

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2008

Siviløkonomutredning i finans

Veileder: Per Ivar Gjærum

subsea 7

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse



av

Åsta L. Kristiansen

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjennelsen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er fremkommet i arbeidet.

SAMMENDRAG

Denne oppgaven inneholder en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av selskapet Subsea 7 Inc. Formålet med oppgaven er å si noe om verdiene som ligger i markedet utover slutten av et investeringsprogram som avsluttes i 2009. Verdsettelsen er basert på en fundamental verdsettelse, og verdiestimatet blir vurdert opp mot aksjekursen på Oslo Børs per 30.05.2008.

Opgaven starter med en presentasjon av selskapet og bransjen selskapet tilhører. Deretter kartegges selskapets strategiske posisjon gjennom en grundig ekstern- og internanalyse. På bakgrunn av informasjonen som fremkommer her, vil dette gi grunnlag for å si noe om hvordan verdiene i selskapet vil utvikle seg. Det utarbeides det et budsjett for 2 år fremover med tilhørende rentabilitetskrav og avkastningskrav.

Verdien av egenkapitalen for de to budsjetterte årene regnes ut og det gir en VEK per 30.05.2008 på 42 NOK. Dette tilsier at hele 104 NOK av kursen på 146 NOK på Oslo Børs per 30.05.2008 representerer inntjening i markedet utover investeringsperioden.

Deretter antas det fremtidige verdier for egenkapital, nettoresultat til egenkapitalen, egenkapitalrentabilitet, egenkapitalkrav og egenkapitalvekst frem mot 2012. Etter dette tidspunktet antas det verdier for konstant vekst. Jeg kommer frem til et estimat om at ca 2 714 842 000 USD ligger i markedet utover år 2009 per 30.05.2008 for selskapet Subsea 7.

FORORD

Denne oppgaven er skrevet innenfor fordypningsområdet finans, og er siste ledd i siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole i Bergen. Den tar for seg en strategisk analyse og regnskapsanalyse for å verdsette det børsnoterte selskapet Subsea 7 Inc.

Oppgaven tar utgangspunkt i kurset BUS 425- Regnskapsanalyse og verdsettelese med foreleser og førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå. Selv har jeg ikke hatt anledning til å ta dette kurset, men jeg tok et kurs i verdsettelse under mitt studieopphold ved ESSEC i Paris. Etter tips fra min veileder, valgte jeg å følge de grundige forelesningsnotatene i BUS425. Det har vært til stor hjelp underveis i oppgaven.

Grunnen til at jeg valgte å verdsette et selskap som Subsea 7 er flere. Etter å ha vært sommerintern for selskapet Teekay Marine Services i Grimstad, ble jeg kjent med flere fra Subsea 7 som holder til i samme kontorbygning som Teekay. Allerede da jeg jobbet der merket jeg det store fokuset selskapet fikk for sine store investeringer og økning i aksjekurs. Jeg ble nyskjerrig på selskapet, og har fulgt med på utviklingen det har hatt de siste årene. Subsea 7 er i en spennende bransje hvor det meste avhenger av oljepris, teknologi og kompetent arbeidskraft. Selv om fordypningen min er finans, synes jeg det gir mer mening til tallene som fremkommer dersom det ligger en grundig analyse bak. En verdsettelsesoppgave av nettopp Subsea 7 ble derfor et naturlig valg.

Oppgaven har vært veldig interessant og lærerik, men også krevende med full jobb i tillegg. Underveis i oppgaven har jeg fått god hjelp og informasjon fra en rekke personer. En spesiell takk vil jeg gi til min nåværende sjef Tormod Nyberg, som har gitt meg god veiledning og tid til å jobbe med denne oppgaven. Ellers vil jeg takke Geir Helge Heggland og Claire Strachan hos Subsea 7 for all informasjon og svar. Til slutt vil gi en stor takk til min veileder Per Ivar Gjørum som har gitt meg tips og veiledning helt til siste slutt.

Oslo, juni 2008

Åsta L. Kristiansen

INNHOLDSFORTEGNELSE

SAMMENDRAG	1
FORORD	2
1.0 INNLEDNING	5
1.1 Målsentning.....	5
1.2 Avgrensing.....	5
1.3 Struktur i oppgaven.....	6
2.0 PRESENTASJON AV VIRKSOMHET OG BRANSJE	7
2.1 Fakta om virksomheten.....	7
2.2 Fakta om bransjen.....	15
2.1.1 Etterspørselen etter support vessels	18
2.1.2 Markedet for skip.....	22
3.0 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	27
3.1 Valg av hovedteknikk	27
3.2 Fundamental verdsettelse.....	29
4.0 STRATEGISK ANALYSE	30
4.1 Rammeverk for strategisk analyse.....	30
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse.....	31
4.2.1 Makro- trendanalyse.....	31
4.2.2 Porter's fem krefter modell.....	33
4.3 Oppsummering av eksternanalyse.....	41
4.4 Intern analyse – styrker og svakheter.....	41
4.5 Oppsummering av internanalyse.....	46
4.6 Oppsummering og konklusjon av strategisk analyse.....	47
5.0 REGNSKAPSANALYSE	47
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	48
5.2 Presentasjon av rapporterte tall.....	48
5.3 Omgruppering for analyse.....	51
5.4 Analyse av målefeil og justering.....	55
6.0 FREMTIDSREGNSKAP	55
6.1 Budsjettering til budsjetthorisonten.....	56
7.0 AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN	61
7.1 Kapitalverdimodellen, CAPM.....	61
7.2 Analyse av vekst og lønnsomhet til egenkapitalen.....	65
8.0 VERDSETTELSE ETTER EGENKAPITALMETODEN	66
8.1 Utrekning av verdiesimatet for egenkapitalen	66
8.2 Konklusjon.....	68
9.0 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	69

