad.

Resterende plattformer

Det vil være umulig for oss å spå hvilke type enheter de 12 nye enhetene vil bli eller hvilke kontrakter de vil kunne oppnå. Dette vil potensielt kunne utgjøre store forskjeller i hvilke dagrater Sevan vil kunne få. Det vi kan si er at kontraktslengdene i bransjen er på vei opp og oppdragene Sevan vil i hovedsak være for mindre felt. Vi antar derfor at det vil være Sevans 300-skrog som vil være de mest etterspurte, men i våre estimater legger vi også inn en mulighet for at en del av plattformene vil være større med tilsvarende høyere dagrater. I følge Pareto Securities kan fremtidig gjennomsnittlig dagrate for en SSP ligge på ca. \$230000. Dette ligger klart over dagens gjennomsnitt, men vil kunne forklares med et stadig økende etterspørselspress. Dagraterne vil så klart variere med hensyn på enhetens størrelse og hvor i verden den blir utplassert. I våre beregninger velger vi uansett å bruke dette gjennomsnittsestimatet som utgangspunkt for alle plattformene som enda ikke har kontrakt. Dette fordi det er det nærmeste vi kommer en fornuftig fremtidig dagrate som vi kan bruke på alle nybygde enheter. Vi lar derfor dagratene for enheter med produksjonsstart i 2009 være lik \$230000. For å ta hensyn til den forventede økningen i dagrater lar vi dagratene for nye kontrakter øke med 2 % i 2010 og 2011 for deretter å ha en noe roligere vekst på 1 % resten av estimeringsperioden. Det betyr at dagratene for nye enheter i 2010 vil være $\$230000 \times 1,02$. Mens i 2011 vil tilsvarende dagrater være $\$230000 \times 1,02^2$. Etter 2011 vil dagratene som sagt øke med 1 %. Merk at alle disse justeringene kun gjelder for nye kontrakter og ikke eksisterende.

Oljeselskapene er tradisjonelt veldig pessimistiske i sine anslag for levetiden på feltene sine. Mye av grunnen til dette er at det vil være svært kostbart å leie en enhet lengre enn reservene i feltet varer. Dette har gjort sitt til at tradisjonelt oljeselskapene kun har vært villige til å inngå kortere kontrakter. På den annen side vil det også være kostbart å skifte ut FPSO'en etter at dennes kontrakt har løpt ut. Vanlig praksis er derfor at en FPSO gjerne blir på ett felt så lenge det er olje- eller gassreserver igjen. Dette er kostnadseffektivt både for oljeselskapene og for riggselskapene, som slipper å tilpasse FPSO'ene til nye felt. Vi antar derfor at alle feltene som FPSO'en blir utplassert på er driveverdige ut estimeringsperioden og dermed at de utplasserte FPSO'ene blir på sine respektive felt i hele perioden.

8.1.2 Andre inntekter

Av andre inntekter som Sevan generer står datterselskapet Kanfa AS for brorparten. For 2006 hadde datterselskapet salgsinntekter på ca \$70 millioner. Av disse var \$50 millioner salg internt i konsernet. De eksterne salgsinntektene for Kanfa var derfor i 2006 på omkring \$20 mill. På grunn av Sevans økende utbyggingsaktivitet må Kanfa levere flere tjenester internt. Etter noen hektiske oppstartsår tror vi at driften effektiviseres og det blir kapasitet til å påta seg flere eksterne oppdrag. Vi antar derfor ingen inntektsøkning i Kanfa før 2011, og deretter vil inntektene øke med 15 % per år ut estimeringsperioden.

8.2 Kostnader

8.2.1 Operasjonskostnader (OPEX)

Operasjonskostnadene er knyttet til driften av FPSO'ene og riggene. Vi velger å sammenstille disse med dagratene slik at hver enkelt enhet får en daglig OPEX. Igjen blir det kun estimeringer og antagelser fra vår side på hvor høye disse kostnadene vil bli, siden ingen enhet er satt i drift enda. Vi vil også i disse estimatene ta i bruk beregninger gjort av Pareto Securities.

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Piranema	0	33000	33660	34333	35020	35720	36435	37163	37907	38665	39438
Hummingbird	0	45000	45900	46818	47754	48709	49684	50677	51691	52725	53779
SSP #3	0		40000	40800	41616	42448	43297	44163	45046	45947	46866
SSP #4	0			45000	45900	46818	47754	48709	49684	50677	51691
Sevan Driller	0			125000	127500	130050	132651	135304	138010	140770	143586
SSP #5	0			45000	45900	46818	47754	48709	49684	50677	51691
SSP #6	0				45900	46818	47754	48709	49684	50677	51691
SSP #7	0				45900	46818	47754	48709	49684	50677	51691
SSP #8	0					46818	47754	48709	49684	50677	51691

SSP #9	0					46818	47754	48709	49684	50677	51691
SSP #10	0						47754	48709	49684	50677	51691
SSP #11	0						47754	48709	49684	50677	51691
SSP #12	0							48709	49684	50677	51691
SSP #13	0								49684	50677	51691
SSP #14	0									50677	51691
SSP #15	0										51691

Figur 22 Estimerte daglig OPEX

Vi bruker vikelige operasjonskostnader for enhetene som er under kontrakt. For de som ennå ikke er bygd eller ikke har fått kontrakt enda bruker vi Paretos estimater for beregning av OPEX. Paretos estimater av OPEX for Sevans SSP'er varier noe. Men vi velger i likhet med dagratene å bruke et gjennomsnitt av estimatene. I gjennomsnitt er de på ca \$45000 pr dag. Vi benytter dette som grunnlag for alle de enhetene vi ikke har kontraktsopplysninger om. Vi forutsetter også en årlig økning i operasjonskostnadene på 2 % fordi presset i bransjen også vil forplante seg til underleverandører som vil drive prisene oppover.

8.2.2 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader vil i hovedsak knytte seg til Kanfa sine aktiviteter. I regnskapene ser vi at Kanfa for 2004 generer en liten profitt mens i 2005 har de et lite underskudd. Dette er kun marginale størrelser. Aktiviteten i Kanfa vil øke i takt med Sevans nybyggingsprogram og dermed øker også utgiftene. I starten vil denne økningen i hovedsak skyldes flere interne oppdrag, slik at Kanfas driftsresultatresultat vil bli dårligere. Økt oppdragsmengde antar vi vil gi 7 % økning i årlige driftskostnader frem til 2010. Fra 2011 regner vi med at veksten vil avta til 2 % per år.

8.2.3 Skattekostnad

Siden selskapet vil operere innenfor flere skatteregimer vil det ligge betydelig skjønn innenfor fastsettelsen av inntektsskatten. Den veide gjennomsnittlige skattesatsen i 2006 er oppgitt i regnskapet til 28,1 %. Vi vet at man allerede har kontrakter i Brasil og på britisk sokkel, men hvor de fremtidige enhetene vil bli plassert kan umulig forutsies. Vi antar derfor at en del enheter havner i lavskatteland i for eksempel Sør-Amerika eller Afrika. Hvor skattesatsen kan være så lav som 0-5 %. Samtidig vil en del enheter sannsynligvis operere i Nordsjøen med betydelig høyere skattesatser. Vi estimerer derfor en effektiv skattesats på 17 % ved å ta et gjennomsnitt av 5 % og 28 %. Teoretisk blir ikke dette riktig, men vi må her bare skjønn siden det ikke finnes noen mulighet til å beregne en relevant effektiv skattesats på grunnlag av historiske data.

Vi regner skattekostnad direkte mot kontantstrømmen til selskapet. Dette er en metode som er benyttet og gjennomgått av PriceWatehouseCoopers i BUS425.

8.2.4 Avskrivninger

Sevan legger til grunn i sin avskrivningsplan en økonomisk levetid for en FPSO på 20-25 år. Vi bruker 25 år. Avskrivningene skjer lineært over den faste kontraktstiden. Vi ser derfor at alle enhetene vil være i produksjon ut estimeringstidsrommet. Det er vanskelig å vurdere om den reelle levetiden faktisk vil være lenger enn den økonomiske, men det er grunn til å tro det. Det originale designet er med på å motvirke materialtretthet og antagelser om økonomisk levetid er som regel forsiktige. Det vil ikke slå heldig ut om reell levetid i praksis skulle være kortere enn økonomisk levetid.