10.0 KILDER.....71**FIGURLISTE**

Figur 1, Subsea 7's tre fokusområder.....	9
Figur 2, Kart over selskapsstrukturen (Prospekt Subsea 7, 28.06.07).....	10
Figur 3, Flåteoversikt per 31.12.07.....	12
Figur 4, Fordeling av inntekter 2007.....	13
Figur 5, Aksjonæroversikt per 21.april 2008(www.subsea7.com).....	14
Figur 6, Subsea 7 på Oslo Børs i perioden 11.08.2005 til 06.06.08.....	15
Figur 7, Oljeprisutvikling siste 10 år.....	19
Figur 8, Fordeling av oljeproduksjon onshore og offshore (Intsok.no, Internasjonale Offshore Aktiviteter, Norsk Offshoredag 26.05.2005).....	20
Figur 9,1 Globale Subsea Investeringer (Intsok.no, Internasjonale Offshore Aktiviteter, Norsk Offshoredag 26.05.2005).....	22
Figur 10, Nybygginger av DSV (ODS Petrodata, MIS report, mars 2007).....	23
Figur 11, Global oversikt over rørlegging (km) (ODS Petrodata, MIS report, mars 2007).....	24
Figur 12, LAYSV nybygginger (ODS Petrodata, MIS report, mars 2007).....	25
Figur 13, Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsfå, BUS425, våren 2005).....	29
Figur 14, Rammeverk for strategisk analyse, (Knivsfå, BUS425, høsten 2004).....	30
Figur 15, SWOT-modell (Knivsfå, BUS425, høsten 2004).....	31
Figur 16, Porters fem krefter (Hill & Jones, 2004).....	34
Figur 17, Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsfå, BUS425, våren 2005).....	48
Figur 18, Rammeverk for investororientert omgruppering (Knivsfå, BUS425, våren 2005).....	52
Figur 19, Utvikling av rentabilitet vs krav.	65

1.0 INNLEDNING

Aksjen til selskapet Subsea 7 Inc. har blitt handlet på Oslo Børs siden august 2005. Fra aksjen ble notert på Oslo Børs, har prisen per aksje variert mellom 60,00 NOK 157,50 NOK. I løpet av det siste året har aksjen vært priset til under 100,00 NOK kun tre ganger. Dette tilsier at aksjen har ligget i øvre del av pris-ranget den siste tiden. Fra 2005 til 2007 har Subsea 7 Inc utført et investeringsprosjekt. Dette resulterer i at selskapet i løpet av 2009 vil vokse med syv skip inkludert utstyr, samt en spolebase¹.

Problemstillingen i denne oppgaven blir å finne, etter mine beregninger, hvor store verdier som ligger i markedet før og etter 2009 i forhold til prisen på Subsea 7-aksjen på Oslo Børs per 30.05.2008.

1.1 Målsetning

Målsetningen for denne oppgaven er, basert på en strategisk regnskapsanalyse, å komme fram til en verdi på egenkapitalen per aksje for de to neste årene, for så å si noe om hvilke verdier som ligger i markedet for å best mulig å matche verdien av egenkapitalen per aksje til Subsea 7 Inc. per 30.05.2008.

1.2 Avgrensning

Jeg velger å benytte fundamental verdsettelsesteknikk og kun gi en presentasjon av denne. Jeg begrenser meg til å bare nevne andre eksisterende metoder, men jeg vil ikke gå noe dypere inn i disse.

Den andre begrensningen er at jeg har valgt en analyse periode på kun 3 år. Dette er på grunn av at selskapet kun har egne årsrapporter fra 2005, 2006 og 2007. I årene før dette var Subsea 7 Inc. bare en del av et annet selskap, før det ble skilt ut i 2005.