9. Kapitalkostnad

For at det skal være verdt å investere penger i et selskap så må avkastningen på kapitalen være større eller lik kapitalkostnaden. Avkastningskravet til et selskap gjenspeiler risikoen knyttet til å investere i selskapet. Dette avkastningskravet tilsvarer den avkastningen selskapets investorer forlanger og blir derfor referert til som selskapets kapitalkostnad. I en kontantstrømbasert verdsettelse så neddiskonterer vi kontantstrømmene med avkastningskravet. Vi har valgt å benytte oss av Weighted Average Cost of Capital (WACC). Dette vil si at kapitalkostnaden for et selskap er et veid gjennomsnitt av kostnaden for gjeld og egenkapital. Det er verdt å merke seg at ved bruk av egenkapitalen så er det snakk om markedsverdien av egenkapitalen. WACC kan defineres slik:

$$\text{WACC} = \frac{E}{V} \times k_e + \frac{G}{V} \times k_g$$

Hvor

E = markedsverdi av egenkapital

G = gjeld

V = selskapsverdi ($E + G$)

k_e = avkastningskrav til egenkapital

k_g = avkastningskrav til gjeld

WACC forutsetter Miller-Modigliani hypotesen. Dette vil si at verdien av selskapet ikke avhenger av hvordan selskapet er finansiert. En viktig konsekvens av dette blir at siden vi jobber med kontantstrømmer til totalkapitalen, så vil WACC forbli uforandret ved endret egenkapital andel.

Vi vil i vår verdsettelse benytte oss av en reel WACC. Derfor må vi justere avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden for inflasjon. I Norge har vi et langsiktig inflasjonsmål på 2,5 %. Vi har akkurat vært gjennom en periode med ekstremt lav inflasjon, ned mot 0,4 %. Nå er derimot inflasjonen på vei opp, og de fleste forventer en

kjerneinflasjon på 1,5 %. På lengre sikt skal nokk denne noe opp, og vi velger å operere med en inflasjon på 1,9 %.

For å finne Sevan Marine sin WACC vil vi først definere de ulike elementene for WACC.

9.1 Avkastningskrav til egenkapital

For å estimere avkastningskravet til egenkapitalen vil vi ta utgangspunkt i CAPM (Capital Asset Pricing Modell) modellen. Modellen forutsetter at investorene er risikoaverse og derfor har spredt investert kapital over mange plasseringer (diversifisering). Effekten av at alle investorer antas å være veldiversifiserte fører til at man kun kompenserer investorene for den systematiske risikoen. I CAPM modellen er denne risikoen betegnet med en betaverdi (β). Betaverdien gir uttrykk for den markedsrelaterte risikoen som er knyttet til generelle markedsbevegelser. Den usystematiske risikoen er en bedriftsspesifikk risiko som modellen antar at man kan diversifisere bort.

CAPM modellen sier at forventet avkastningskrav er lik risikofri rente pluss verdipapirets beta verdi multiplisert med markedets risikopremie. CAPM kan defineres slik:

$$E(r_i) = r_f \times (1 - s) + [E(r_m) - r_f] \times \beta_i + \lambda$$

Hvor:

$E(r_i)$ = forventet avkastning på aktivumet/aksjen

r_f = risikofri rente

s = skattesats

$E(r_m)$ = forventet avkastning på marked

β_i = betaverdi

λ = Likviditetspremie

Denne modellen er den mest brukte for å finne avkastningskravet på egenkapitalen, men det finnes også andre teorier. En av disse er Fama & French som er noe mer omfattende. Vi velger å benytte oss av CAPM modellen, og for å komme frem til avkastningskravet må vi først estimere den risikofrie renten, markedets risikopremie, skattesatsen, likviditetspremien og betaverdien til selskapet.

9.2 Risikofri rente

Vi er ute etter å finne den nominelle risikofrie renten etter skatt. Det finnes flere ulike synspunkt på hvilken risikofri rente man bør benytte. En av de vanligste måtene å estimere den risikofrie renten på er å ta utgangspunkt i 3 måneders effektiv NIBOR rente og justere denne med en 10 % risikopremie og skatt. En annen måte og kanskje den mest anbefalte er å benytte seg av renten på lange statsobligasjoner. Renten på de norske 10 års statsobligasjonene er nå 5,23 % (Oslo Børs, 11.06.2007). I vår verdsettelse velger vi derimot å benytte oss av en historisk risikofri realrente som vi tillegger en forventet prisstigning. Basert på et langt tidsperspektiv har realavkastningen ligget på ca. 2 % (BUS425, 2007). Tillagt en forventet prisstigning på 2,5 % gir dette oss en nominell risikofri rente på 4,5 %. Justert med en skattesats på 28 % gir dette oss en nominell risikofri rente etter skatt på 3,24 % (Oslo Børs, Norges Bank).

9.3 Risikopremie

Risikopremien tilsvarer differansen mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente ($E(r_m) - r_f$). En måte å finne risikopremien på er å ta utgangspunkt i den historiske risikopremien. Problemet med å bruke historisk risikopremie er at den måler ex post fremfor ex ante. Det ville derfor vært bedre om man kunne måle forventningene til investorene i fremtiden. Siden dette blir vanskelig velger vi å ta utgangspunkt i den historiske risikopremien.

Gjennomsnittlig risikopremie på Oslo Børs fra 1958 til 2004 er 5,5 % når en fjerner de 10 høyeste og de 10 laveste observasjonene (BUS425, 2007). Vi velger å bruke dette som et estimat på fremtidig risikopremie.

9.4 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til bedriften. Beta måler samvariasjonen mellom avkastningen til bedriften og avkastningen til markedsporteføljen, relativt til volatiliteten i avkastningen til markedsporteføljen. For markedsporteføljen er beta per definisjon 1. Beta til en risikofri plassering er 0. Dette vil si at for et selskap med en beta verdi større enn 1, så vil dette selskapet svinge i større grad enn markedet. En beta lavere enn 1 betyr at selskapet vil svinge mindre enn markedet (BUS425, 2007). Beta til et selskap kan regnes ut slik:

$$\beta = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

Hvor

r = avkastning til selskapet

r_m = avkastningen til markedsporteføljen

$\text{var}(r_m)$ = volatiliteten i avkastningen til markedsporteføljen

Kovarians er et mål på den underliggende lineære avhengigheten mellom to stokastiske variabler. Formelen for å regne ut kovariansen er som følger:

$$\widehat{\text{Cov}}[X, Y] = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}_n)(y_i - \bar{y}_n)$$

Figur 23 Kovarians (Kilde: wikipedia.org)

\bar{x}_n er gjennomsnittet av x_1, x_2, \dots, x_n og \bar{y}_n er gjennomsnittet av y_1, y_2, \dots, y_n .

Volatiliteten som blir brukt er volatiliteten i avkastningen til OSEBX over den tiden vi benytter data, d.v.s. fra 30.12.2004 til 31.6.2007.

For å finne betaverdien til Sevan Marine finner vi kovariansen mellom avkastningen til Sevan Marine og Oslo Børs (OSEBX). Det som er vanlig er å benytte seg av fem års månedstall. Problemet i Sevan Marine sitt tilfelle er at de bare har vært børsnotert siden desember 2004. Dermed får vi bare 29 avkastningstall. Dette setter spørsmålstegn ved om vi har nokk data til å foreta en fornuftig analyse av selskapets historiske beta.

Det kan også være problematisk å kun basere seg på historisk selskapsspesifikk beta. Et av problemene er at CAPM modellen forutsetter at beta og aksjeavkastning er normalfordelt, noe som imidlertid ikke er tilfelle ifølge boken til Penman. Konklusjonen blir derfor at vi kan ta utgangspunkt i historisk beta, og i tillegg foreta en subjektiv vurdering.

Ved å foreta en utregning for historisk beta (se vedlegg) finner vi en betaverdi på Sevan Marine på 1,60. Oslo børs derimot opererer med en betaverdi på Sevan Marine over de tolv siste månedene på 0,71. Betaverdien til lignende konkurrenter er på Oslo børs i tidsintervallet for de tolv siste månedene i intervallet 0,65 til 1,80 med hovedvekt over 1. Sevan Marine har over tiden de har vært registrert på Oslo Børs svingt mer enn selve Oslo Børs. Det siste året har det derimot vært en motsatt tendens. Vi velger derfor å justere den historiske betaverdien noe. Bloomberg bruker følgende justering:

$$\beta = a \times \beta^{estimert} + (1 - a) \times 1.0$$

$$a = 2/3$$

Hovedargumentet for denne justeringen er at den nøytrale betaverdien er 1, og at over tid så vil betaverdien til den representative aksjen konvergere mot normalverdien. Ved å benytte oss av denne justeringen får vi en betaverdi på Sevan Marine på 1,4. Det er denne betaverdien vi vil benytte oss av i utregningen av avkastningen til egenkapitalen. Et annet argument for å justere betaverdien mot den nøytrale verdien er at Oslo børs er sterkt korrelert med oljeprisen. Ut ifra dette vil vi tro at etter hvert som Sevan Marine nærmer seg steady state så vil også betaverdien korrelere mer med OSEBX.