Når det gjelder budsjettering av fremtidige regnskapstall, har jeg valgt å kun bruke fundamental verdsettelse på 2 år fremover. Dette er en meget kort periode i forhold til det som er vanlig i verdsettelsesoppgaver. Grunnen til dette er at Subsea 7 Inc. har gjennomført et

¹ Spolebase er en fabrikk for produksjon, sveising og håndtering av rør brukt til olje-og gass industrien.

investeringsprogram som varer til 2009. Jeg har derfor valgt å se på verdiene i tiden før investeringsprogrammet er fullført ved hjelp av fundamental verdsettelse. Verdien etter dette blir regnet ut på bakgrunn av antakelser jeg gjør av egenkapital, netto resultat til egenkapitalen, egenkapitalrentabilitet-og krav. Denne verdien blir utregnet helt mot slutten av oppgaven.

Subsea 7 Inc. kunngjorde 28. april 2008 en investering i et nytt skip som vil entre flåten i tredje kvartal 2010. I tillegg annonserte de 5.mai at de skulle investere i en spolebase i Texas. Begge disse investeringen er holdt utenfor i denne oppgaven.(www.subsea7.com)

1.3 Struktur i oppgaven

Jeg baserer store deler av oppgaven på forelesningsnotatene til kurset BUS 425- Regnskapsanalyse og verdsettelse med foreleser og førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå. Siden jeg ikke har tatt kurset selv, velger jeg å ikke ta med alle momentene dette kurset går igjennom. Jeg har valgt ut det jeg mener er nødvendig for å få til denne oppgaven.

Oppgaven deles inn i 3 hoveddeler. Den første delen inneholder en omfattende beskrivelse av selskapet og bransjen. Dette er med tanke på å gi leseren forståelse av den litt spesielle bransjen som selskapet opererer i, men også skape en bedre forståelse av de valgene jeg har gjort underveis i oppgaven. Her velger jeg også hva slags verdsettelsesteknikk som skal benyttes i oppgaven. Deretter blir det foretatt en grundig strategisk analyse hvor jeg kartlegger hva som kan være grunnlaget for at selskapet har en eventuell superprofitt.

I del nummer to foretar jeg en strategisk regnskapsanalyse. Basert på den strategiske analysen kan jeg si noe om hvordan verdiene i regnskapet vil se ut i fremtiden. Jeg lager et fremtidsbudsjett ved hjelp av anagelsene om hvordan ulike budsjett drivere vil utvikle seg femover.

Oppgaven avsluttes med å se på kravet til egenkapitalen, for så å regne ut verdien av egenkapitalen per aksje per 30.05.2008 både før og etter investeringsperioden. Jeg konkluderer med å si noe om hvilke verdier som ligger i markedet før og etter 2009, og hvor mye det utgjør av kursen på Oslo Børs per 30.05.2008.

2.0 PRESENTASJON AV VIRKSOMHET OG BRANSJE

Jeg vil her gi en presentasjon av selve selskapet Subsea 7 Inc. for så å gi en presentasjon av bransjen selskapet tilhører.

2.1 Fakta om virksomheten

Subsea 7 Inc. (heretter kalt Subsea 7) opererer innenfor servicenæringen til den globale olje- og gassindustrien. Selskapet tilbyr tjenester innenfor bransjen subsea services, altså undervannstjenester, og er et av verdens ledende selskap innen utvikling og konstruksjon av undersjøiske anlegg for produksjon av olje og gass. (www.subsea7.com)

Selskapet er registrert på Caymen Islands, men har sitt hovedkontor i Aberdeen i Skottland. Subsea 7 har også kontorer og aktiviteter i Norge, UK, Nederland, Brasil, Nigeria, Angola, Singapore, Australia og USA. På verdensbasis har selskapet i overkant av 5000 ansatte, onshore og offshore.

Subsea 7 opererer, per januar 2008, 17 multi purpose, høyt spesialiserte dynamisk posisjonerte (DP)² fartøyer som er i stand til å foreta rørlegging, dypvannskonstruksjon, dykking og undervannsundersøkelser. Åtte av disse fartøyene eies av Subsea 7, mens de resterende ni er chartret inn på lang eller mellomlang sikt. Subsea 7 har også verdens nest største flåte av fjernstyrte undervannsfartøyer (ROV)³. Denne er skilt ut i en egen divisjon kalt "iTech⁷", og ROV-flåten består av over 100 høyt spesialiserte fartøyer. Subsea 7 har også en divisjon kalt "Veripos". De leverer DP-løsninger og software internt, men også til eksterne kunder i olje- og gassindustrien. Subsea 7 driver også 5 spolebaser og fabrikker på land for produksjon, sveising og håndtering av rørledninger. (Subsea 7 Annual Report 2007)

Et investeringsprosjekt ble satt igang for perioden 2005-2007 for å styrke porteføljen av skip, utstyr og fabrikker i selskapet. Subsea 7 har investert i syv helt nye skip med tilpasset utstyr og en ny spolebase, hvor tre av skipene eies av selskapet og fire er leid inn på lengre sikt. Tre

² Dynamisk posisjonerte (DP) skip betyr at skipene har et datastyrt kontrollsystem som gjør at de kan opprettholde sin eksakte posisjon til tross for vær og vind. Dette systemet brukes istedenfor ankerfeste. (www.wikipedia.org)

³ ROV = Remotely Operated Vehicle. Fjernstyrte undervannsfartøy som utfører dykkerløse operasjoner.

av skipene entret flåten i 2007, tre kommer til å entre flåten i løpet av 2008 sammen med spolebasen, og ett skip er ventet i 2009. Flåten ventes å bli på totalt 21 skip i slutten av 2009. (Subsea 7 Annual Report 2007)

Historie

Subsea 7 Inc. er utviklet gjennom selskapet DSND (Det Søndenfjelds-Norske Damskibsselskap ASA). DSND ble opprettet i 1854 og drev da med shipping, passasjer- og fergetransport mellom Norge og Hamburg. I 1964 sluttet DSND med passasjertransport, men fortsatte med fokus på shipping og investeringer innenfor dette området. Gjennom nittitallet ble investeringene mer og mer rettet mot offshore- og oljerelatert virksomhet.

I 2002 ønsket DSND å skille ut all undervannsaktivitet og relaterte tjenester i Subsea 7 Holding Inc. Dette selskapet ble opprettet som et joint venture selskap i 2002, der 50% var eid av DSND og 50% av Halliburton. DSND skiftet navn til Siem Offshore Inc. i 2004 og kjøpte opp Halliburton sin 50%-eierandel i Subsea 7. I en restrukturering i 2005 ble Subsea 7 og Siem Offshore delt opp i henholdsvis undervanns- og ikke undervannsaktiviteter. Første handelsdag for Subsea 7- aksjer på Oslo Børs var 11. august 2005 under tickerkodens SUB.

Subsea 7 har i løpet av de siste tre årene klart å inngå flere viktige avtaler. I 2005 signerte selskapet en unik partneravtale med Venture Production plc, en olje-og gass produsent, som utgjør et samarbeid utover vanlige subsea-kontrakter. I juli 2006 inngikk Subsea 7 en joint venture avtale med Technip for arbeid i området Asia Pacific. Navnet på selskapet er Technip Subsea Asia Pasific Pty Ltd. Samme året kjøpte Subsea 7 opp selskapet Petrology for å styrke sin evne innenfor rørkonstruksjons-teknologi. (www.subsea7.com)

Verdier, visjon og strategi

Fem ord som forklarer Subsea 7's verdier:

Safe:

Selskapet vil ikke se noen skadet eller såret gjennom deres anstrengelser for Subsea 7. Det er unngåelig, unødvendig og moralsk uakseptabelt.

Clean:

Selskapet vil minimalisere innvirkningen av deres aktiviteter på miljøet ved å tilstrebe en kontinuerlig forbedring av miljøhensyn i utførelsen av tjenester.

Smart:

Suksess vil komme gjennom å tilegne selskapets kollektive intelligens som nødvendiggjør utvikling av mennesker gjennom trening, innovasjon i tenkning og søk etter ny teknologi.

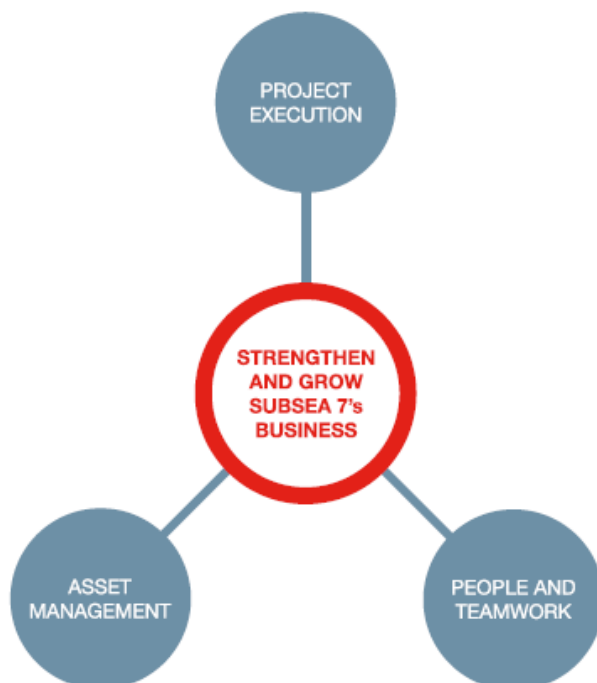
Fair:

For å holde oppe businessen, må folk arbeide sammen. Å behandle kunder, kolleger og underleverandører rettferdig, vil bygge tillit og dermed gi suksess.

Anywhere:

Selskapet er globalt. Veksten vil komme fra forståelse av de forskjellige markedene og oppmuntre til nye lokaliseringer.

Strategien til selskapet er å holde et sterkt fokus på de tre områdene; mennesker og samarbeid, forvaltning av egne midler og prosjektutførelse.