9.5 Skattesats

Vi bruker en skattesats på 28 %. Denne avviker fra skatten vi bruker på selskapets kontantstrøm. Grunnen til at vi gjør det på denne måten er at konsernet ledelse og administrasjon er hjemmehørende i Norge. All gjeld er samlet i morsselskapet og de får derfor 28 % i rentefradrag på selskapets gjeld.

9.6 Likviditetspremie

Likviditetsrisiko er risiko for at en ikke får omsatt aksjen til full verdi pga dårlig likviditet i markedet. På Oslo børs faller Sevan Marine sine aksjer under kategorien ”middels likvide aksjer”. Det er flere forhold som kan påvirke likviditeten. En av disse som vi vil påpeke når det gjelder Sevan Marine er en foreløpig svak soliditet/kontantstrøm. Dette fører til at investorene ikke kan forvente avkastning som følge av utbetalt dividende før dette har endret seg. Vi velger derfor å legge til en likviditetspremie på 1 %.

9.7 Uttregning av avkastningskravet til egenkapitalen

Etter at vi har funnet de estimerte verdiene som inngår i CAPM modellen kan vi nå regne ut avkastningskravet til egenkapitalen:

$$E(r_i) = r_f \times (1 - s) + [E(r_m) - r_f] \times \beta_i + \lambda$$

$$E(r_i) = 3,24 \% + 5,5 \% \times 1,4 + 1 \%$$

$$E(r_i) = 11,9 \%$$

Vårt estimat for avkastningskravet til egenkapitalen er på 11,9 %. Dette gir oss et reelt avkastningskrav til egenkapitalen på 10 %.

9.8 Avkastningskrav til gjeld

En finansiell långiver vil sette krav til avkastning på gjeld som inneholder risikofri nominell rente, risikopremie for systematisk operasjonell risiko og risikopremie for konkurrisiko. Finansielt gjeldskrav kan oppsummeres i følgende formel:

$$r_g = r_f + \text{kredittrisikopremie}$$

Kredittrisikopremien er en funksjon av finansiell gearing og operasjonell risiko. Dette måles som konkurssannsynlighet \times tap ved konkurs. (BUS425, 2007).

Det er mulig å finne kredittrisikopremien basert på et syntetisk ratingsystem:

Rating	Årlig konkurssannsynlighet	Kreditrisikofaktor
AAA	0,0001	0,1000
AA	0,0012	0,1500
A	0,0024	0,2500
BBB	0,0037	0,4000
BB	0,0136	0,6000
B	0,0608	1,0000
CCC	0,3085	3,0000
CC	0,5418	9,0000
C	0,7752	27,0000
D	0,9999	1000,000

Figur 24 Kredittrisikopremie (Kilde: Kinserdal, 2007)

Kredittrisikofaktoren forteller oss hvor mye av den risikofrie renten som skal legges til som kredittrisikopremie.

I følge Paretos nåværende kredittrating har Sevan Marine en rating B. Med en nominell risikofri rente som vi estimerte tidligere til 4,5 % så blir avkastningskravet på gjelden til Sevan Marine som følger:

$$r_g = 4,5 \% + 4,5 \% \times 1,000 = 9,0 \%$$

Ved å bruke denne metoden blir det estimerte avkastningskravet etter skatt til gjelden på 6,48 %.

Sevan Marine har akkurat utstedt et obligasjonslån på 270 millioner USD. Dette lånet har en kupongrente tilsvarende 6 måneders LIBOR pluss en margin (risikopremie) på 3 %. 6 måneders LIBOR er per 06.06.2007 på 5,39 % (Bankrate). Dette gir en lånekostnad på 8,39 %. (Dette nye obligasjonslånet erstatter SEVAN01 og Piranema lånet.). I årsrapporten for 2006 er det opplyst at kupongrenten på obligasjonslånet for å finansiere Hummingbird var på 9,85 %. Kupongrenten på obligasjonslånet for Sevan Drilling var på 9,45 % som er bestående av NIBOR rente og 5 % margin tillegg.

På bakgrunn av dette antar vi at en lånekostnad på 9,0 % som vi regnet ut ved hjelp av syntetisk rating virker fornuftig. Estimert vårt for avkastningskravet til gjelden etter skatt blir dermed på 6,5 %. Dette gir oss et reelt avkastningskrav på gjelden på 4,6 %.

9.9 Utrekning av WACC

Når vi nå har estimert verdiene på avkastningen til egenkapitalen og gjelden så mangler vi bare størrelsene på markedsverdien av egenkapitalen og gjelden for å regne ut WACC verdien til selskapet. Den 15.06.2007 hadde Sevan Marine en aksjekurs på 58,25 NOK og et antall aksjer på 160 785 765 (Oslo Børs). Dette gir en markedsverdi på egenkapitalen på 9 124,59 millioner kroner. Gjelden er på 424,7 millioner USD. Dollarkursen er per 15.06.2007

på 6,032, noe som gir en verdi på gjelden i NOK på 2555,8 millioner. Dette gir Sevan Marine en gjeldsgrad på 21,4 %. Da kan vi finne WACC'en:

$$\text{WACC} = \frac{E}{V} \times k_e + \frac{G}{V} \times k_g$$

$$\text{WACC} = 0,786 \times 10,0 \% + 0,214 \times 4,6 \% = \underline{8,9 \%}$$

Vårt estimerte reelle avkastningskrav på totalkapitalen blir på 8,9 %. Gitt at Miller-Modigliani hypotesen holder så vil ikke en endret kapitalstruktur ha noen effekt på avkastningskravet til totalkapitalen. Avkastningskravet består av mange variabler som vi har estimert etter beste skjønn. Det er likevel en viss usikkerhet knyttet rundt disse variablene, og vi vil senere i oppgaven foreta en sensitivitetsanalyse for å se hvilke utslag en endring i avkastningskravet til totalkapitalene vil ha.

9.10 Oppsummering avkastningskrav

Avkastningskrav til egenkapital	Markeds		
	risiko	Beta risiko	
Risikofri rente etter skatt (4,5% * 0,72)			3,2 %
Risiko premie	5,5 %	1,4	7,7 %
Likviditetspremie			1,0 %
Nominelt avkastningskrav egenkapital etter skatt			11,9 %
Inflasjon			-1,9 %
Reelt avkastningskrav egenkapital etter skatt			10,0 %
Avkastningskrav til gjeld			
Risikofri rente			4,5 %
Kreditrisikopremie (4,5% * 1,000)			4,5 %
Skattejustering ((4,5% + 4,5%) * 28%)			-2,5 %
Nominelt avkastningskrav gjeld etter skatt			6,5 %
Inflasjon			-1,9 %
Reelt avkastningskrav gjeld etter skatt			4,6 %
WACC			8,9 %

Figur 25 Avkastningskrav

10. Investeringer

For å kunne gjøre en fullkommen verdsettelse må vi estimere de fremtidige investeringene til Sevan Marine. Oljebransjen er nå inne i en vekstperiode og alle prognoser tyder på at man vil oppleve stadig vekst i årene som kommer. FPU (Floating Production Unit) markedet har hatt en stabil vekst i over 15 år og er ikke like utsatt som mange av de andre segmentene i oljebransjen (Sevan Marine). Dette skyldes at etter flere år med høy boreaktivitet er det stor etterspørsel etter å utvinne oljen. Selv om man etter hvert skulle få en nedgang i boreaktiviteten vil man fortsatt være avhengig av å utvinne oljen man allerede har kartlagt.

Investeringer i anleggsmidler vil i hovedsak være byggekostnader for plattformer. Andre investeringer som utstyr og kontorlokaler vil være så små i forhold at vi velger å se bort fra disse siden de ikke vil noen synlig innvirkning på verdien av selskapet. Sevan Marine har fem plattformer som allerede har fått kontrakt og to plattformer ut over dette som er gitt klarsignal til å bygges. I tillegg til dette har selskapet rettigheter på å bygge ytterligere 9 plattformer (Sevan Marine). Fra og med i år og frem til 2010 vil selskapet i snitt ferdigstille ca. to plattformer hvert år. Vi antar i vår verdsettelse at Sevan Marine vil benytte seg av rettigheten til å bygge ytterligere 9 plattformer. Dette gjør vi grunnet hvordan markedet er nå og de gode fremtidsutsiktene. Egenskapene til Sevan sine FPSO'er gjør at de kan operere under ekstreme værforhold og i ultradype farvann. Dette gir dem en fordel med at de kan operere i alle slags offshore miljøer rundt om i verden. Vi antar at utbyggingen av nye plattformer vil avta mot slutten av vår verdsettelsesperiode. Når alle Plattformene har blitt satt i produksjon på de feltene de vil operere på antar vi at selskapet vil innta steady state. Dette vil skje i år 2017.

For å estimere investeringskostnadene til de nye plattformene tar vi utgangspunkt i tallene til de fem plattformene som allerede er bygget ferdig eller under konstruksjon.