Figur 1, Subsea 7's tre fokusområder

Subsea 7's mål er å bygge opp forretninger rundt en motivert og verdifull arbeidskraft, være en anerkjent leder innen sikkerhet og kvalitet, levere eksepsjonell utførelse med tilpassede tekniske løsninger og skape varige verdier for alle sine aksjonærer. Gjennom dette ønsker de å oppnå selskapets visjon som er å være den foretrukne samarbeider, ”Subsea partner of choice”, innenfor en utfordrende og spennende olje- og gassindustri. (www.subsea7.com)

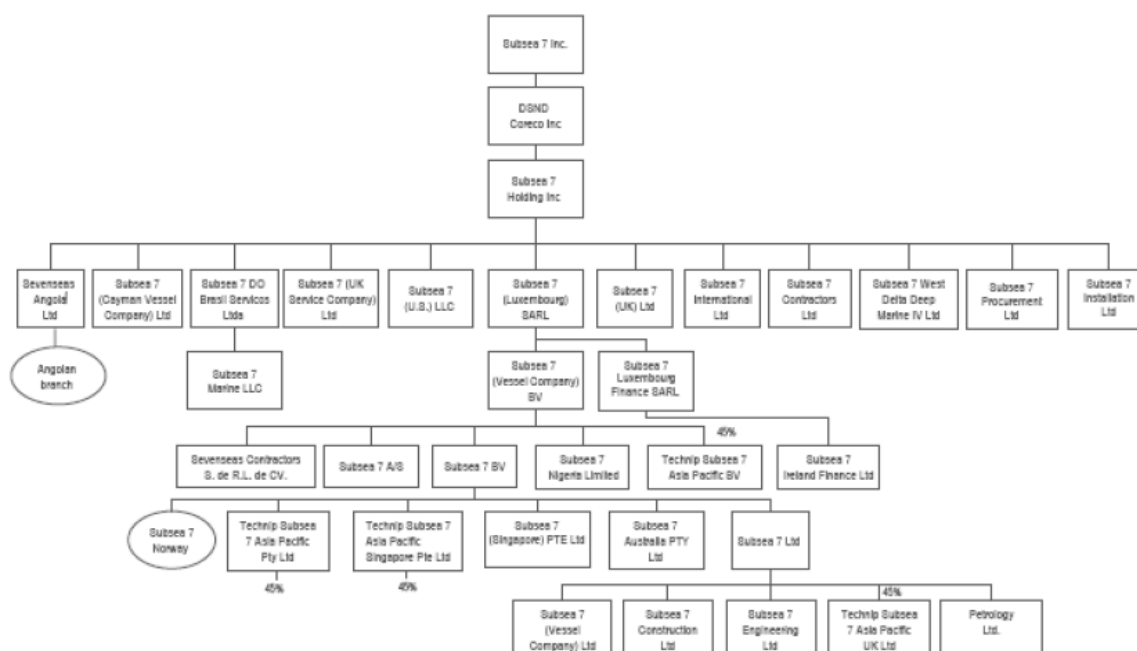
Selskapsstruktur

Subsea 7 Inc. er morselskapet til det som kalles Subsea 7 Group (heretter kalt gruppen).

Subsea 7 Inc. er et rent holdingselskap uten noen form for operasjonelle aktiviteter.

Aktivitetene finner sted i andre enheter innenfor gruppen. For å klare å betjene gjelden er Subsea 7 Inc. avhengig av interne lån og dividendeutbetalinger fra sine datterselskap.

Selskapene i gruppen er enten holdingselskap, selskap som eier kun eiendeler, kontraktselskap, selskap med ansvar for ansettelse eller hybrider av de ulike kategoriene. Med unntak av selskapene som relateres til joint venture-selskapet Technip Subsea Asia Pacific, er alle datterselskapene 100% eid av morselskapet. (Prospekt Subsea 7, 28.06.07) Under vises selskapsstrukturen til Subsea 7 per juni 2007.



Figur 2, Kart over selskapsstrukturen (Prospekt Subsea 7, 28.06.07)

Virksomhetsområde

Subsea 7 tilbyr i hovedsak undervannstjenester som inngår i fasene feltutvikling og – vedlikehold innen olje –og gassindustrien. Kjerneområdet til Subsea 7 kan inndeles i to sektorer. Disse sektorene er det man i bransjen kaller SURF og IRM. Subsea 7 har mest aktivitet innenfor SURF(Subsea Umbilical, Riser and Flowline) sektoren. (Claire Strachan Subsea 7) Denne tar for seg tjenestene som man inngår i fasen feltutvikling. Tjenestene her omfatter, design, installasjon, legging og oppkobling av rør, rørkabler og rørsystemer. Dette er den mest krevende av de tre sektorene. IRM (Inspection, Repair and Maintenance) er også et viktig marked for Subsea 7. Levering av tjenestene innenfor IRM foregår til felt som er i produksjon og omfatter tjenester som inspeksjon, reparasjon og vedlikehold av undersjøiske anlegg. Begge sektorer benytter seg av tjenester som kartlegging av havbunn, posisjonering, dykkeroperasjoner og dykkerløse operasjoner (ROV). Disse tjenestene kategoriseres som ROV og survey support.

For å kunne utføre tjenestene opererer selskapet med egne spolebaser og ulike typer skip. Skipene kategoriseres under fellesbetegnelsen offshore support vessel (OSV). Subsea 7 er i besittelse 4 ulike typer av offshore support vessel. Disse er av typen konstruksjonsfartøy, rørleggingsfartøy, dykkerfartøy og fartøy for ROV og survey. Konstruksjonsfartøy og rørleggingsfartøy brukes for det meste innenfor SURF-sektoren, mens dykkerfartøy og ROV og survey-fartøy blir for det meste benyttet innenfor IRM-sektoren. De ulike type skipene vil bli nærmere forklart under punkt 2.2. De fleste skipene er utstyrt med skreddersydde ROV'er og ROV support systemer, disse blir levert fra Subsea 7 sin egen divisjon iTech⁷.

Flåteliste

Under vises en oversikt over flåten til selskapet.

Ship	Owner	Build	DP	Main activity
Skandi Navica	Offshore ASA	1999	Yes	Pipelay
Kommandor 3000	Subsea 7	1984	Yes	Pipelay
Lochnagar	Subsea 7	1982	Yes	Pipelay
Subsea7 Viking	Eidesvik	1999	Yes	Construction
Skandi Neptune	Offshore ASA	2001	Yes	Construction
Toisa Perseus	Sealion	1998	Yes	Construction
Seven Pelican	Subsea 7	1986	Yes	Diving Support
Rockwater 1	Subsea 7	1983	Yes	Diving Support
Rockwater 2	Subsea 7	1983	Yes	Diving Support
Toisa Polaris	Sealion	1999	Yes	Diving Support
KSS 2000	Subsea 7	1996	Yes	ROV/Survey support
Kommandor Subsea	Subsea 7	1986	Yes	ROV/Survey support
Amazonia	Sealion	2005	Yes	ROV/Survey support
Seisranger	Forland Rederi	1993	Yes	ROV/Survey support
Normand Seven	Chartered	2007	Yes	Pipelay
Seven Oceans	Subsea 7	2007	Yes	Pipelay
Skandi Bergen	Chartered	2007	Yes	Construction
Seven Seas	Subsea 7	2008	Yes	Construction
Skandi Seven	Chartered	2008	Yes	Construction
"Seven"	Chartered	2008	Yes	ROV/Survey support
Seven Atlantic	Subsea 7	2009	Yes	Diving Support

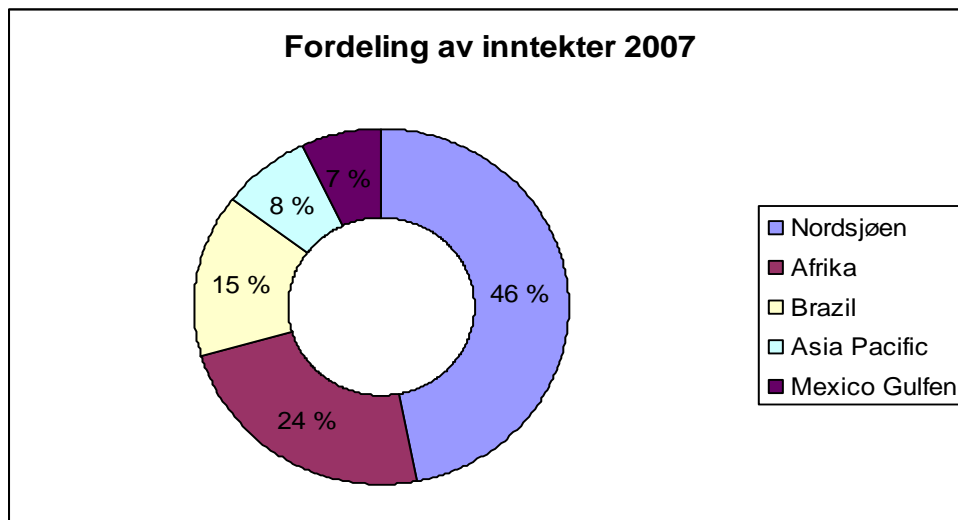
Figur 3, Flåteoversikt per 31.12.07

Skipene merket i grått er inkludert i investeringsprogrammet som ble satt i gang i 2005. Noen av skipene i programmet er fortsatt under konstruksjon. Subsea 7 opererer med en relativt ung flåte. Per 31.12.2007 var gjennomsnittsalderen på flåten 12 år.

Operasjonsområde

Det viktigste markedet for Subsea 7 er per idag Nordsjøen. Det er her de fleste inntektene kommer fra. I Nordsjøen har selskapet flere langvarige kontrakter med nøkkelpartnere som Shell, BP, StatoilHydro og Venture Production. I 2007 kom hele 46% av inntektene fra dette området.

Figuren under viser inntektfordelingen mellom de ulike geografiske markedene. Gode tider i markedet gjør at Subsea 7 fokuserer på å velge de prosjektene rundt om i verden som maksimerer selskapets ressurser og muligheter.