10.1 Byggekostnader

Sevan Marine sine plattformer har en design som gjør at byggeperioden er kortere enn hos konkurrentenes sine FPSO'er. Dette gjør dem i stand til å ferdigstille en plattform i løpet av

2 år. Sevan Piranema hadde en byggekostnad på 270 millioner USD. Det er den samme kostnaden som for Sevan # 4. Dette er begge FPSO'er, og siden selskapet vil konsentrere seg om dette markedet antar vi at byggekostnaden på plattformene som er under bygging også vil være på 270 millioner USD. På Sevan Driller har vi brukt en byggekostnad på 650 millioner USD. Kostnaden viss man skulle ha bygd Sevan Piranema i dag ligger på 320 millioner USD. Vi antar derfor at byggekostnadene for de fremtidige plattformene som i hovedsak vil være FPSO'er vil ligge på 320 millioner USD.

Det er også verdt å merke seg at Sevan Hummingbird bare eies 80 % av Sevan Marine. Selskapet vil dermed regnskapsføres for 80 % av byggekostnadene.

10.2 Oppsummering investeringer

Antagelsene og estimatene vi har gjort gir oss følgende årlige investeringer i plattformer (FPSO'er):

investeringer	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sevan Piranema	54										
Sevan Hummingbird	54										
Sevan FPSO # 3	135	67,5									
Sevan FPSO# 4	67,5	135	67,5								
Sevan Driller	217	433									
SEVAN # 5	67,5	135	67,5								
SEVAN # 6		80	160	80							
SEVAN # 7		80	160	80							
SEVAN # 8			80	160	80						

SEVAN # 9			80	160	80						
SEVAN # 10				80	160	80					
SEVAN # 11				80	160	80					
SEVAN # 12					80	160	80				
SEVAN # 13						80	160	80			
SEVAN # 14							80	160	80		
SEVAN # 15								80	160	80	
Totale investeringer	595	930,5	615	640	560	400	320	320	240	80	0

10.3 Vedlikeholdskostnader

I tillegg til investeringer velger vi også å legge inn årlige vedlikeholdskostnader for enhetene. Det vil etter hvert bli behov for både vedlikehold og muligens oppgraderinger på enhetene. Når og hvor store disse kostnadene eventuelt vil bli er ikke lett å forutsette. Vårt forslag er at det påløper 1 % av byggekostnaden i årlige vedlikeholdsutgifter og til fremtidige oppgraderinger.

11. Arbeidskapital

Endring i arbeidskapital fremkommer av årlige prosentvise forskjeller i kundefordringer, varelager og leverandørgjeld. I denne bransjen er ikke varelager en problemstilling. Når det gjelder kundefordringer, så er det først nå at Sevan Marine vil få kundefordringer som følge av driftsinntekter. Dette gjør at vi ikke har noe grunnlag for å estimere en fornuftig verdi for denne posten. Derfor vil vi anta at kundefordringer og leverandørgjeld endrer seg med samme beløp hvert år. Dette fører til at vi ikke får noen årlig endring i arbeidskapital. Det som mest sannsynlig vil skje er at Sevan Marine får en økning i endret arbeidskapital, men siden vi mangler grunnlag for å estimere hva dette vil bli velger vi å sette årlig endring i arbeidskapital lik null. Dette er en forenkling, men størrelsene er ikke store nok til at de vil få en betydning for verdien av selskapet.

12. Kontantsrømsanalyse

I kontantstrømsanalysen vil vi knytte de forutsetningene vi har tatt sammen og på grunnlag av disse utarbeide en fullstendig verdsettelse av Sevan Marine. Vi vil bruke SSP Piranema som eksempel på hvordan vi har regnet ut den diskonterte kontantstrømmen for hver enkelt rigg. I tillegg kommer kontantstrømmen til konsernet og dets felleskostnader. Alle tall i analysen er oppgitt i millioner USD. Unntatt den endelige aksjekursen som er oppgitt i NOK.

12.1 Riggens kontantstrøm

Vi vil her vise hvordan vi har beregnet den diskonterte kontantstrømmen til hver enkelt rigg. Vi bruker Piranema som eksempel og analysen for de resterende riggene finnes i appendikset.

WACC	8,9 %										
Dagrate	100000										
Økning prosentvis i dagrate	1 %	2 %									
Kostnad pr dag	33000										
Årlig kostnadsøkning	2 %										
Byggekostnad (mUSD)		270,0									
Vedlikeholdskostnader	1 %	2,7									
Avskrivningsperiode	25										
Skatt	28 %										
Driftsdager	365										
Diskonteringstid	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktor	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,51	0,47	0,43	0,39

Sevan Piranema	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	18,3	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5
Driftskostnader	-7,4	-15,0	-15,2	-15,5	-15,7	-16,0	16,3	16,5	16,8	17,1	17,4
EBITDA	10,9	21,5	21,3	21,0	20,8	20,5	20,2	20,0	19,7	19,4	19,1
Avskrivninger	-5,4	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
EBIT	5,5	10,7	10,5	10,2	10,0	9,7	9,4	9,2	8,9	8,6	8,3
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	-54,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	-43,1	21,5	21,3	21,0	20,8	20,5	20,2	20,0	19,7	19,4	19,1
FCF neddiskontert	-43,1	19,8	17,9	16,3	14,8	13,4	12,2	11,0	10,0	9,0	8,2

Vi antar at alle riggene kommer i produksjon i 2. halvår i oppstartsåret. Både driftsinntekter og driftskostnader er derfor halvert i første driftsår. Kontantstrømmen er neddiskontert med avkastningskravet, WACC.

$$\text{Diskonteringsfaktor} = \frac{1}{(1+WACC)^t}$$

12.2 Kontantstrøm til konsernet

For konsernet beregnes kontantstrømmen på samme måte som for de enkelte riggene. Her vil i hovedsak inntektene knyttet til Kanfas virksomhet, Kanfas driftskostnader og lønnskostnader inngå. Andre kostnader enn dette vil kun utgjøre marginale forskjeller og er derfor ikke tatt hensyn til.

Økning			
salgsinntekter	15 %		
Økning			
varekostnad	5 %		
Økning			
Lønnskostnad	100 %	10 %	4 %
Økning Andre			
Driftskostnader	7 %	2 %	

Konsern	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salgsinntekter	21,9	21,9	21,9	21,9	25,2	28,9	33,3	38,3	44,0	50,6	58,2	66,9
Varekostnad	-21,3	-22,3	-23,4	-24,6	-25,8	-27,1	-28,5	-29,9	-31,4	-33,0	-34,6	-36,4
Lønnskostnader	-11,6	-23,1	-25,4	-28,0	-30,8	-32,0	-33,3	-34,6	-36,0	-37,4	-38,9	-40,5
Andre												
driftskostnader	-20,4	-21,8	-23,3	-25,0	-26,7	-27,2	-27,8	-28,3	-28,9	-29,5	-30,1	-30,7
EBITDA	-31,3	-45,4	-50,3	-55,7	-58,2	-57,4	-56,3	-54,6	-52,3	-49,3	-45,4	-40,6
Free Cash Flow												
to konsern		-45,4	-50,3	-55,7	-58,2	-57,4	-56,3	-54,6	-52,3	-49,3	-45,4	-40,6
FCFF												
neddiskontert		-45,4	-46,2	-47,0	-45,1	-40,9	-36,8	-32,8	-28,9	-25,0	-21,1	-17,4

12.3 Enterprise Value og verdi av egenkapital

For å finne enterprise value summerer vi alle kontantstrømmene til riggene og konsernets kontantstrøm, før vi trekker i fra investeringer, endring i arbeidskapital og skatt. Denne måten å regne betalbar skatt på er en stor forenkling og den forutsetter at investeringer er lik avskrivningene. Sevan oppfyller dermed ikke kravene til modellen, men vi tror ikke dette vil påvirke selskapsverdien i særlig stor grad. Verdien for 2018 er continuing value for selskapet neddiskontert. Offshorebransjen er en moden bransje og vi tror derfor ikke at man vil oppleve en kontinuerlig og varig vekst. Vi setter derfor vekstfaktoren i Gordons formel, g,

lik null slik at continuing value blir regnet ut slik: $CV = \frac{CF_{2017}}{WACC} \frac{1}{(1+WACC)^{2017}}$