Figur 4, Fordeling av inntekter 2007

Subsea 7 opplever at stadig flere aktiviteter flyttes mot dypere havområder som Brasil, Mexicogulven og Afrika, men selskapet vil fortsatt ha en viktig rolle innenfor markedet på grunnere vann, som i Nordsjøen og Asia Pacific⁴, de neste årene. (Subsea 7 Annual Report 2007)

Hovedaksjonærer

Prinsippet for aksjonærforholdet i Subsea 7 er likebehandling av alle aksjonærene. Selskapet opererer kun med én klasse aksjer som er listet på Oslo Børs. Alle aksjene i Subsea 7 har fri omsettelighet, og det er ingen restriksjoner knyttet til å handle selskapets aksjer. Hver aksje representerer én stemme ved årlig generalforsamling, og hver aksje innehar lik rett til dividendeutbetaling. (Prospekt Subsea 7, 28.06.07)

⁴ Asia Pacific refererer til de deler av Øst-Asia, Sørøst-Asia og Oceania som ligger nær Stillehavet. (www.wikipedia.org)

Figuren under gir en oversikt over de 20 største aksjonærene per 21.april 2008;

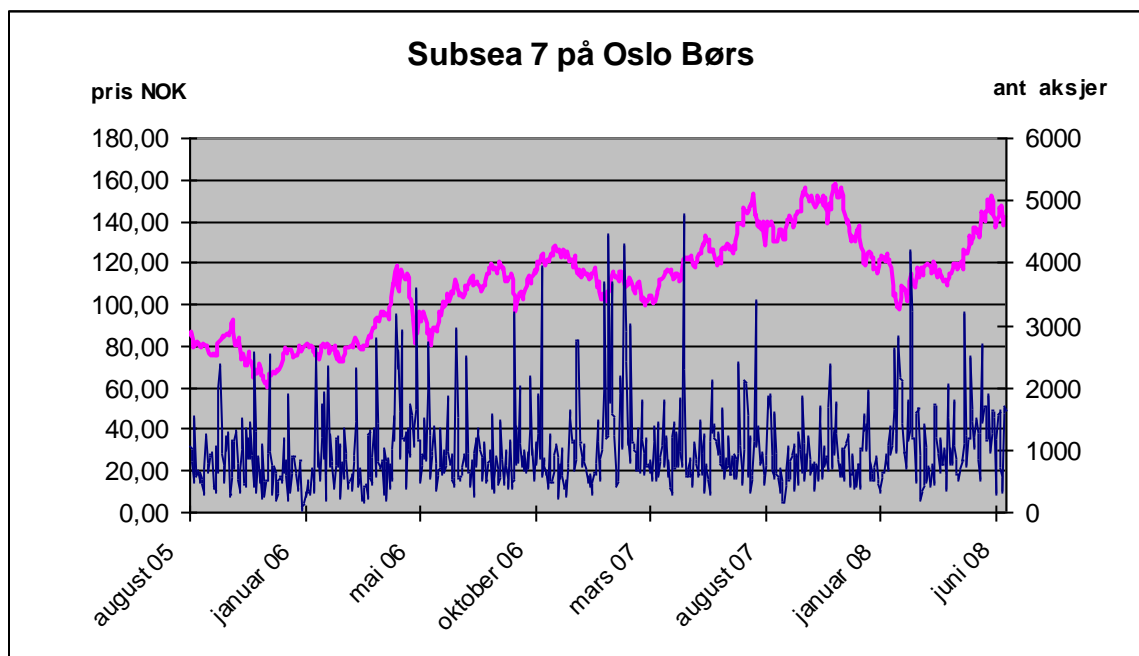
Hovedaksjonærer	Holding of Shares	Percentage
SIEM INDUSTRIES INC	36 124 145	24.6%
SIEM INDUSTRIES INC	11 000 000	7.49%
MORGAN STANLEY & CO	5 976 709	4.07%
DNB NOR BANK ASA	5 700 000	3.88%
DNB NOR BANK ASA	5 620 000	3.83%
UBS AG	5 334 337	3.63%
GOLDMAN SACHS & CO	4 320 308	2.94%
MORGAN STANLEY & CO	4 205 975	2.86%
MELLON BANK	4 179 244	2.85%
JPMORGAN CHASE BANK	3 566 633	2.43%
CREDIT SUISSE SECURITIES	2 585 611	1.76%
MP PENSJON	2 112 500	1.44%
SIEM INDUSTRIES INC	2 100 000	1.43%
CLEARSTREAM BANKING	1 994 197	1.36%
SIS SEGAINTERSETTLE	1 941 190	1.32%
BANK OF NEW YORK	1 931 239	1.32%
NORDEA BANK	1 732 167	1.18%
BROWN BROTHERS	1 339 500	0.91%
JPMORGAN CHASE BANK	1 172 300	0.8%
STATE STREET BANK	1 166 188	0.79%
Total 20 largest	104 102 243	70.89%
Others	42 747 737	29.11%
Total	146 849 980	100%

Figur 5, Aksjonæroversikt per 21.april 2008 (www.subsea7.com)

Siem Industries Inc. er største aksjonær i selskapet. Når man inkluderer aksjer som er utlånt til andre og nominert på konto hos meglerhus, er Siem Industries i besittelse av i overkant 45 % av aksjene i selskapet. Totalt antall aksjer per 31.12.2007 var 147 737 480 stk.