Enterprise value er som tidligere vist summen av selskapets egenkapital og gjeld. Siden vi er på jakt etter en teoretisk aksjepris, som igjen gjenspeiler verdien av selskapets egenkapital, trekker vi fra selskapets rentebærende gjeld fra enterprise value. Vi står dermed igjen med en teoretisk markedsverdi av egenkapitalen. Denne deler vi på selskapets utestående aksjer og kommer således frem til en teoretisk pris per aksje for Sevan Marine.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	31,3	-25,3	17,6	187,4	301,2	431,5	563,5	662,2	727,8	794,1	861,4	894,6	
Investeringer		-	-	-	-	-	-	-	-	-			
Endring arbeidskapital		594,7	930,8	615,0	640,0	560,0	400,0	320,0	320,0	240,0	-80,0	0,0	
Free Cash Flow to Firm		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Skatt		-	-	-	-	-							
FCFF, reell, etter skatt		620,0	913,2	427,6	338,8	128,5	163,5	342,2	407,8	554,1	781,4	894,6	
FCFF neddiskontert		105,4	155,2	72,7	57,6	21,8	-27,8	-58,2	-69,3	-94,2	132,8	152,1	
		-	-	-	-	-							
		514,6	758,0	354,9	281,2	106,6	135,7	284,0	338,4	459,9	648,6	742,5	
		-	-	-	-								
		514,6	696,2	299,4	217,9	-75,9	88,7	170,6	186,7	233,1	301,9	317,4	3579,0

Enterprise Value	3073,2
Langsiktig rentebærende gjeld	-406,1
Kortsiktig rentebærende gjeld	0,0
Totalt FA og IB gjeld	-406,1

Enterprise Value	3073,2
Totalt FA og IB gjeld	-406,1
<hr/>	
Egenkapital Verdi	2667,1

Antall aksjer	160,8
Dollarkurs	6,0

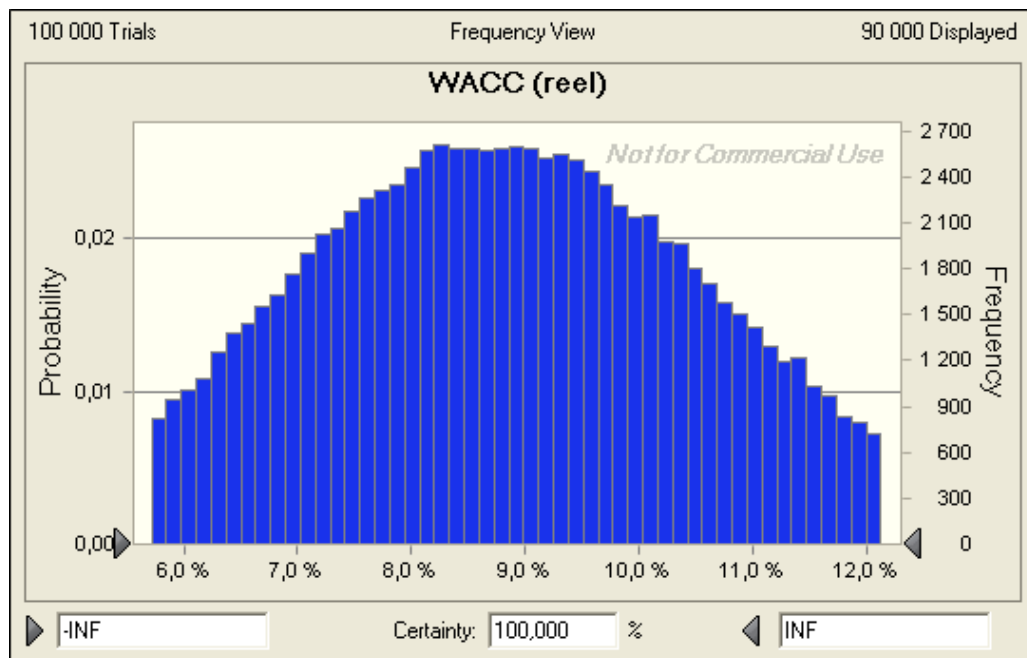
Aksjekurs USD	16,6
Aksjekurs NOK	100,1

13. Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet vårt på Sevan Marine inneholder mange estimater som det er knyttet usikkerhet til. Ved bruk av andre forutsetninger ville vi fått et annet verdiestimat. Derfor vil vi se på hvordan endringer i disse estimatene gir utslag på verdiestimatet. Vi vil foreta en sensitivitetsanalyse på drivere av avkastningskravet og budsjett drivere i fremtidsregnskapet. Dette vil hjelpe oss i å synliggjøre usikkerheten knyttet til de ulike verdi- og budsjett drivere. Først vil vi se på effekten av endringer i driverne til avkastningskravet (WACC). I sensitivitetsanalysene av budsjett drivere vil vi fokusere på tre ulike drivere, nemlig WACC, dagrater og daglige kostnader.

13.1 Sensitivitetsanalyse WACC

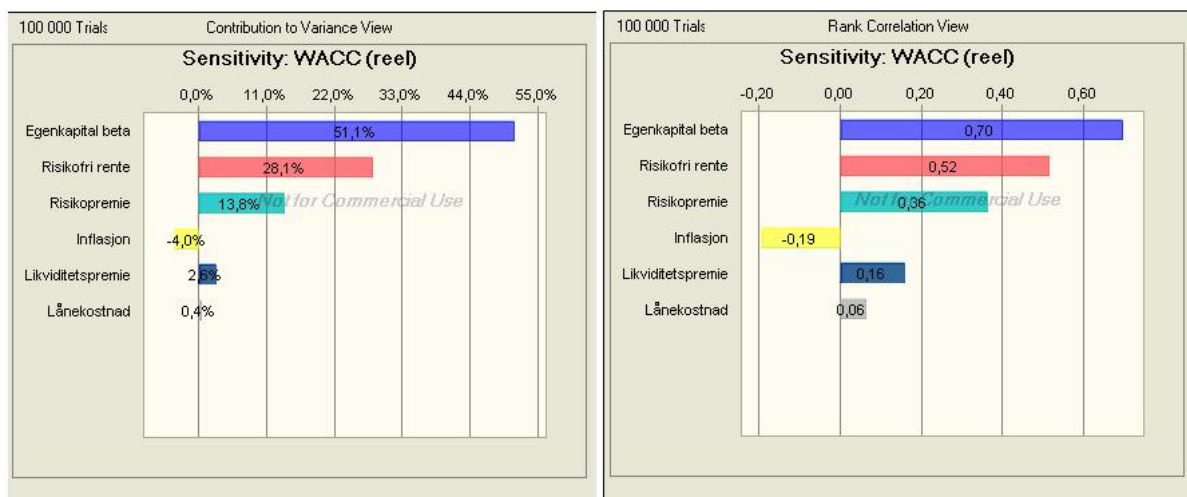
Her har vi først omgjort kritiske verdidrivere til usikre størrelser. Disse stokastiske variablene gir oss en fordeling over verdiestimatet til WACC'en (BUS425, 2007). Vi har benyttet oss av programmet Crystal Ball.



Figur 26 WACC-simulering

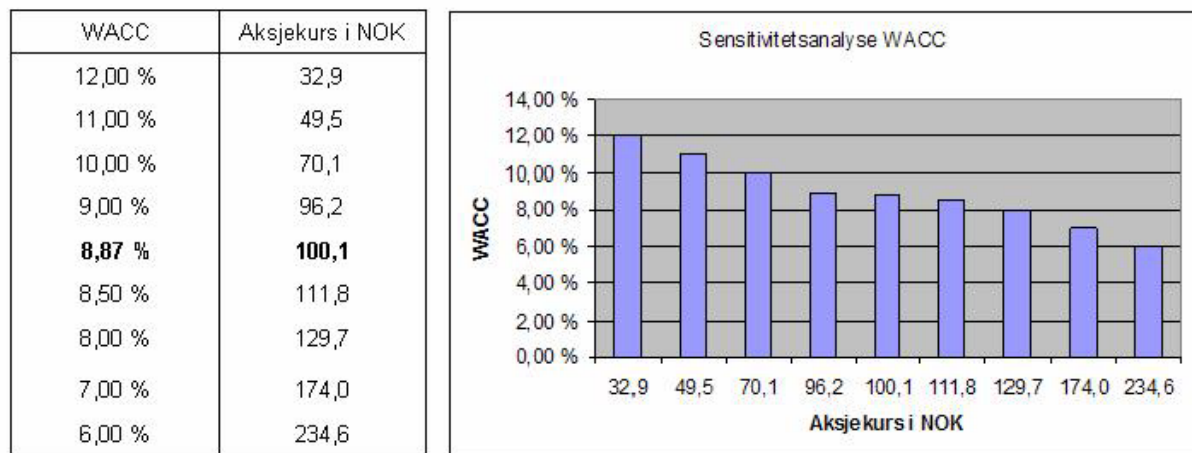
Denne figuren viser 90 % av verdiene som ble regnet ut. WACC verdien ligger da i intervallet mellom 6 % til 12 %. Gjennomsnittet ligger på 8,8 % med ett standardavvik på 1,9 %.

Figurene nedenfor viser hvor mye hver enkelt driver korrelerer med WACC'en og hvor mye de har å si for verdien av WACC. Vi legger merke til at en endring i egenkapitalbetaen vil ha en relativ stor påvirkning av verdiestimatet til WACC'en. Ved å teste dette i modellen vår finner vi at en beta verdi på 2,0 gir en aksjekurs på 41,4 NOK, mens en beta verdi på 0,5 gir en aksjekurs i NOK på 166,9 NOK. Vi ser også av figurene at den risikofrie renten og risikopremien også har en betydelig påvirkning på avkastningskravet til totalkapitalen.



Figur 27 WACC: Varians og korrelasjon

Etter å ha sett på hva som påvirker verdien på avkastningskravet (WACC), er det interessant å se på hvilke konsekvenser endringer på størrelsen av avkastningskravet vil ha å si for den estimerte aksjekursen på selskapet.

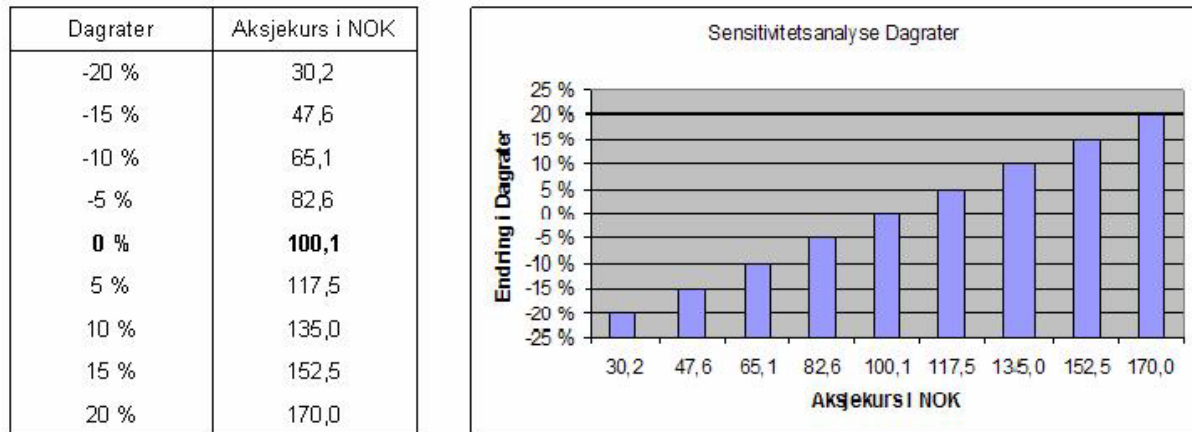


Figur 28 Sensitivitetsanalyse WACC

Ut ifra disse figurene ser vi at en endring i avkastningskravet vil utgjøre en relativ stor forskjell i aksjekursene. En WACC på rundt 10,5 % ville gitt en estimert aksjekurs som er lik den virkelige aksjekursen. Vi mener derimot at vår estimerte reele WACC er et mer sannsynlig estimat. Dette støttes blant annet av den simuleringen vi foretok. I tillegg har vi lagt til en likviditetspremie på 1 % i våre beregninger som en ekstra sikkerhet.

13.2 Sensitivitetsanalyse av dagrater

Verdien på dagratene har veldig mye å si for de årlige kontantstrømmene som plattformene genererer. Dette vil igjen si at dagratene spiller en stor rolle på verdiestimatet til aksjekursen. Dagrater er veldig korrelert med oljeprisen, og siden oljeprisen er såpass vanskelig å predikere gjør det dagratene til en veldig usikker størrelse. Fra figurene nedenfor ser vi at bare en liten prosentvis endring i dagratene er nok til å endre verdiestimatet på aksjekursen drastisk.

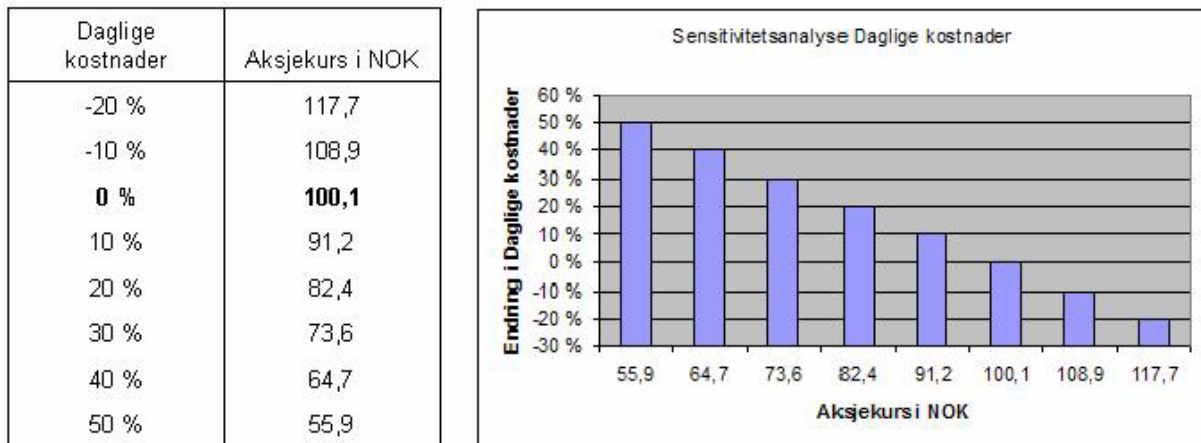


Figur 29 Sensitivitetsanalyse Dagrater

Vi har brukt beste skjønn i våres fremtidige estimat av dagratene, men ser at små endringer gir store forskjeller. Vi kan dermed konkludere med at verdiestimatet på aksjekursen er forbundet med en relativ stor usikkerhet.

13.3 Sensitivitetanalyse daglige kostnader

Det er også en viss usikkerhet knyttet til de daglige kostnadene. Man kan anta at man etter en viss tid har gjennomgått en læringsprosess som gjør at man blir i stand til å effektivisere produktiviteten og minske de daglige kostnadene. Samtidig kan usikkerheten rundt hvordan de nye plattformene vil fungere føre til at man kanskje får høyere daglige kostnader enn de vi har estimert.



Figur 30 Sensitivitetsanalyse Daglige kostnader

Fra figurene ser vi at de daglige kostnadene ikke vil ha like stor påvirkning på den estimerte aksjekursen som størrelsen på WACC og dagratene. En kostnadsøkning på 50 % vil gi en aksjekurs som er noenlunde lik den virkelige aksjekursen.

14. Konklusjon og handlestrategi

Gjennom sensitivitetsanalysene ser vi at verdiestimatet på aksjekursen er svært følsomt for endringer i budsjett drivere. Aksjekursen er avhengig av mange faktorer og kan fort endre seg dersom det skjer noe uforutsett i markedet. Vi konkluderer derfor med at vårt verdiestimat er forbundet med en relativ stor usikkerhet.

I vår kontantstrømanalyse fikk vi et verdiestimat på aksjekursen på 100,1 NOK. I sensitivitetsanalysene så vi at spesielt en endring i WACC og dagratene vil utgjøre en relativt stor rolle for vårt verdiestimat. Etter vår mening har vi vært kritiske til de ulike forutsetningene og for estimatene av WACC og dagrater har vi bevisst vært moderate. På grunnlag av dette vil vi gjøre følgende anslag på verdien av Sevan Marine:

Verdi av Sevan Marine: 95 – 105 NOK

Aksjekursen på Sevan Marine ASA på Oslo Børs er per 15.06.2007 på 58,25 NOK. Vårt verdiintervall ligger godt over verdien på Oslo Børs.

En grunn til at aksjekursen på Oslo Børs er mindre enn vårt verdiestimat er etter vår mening forbundet med risikoen ved at ingen av Sevan Marine sine FPSO'er enda har vært i produksjon og fått bevist at de funker som de skal. I avisene ser man derimot at flere analytikere har kjøpsanbefalinger på Sevan Marine. Mange tror at det vil løse for selskapet når markedet ser hva Sevan Piranema kan prestere. Sevan Marine er også inne på ti på topp listen over de selskapene med flest positive anbefalinger de siste 75 dagene fra en samlet meglerstand. Carnegie operer blant annet med en fair value verdi på 70 NOK. De estimerer samt at nye enheter vil kunne utgjøre 8 kroner aksjen (nåverdi) per enhet. (Finansavisen, Dagens Næringsliv)

Utviklingen av dagrater og oljeprisen vil ha en stor innvirkning på aksjekursen. Grunnet den gode markedssituasjonen og de positive fremtidsutsiktene ser vi for oss en positiv vekst for Sevan Marine fremover.

Vi konkluderer på grunnlag av dette at Sevan Marine er et meget bra investeringsobjekt og har en kjøpsanbefaling på aksjen.

15. Kilder

Lærebøker

Penman, Stephen H. 2007. Financial Statement Analysis and Security Valuation. 3rd ed. McGraw-Hill/Irwin, New York, NY.

Brealey, Richard A. and Stewart C. Myers (2003): Principles of Corporate Finance. 7th ed. McGraw-Hill/Irwin, Boston, Mass.

Jacobsen, E. W. & Lien, Lasse B. 2001. Ekspansjon, Gyldendal Akademisk.

Modigliani, F. & Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review 48.

Hill, C. W. L. & Jones G. R. 2001. Strategic Management Theory: An Integrated Approach. Houghton Mifflin.

Nettsteder:

Sevan Marine www.sevanmarine.com

Års- og kvartalsrapporter

Norges Bank www.norgesbank.no

Oslo Børs www.oslobors.no

International Energy Agency www.worldenergyoutlook.org

Energy Information Administration www.eia.doe.gov

R.S. Platou www.platou.com

Wikipedia www.wikipedia.org

Bloomberg www.bloomberg.com

Pareto Securities www.pareto.no

Bankrate www.bankrate.com

Finansavisen	www.hegnar.no
Dagens Næringsliv	www.dn.no
Answers	www.answers.com
Offshore	www.offshore.no
WTRG Economics	www.wtrg.com
Crystal Ball	www.decisioneering.com

Forelesningsnotater:

Kinserdal, Finn.: BUS425 – Regnskapsanalyse og Verdsettelse, vår 2007

Stensaker, Inger & Ims, Knut.: STR210 – Foretaksstrategi og Etikk, vår 2005

16. Appendiks

16.1 Riggtyper

	Semi	FPSO	TLP	SPAR	Sevan
					
Pro's	<ul style="list-style-type: none"> • Drilling equipment (some) • Deck space • Large no. of risers • Good motions 	<ul style="list-style-type: none"> • Storage capacity • Deck space • Deep water • Flexibility (re-use) 	<ul style="list-style-type: none"> • Drilling equipment • Well access • Traditional steel risers • Track record 	<ul style="list-style-type: none"> • Drilling equipment • Well access • Traditional steel risers • Deep water 	<ul style="list-style-type: none"> • Low construction cost • No turret and swivel • Storage capacity • Drilling and well compl. • Large number of risers • High deck load cap. • Good motions • Deep water
Con's	<ul style="list-style-type: none"> • Limited storage capacity • Costly risers • Limited well access • Limited deck load 	<ul style="list-style-type: none"> • Costly risers • Limited no. of risers • No well access 	<ul style="list-style-type: none"> • No storage • Expensive design • Limited depth • Limited deck load 	<ul style="list-style-type: none"> • Limited storage • Not for harsh environment • Limited no. of risers • Limited deck load 	<ul style="list-style-type: none"> • Limited well access in harsh environment • Pre-qualified - but no units delivered yet

Figur 31 Ulike offshore-rigger (Kilde: Sevan Marine)

Semi - En semisubmersible er en type rigg som brukes i offshore drilling og kalles også for halvt nedsenkbare rigger. Denne typen rigger dukket opp da man fikk behov for utstyr som kunne operere på dypere vann enn de tradisjonelle stasjonære plattformene. Under denne kategorien faller også de svært vanlige jack-up riggene.

FPSO - A Floating Production, Storage and Offloading vessel. En FPSO er en type flytende tanksystem som er laget for å ta inn, behandle og lagre olje og gass frem til denne kan bli sendt videre til land med enten rørledninger eller tankskip. En FSO er et tilsvarende system, men uten muligheten til å behandle olje og gassen.

Tension Leg Platforms – Tension-leg platform er en type flytende plattform som er ankret opp vertikalt til ”beina” som er festet til skroget under vann. Den er velegnet for operasjoner på store dyp.

SPAR - En Spar Plattform består av en vertikal sylinder med et fastmontert dekk på oversiden. Skroget er ankret til havbunnen med en rekke vaiere.

16.2 Kontantstrøm til riggene

Beregning av kontantstrømmer (FCFF)

WACC	8,9 %										
Dagrate	100000	115000	165000	203000	402000	230000					
Økning prosentvis i dagrate	1 %	2 %									
Kostnad pr dag	33000	45000	40000	125000							
Årlig kostnadsøkning	2 %										
Byggekostnad (mUSD)		270,0	650,0	320,0							
Vedlikeholdskostnader	1 %	2,7	6,5	3,2							
Avskrivningsperiode	25										
Skatt	28 %										
Driftsdager	365										
Diskonteringstid		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Diskonteringsfaktor	1,00	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,51	0,47	0,43
Justering til mUSD	1000000										
Justering eierandel Hummingbird	80 %										

Sevan Piranema	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	18,3	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5
Driftskostnader	-7,4	-15,0	-15,2	-15,5	-15,7	-16,0	-16,3	-16,5	-16,8	-17,1	-17,4
EBITDA	10,9	21,5	21,3	21,0	20,8	20,5	20,2	20,0	19,7	19,4	19,1
Avskrivninger	-5,4	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8
EBIT	5,5	10,7	10,5	10,2	10,0	9,7	9,4	9,2	8,9	8,6	8,3
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	-54,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	-43,1	21,5	21,3	21,0	20,8	20,5	20,2	20,0	19,7	19,4	19,1
FCF neddiskontert	-43,1	19,8	17,9	16,3	14,8	13,4	12,2	11,0	10,0	9,0	8,2

Sevan Hummingbird	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	16,8	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6
Driftskostnader	-7,7	-15,6	-15,8	-16,1	-16,4	-16,7	-17,0	-17,3	-17,6	-17,9	-18,2
EBITDA	9,1	18,0	17,7	17,5	17,2	16,9	16,6	16,3	16,0	15,7	15,4
Avskrivninger	-4,3	-8,6	-8,6	-8,6	-8,6	-8,6	-8,6	-8,6	-8,6	-8,6	-8,6
EBIT	4,8	9,4	9,1	8,8	8,6	8,3	8,0	7,7	7,4	7,1	6,8
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	-54,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	-44,9	18,0	17,7	17,5	17,2	16,9	16,6	16,3	16,0	15,7	15,4
FCF neddiskontert	-44,9	16,5	15,0	13,5	12,2	11,1	10,0	9,0	8,1	7,3	6,6

Sevan # 4	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	30,1	60,2	60,2	60,2	60,2	60,2	60,2	60,2	60,2
Driftskostnader	0,0	0,0	-9,6	-19,5	-19,8	-20,1	-20,5	-20,8	-21,2	-21,6	-21,9
EBITDA	0,0	0,0	20,6	40,8	40,4	40,1	39,7	39,4	39,0	38,7	38,3
Avskrivninger	0,0	0,0	-5,4	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8
EBIT	0,0	0,0	15,2	30,0	29,6	29,3	28,9	28,6	28,2	27,9	27,5
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	-67,5	-135,0	-67,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	-67,5	-135,0	-47,0	40,8	40,4	40,1	39,7	39,4	39,0	38,7	38,3
FCF neddiskontert	-67,5	-124,0	-39,6	31,6	28,8	26,2	23,9	21,7	19,8	18,0	16,4

Sevan # 3	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	37,0	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1
Driftskostnader	0,0	-8,7	-17,6	-17,9	-18,2	-18,5	-18,8	-19,1	-19,5	-19,8	-20,1
EBITDA	0,0	28,4	56,5	56,2	55,9	55,6	55,3	55,0	54,6	54,3	53,9
Avskrivninger	0,0	-5,4	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8
EBIT	0,0	23,0	45,7	45,4	45,1	44,8	44,5	44,2	43,8	43,5	43,1
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	-135,0	-67,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	-135,0	-39,1	56,5	56,2	55,9	55,6	55,3	55,0	54,6	54,3	53,9
FCF neddiskontert	-135,0	-35,9	47,7	43,6	39,8	36,3	33,2	30,3	27,7	25,3	23,1

Sevan Driller	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7
Driftskostnader	0,0	0,0	-52,1	-53,0	-54,0	-54,9	-55,9	-56,9	-57,9	-58,9	-60,0
EBITDA	0,0	0,0	94,6	93,7	92,8	91,8	90,8	89,9	88,8	87,8	86,8
Avskrivninger	0,0	0,0	-26,0	-26,0	-26,0	-26,0	-26,0	-26,0	-26,0	-26,0	-26,0
EBIT	0,0	0,0	68,6	67,7	66,8	65,8	64,8	63,9	62,8	61,8	60,8
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	-216,7	-433,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	-216,7	-433,3	94,6	93,7	92,8	91,8	90,8	89,9	88,8	87,8	86,8
FCF neddiskontert	-216,7	-398,0	79,8	72,6	66,0	60,0	54,6	49,6	45,0	40,9	37,1

Sevan # 5	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	42,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0
Driftskostnader	0,0	0,0	-9,6	-19,5	-19,8	-20,1	-20,5	-20,8	-21,2	-21,6	-21,9
EBITDA	0,0	0,0	32,4	64,5	64,2	63,8	63,5	63,1	62,8	62,4	62,0
Avskrivninger	0,0	0,0	-5,4	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8	-10,8
EBIT	0,0	0,0	27,0	53,7	53,4	53,0	52,7	52,3	52,0	51,6	51,2
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	-67,5	-135,0	-67,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	-67,5	-135,0	-35,1	64,5	64,2	63,8	63,5	63,1	62,8	62,4	62,0
FCF neddiskontert	-67,5	-124,0	-29,6	50,0	45,7	41,7	38,1	34,8	31,8	29,0	26,5

Sevan # 6	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	0,0	42,8	85,6	85,6	85,6	85,6	85,6	85,6	85,6
Driftskostnader	0,0	0,0	0,0	-10,0	-20,3	-20,6	-21,0	-21,3	-21,7	-22,1	-22,4
EBITDA	0,0	0,0	0,0	32,8	65,3	65,0	64,7	64,3	63,9	63,6	63,2
Avskrivninger	0,0	0,0	0,0	-6,4	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	26,4	52,5	52,2	51,9	51,5	51,1	50,8	50,4
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	0,0	-80,0	-160,0	-80,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	0,0	-80,0	-160,0	-47,2	65,3	65,0	64,7	64,3	63,9	63,6	63,2
FCF neddiskontert	0,0	-73,5	-135,0	-36,5	46,5	42,5	38,8	35,5	32,4	29,6	27,0

Sevan # 7	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	0,0	42,8	85,6	85,6	85,6	85,6	85,6	85,6	85,6
Driftskostnader	0,0	0,0	0,0	-10,0	-20,3	-20,6	-21,0	-21,3	-21,7	-22,1	-22,4
EBITDA	0,0	0,0	0,0	32,8	65,3	65,0	64,7	64,3	63,9	63,6	63,2
Avskrivninger	0,0	0,0	0,0	-6,4	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	26,4	52,5	52,2	51,9	51,5	51,1	50,8	50,4
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	0,0	-80,0	-160,0	-80,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	0,0	-80,0	-160,0	-47,2	65,3	65,0	64,7	64,3	63,9	63,6	63,2
FCF neddiskontert	#REF!	-73,5	-135,0	-36,5	46,5	42,5	38,8	35,5	32,4	29,6	27,0

Sevan # 8	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	0,0	0,0	43,7	87,3	87,3	87,3	87,3	87,3	87,3
Driftskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,1	-20,6	-21,0	-21,3	-21,7	-22,1	-22,4
EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	33,5	66,7	66,4	66,0	65,6	65,3	64,9
Avskrivninger	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,4	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	27,1	53,9	53,6	53,2	52,8	52,5	52,1
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-80,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-46,5	66,7	66,4	66,0	65,6	65,3	64,9
FCF neddiskontert	0,0	0,0	-67,5	-124,0	-33,1	43,6	39,9	36,4	33,3	30,4	27,7

Sevan # 9	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	0,0	0,0	43,7	87,3	87,3	87,3	87,3	87,3	87,3
Driftskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,1	-20,6	-21,0	-21,3	-21,7	-22,1	-22,4
EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	33,5	66,7	66,4	66,0	65,6	65,3	64,9
Avskrivninger	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,4	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	27,1	53,9	53,6	53,2	52,8	52,5	52,1
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-80,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-46,5	66,7	66,4	66,0	65,6	65,3	64,9
FCF neddiskontert	0,0	0,0	-67,5	-124,0	-33,1	43,6	39,9	36,4	33,3	30,4	27,7

Sevan # 10	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	44,1	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2
Driftskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,3	-21,0	-21,3	-21,7	-22,1	-22,4
EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,8	67,2	66,9	66,5	66,1	65,8
Avskrivninger	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,4	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,4	54,4	54,1	53,7	53,3	53,0
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-80,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-46,2	67,2	66,9	66,5	66,1	65,8
FCF neddiskontert	0,0	0,0	0,0	-62,0	-113,9	-30,2	40,4	36,9	33,7	30,8	28,1

Sevan # 11	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	44,1	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2
Driftskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,3	-21,0	-21,3	-21,7	-22,1	-22,4
EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,8	67,2	66,9	66,5	66,1	65,8
Avskrivninger	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,4	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,4	54,4	54,1	53,7	53,3	53,0
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-80,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-46,2	67,2	66,9	66,5	66,1	65,8
FCF neddiskontert	0,0	0,0	0,0	-62,0	-113,9	-30,2	40,4	36,9	33,7	30,8	28,1

Sevan # 12	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	44,5	89,1	89,1	89,1	89,1
Driftskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,5	-21,3	-21,7	-22,1	-22,4
EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	34,1	67,8	67,4	67,0	66,7
Avskrivninger	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,4	-12,8	-12,8	-12,8	-12,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,7	55,0	54,6	54,2	53,9
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	0,0	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-80,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	0,0	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-45,9	67,8	67,4	67,0	66,7
FCF neddiskontert	0,0	0,0	0,0	0,0	-56,9	-104,6	-27,6	37,4	34,2	31,2	28,5

Sevan # 13	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,0	90,0	90,0	90,0
Driftskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,7	-21,7	-22,1	-22,4
EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	34,3	68,3	67,9	67,5
Avskrivninger	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,4	-12,8	-12,8	-12,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,9	55,5	55,1	54,7
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-80,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-45,7	68,3	67,9	67,5
FCF neddiskontert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-52,3	-96,1	-25,2	34,6	31,6	28,9

Sevan # 14	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,4	90,9	90,9
Driftskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,8	-22,1	-22,4
EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	34,6	68,8	68,4
Avskrivninger	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,4	-12,8	-12,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	28,2	56,0	55,6
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-80,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-45,4	68,8	68,4
FCF neddiskontert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-48,0	-88,3	-23,0	32,0	29,3

Sevan # 15	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,9	91,8
Driftskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,0	-22,4
EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	34,9	69,4
Avskrivninger	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,4	-12,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	28,5	56,6
Endring arbeidskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleggsinvesteringer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-80,0	0,0
Free Cash Flow to SSP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-80,0	-160,0	-45,1	69,4
FCF neddiskontert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-44,1	-81,1	-21,0	29,6

16.3 Betaverdi

Betaverdi

SEVAN			OSEBX		
Dato	Kurs	Avkastning	Dato	Kurs	Avkastning
30.12.2004	8,98		30.12.2004	236,70	
31.01.2005	13,87	0,54454	31.01.2005	242,47	0,02438
28.02.2005	17,38	0,25306	28.02.2005	260,06	0,07255
31.03.2005	16,21	-0,06732	31.03.2005	256,27	-0,01457
29.04.2005	14,94	-0,07835	29.04.2005	243,53	-0,04971
31.05.2005	15,14	0,01339	31.05.2005	258,37	0,06094
30.06.2005	17,58	0,16116	30.06.2005	283,41	0,09692
29.07.2005	20,51	0,16667	29.07.2005	298,56	0,05346
31.08.2005	31,15	0,51877	31.08.2005	315,97	0,05831
30.09.2005	29,59	-0,05008	30.09.2005	328,16	0,03858
31.10.2005	26,07	-0,11896	31.10.2005	302,22	-0,07905
30.11.2005	28,91	0,10894	30.11.2005	314,23	0,03974
30.12.2005	29,88	0,03355	30.12.2005	332,51	0,05817
31.01.2006	32,23	0,07865	31.01.2006	355,20	0,06824
28.02.2006	36,13	0,12101	28.02.2006	366,06	0,03057
31.03.2006	44,30	0,22613	31.03.2006	396,30	0,08261
28.04.2006	45,00	0,01580	28.04.2006	407,02	0,02705
31.05.2006	40,00	-0,11111	31.05.2006	381,43	-0,06287
30.06.2006	37,90	-0,05250	30.06.2006	376,44	-0,01308
31.07.2006	33,80	-0,10818	31.07.2006	380,99	0,01209
31.08.2006	33,50	-0,00888	31.08.2006	382,17	0,00310
29.09.2006	34,50	0,02985	29.09.2006	371,59	-0,02768
31.10.2006	34,90	0,01159	31.10.2006	402,69	0,08369
30.11.2006	33,70	-0,03438	30.11.2006	412,99	0,02558
29.12.2006	34,00	0,00890	29.12.2006	440,36	0,06627
31.01.2007	37,00	0,08824	31.01.2007	460,74	0,04628
28.02.2007	40,50	0,09459	28.02.2007	440,59	-0,04373
30.03.2007	53,50	0,32099	30.03.2007	461,30	0,04701
30.04.2007	55,75	0,04206	30.04.2007	477,61	0,03536
31.05.2007	56,75	0,01794	31.05.2007	496,26	0,03905
Gjennomsnitt avkastning		0,07676			0,02687
Kovarians (SEVAN, OSEBX)					0,00337
Volatilitet OSEBX					0,00211
Betaverdi					1,60