Subsea 7 på Oslo Børs

Figuren under viser hvordan kursutviklingen (rosa linje) til Subsea 7 har vært i perioden 11.08.2005 til 06.06.08. Den viser også antall omsatte aksjer (i 1000) for samme periode.



Figur 6, Subsea 7 på Oslo Børs i perioden 11.08.2005 til 06.06.08

Figuren viser en stigende kurs for selskapet, og gjennom det siste året har kursen ligget relativt høyt. 31. oktober 2007 nådde kursen en toppnotering på 157,50 NOK.

2.2 Fakta om bransjen

Subsea 7 leverer tjenester til de store offshore oljeselskapene verden rundt. Tjenestene selskapet leverer tilhører markedet for offshore support services. I dette markedet inngår mange ulike bransjer, blant annet bransjen for levering av subsea services, det vil si undervannstjenester. Det er denne bransjen Subsea 7 tilhører. Det er behov for slike undervannstjenester i stort sett alle de aktuelle fasene som inngår i livssyklusen for et olje- eller gassfelt, men flest oppdrag finner sted under utbygging- og produksjonsfasen. Eksempler på slike tjenester vil være undersøkelse og kartlegging av havbunnen, design, installasjon og legging av rørledninger, design og installasjon av undersjøiske anlegg, design og utvikling av undersjøiske dypvannssystemer for fortøyning, kabler, stigerør og rørledninger, vedlikehold, reparasjon, og oppkobling og avkobling til brønner.

Selskapene som tilbyr undervannstjenester opererer med ulike typer av skip går under fellesbetegnelsen offshore support vessels (OSV). Jeg vil videre kun forholde meg til den type skip som Subsea 7 har i sin flåte, for så å gi en kort presentasjon av disse.

Subsea 7 er i besittelse av 17 multi-purpose offshore support vessels. Det at Subsea 7 betegner flåten sin som multi-purpose, vil si at skipene er utstyrt slik at de kan utføre flere slags tjenester enn det type skip det er kategorisert som. I tillegg til sin opprinnelige tjenestefunksjon er de fleste skipene utstyrt med ROV systemer. De fleste nye skip på markedet idag er multi-purpose. Noen av skipene til Subsea 7 er slik at de lett kan ombygges. Det vil si ved å endre utstyret ombord til oppdragene og tjenestene de leverer, er det mulig for selskapet å tilpasse flåten ved en endring av etterspørselen i markedet.

Subsea 7 deler skipene inn i 3 ulike kategorier etter hva slags oppdrag de er ment for. Innenfor disse 3 kategoriene finnes tilsammen fire ulike typer offshore support vessels.

De tre kategoriene er:

1. Construction and Pipelay Vessel (Konstruksjon – og Rørleggingsfartøy). Herunder finner man skipstypene CSV og LAYSV.
2. Diving Support Vessel (Dykkerfartøy). I denne gruppen benyttes typen DSV.
3. ROV and Survey Support (ROV-fartøy og Survey-fartøy). Her benyttes ROVSV.

CSV= Construction Support Vessel. Disse skipene er laget for å levere tjenester ved utbygging av installasjoner både over og under vann. Arbeidet kan være oppkobling mot nye eller allerede eksisterende brønner, legge rør fra olje-installasjoner til havs og inn til land. De fleste er utstyrt med ROV. CSV og LAYSV brukes om hverandre fordi begge typer skip utfører samme type tjenester, både rørlegging og konstruksjon.

LAYSV= Pipelay Support Vessel. Skip designet for å legge rørledninger, enten rigide eller fleksible rørledninger. Noen er også utstyrt med ROV. Se også CSV.

DSV= Diving Support Vessel. Disse skipene er utstyrt med ROV'er og komplekse saturation systemer⁵ til utføre tjenester på dypt vann. Slike tjenester kan være alt fra undersøkelser og kartlegging av havbunn til vedlikehold og installasjoner.

ROV= Remotely Operated Vehicle. ROV er en slags robot for dykkerløse operasjoner som er en del av utstyret ombord. Disse styres og kontrolleres fra skipet og brukes til å utføre tjenester på dypere vann. Slike tjenester kan være alt fra undersøkelse av havbunn, koblinger av rør til reparasjon-og vedlikeholdsarbeid. Omtrent hele flåten til Subsea 7 er utstyrt med ROV'ere, enten observation eller work-class modellen.

ROVSV= ROV Support Vessel. Disse skipene er utstyrt med de mest avanserte ROV'ene som kan operere på 2-3000 meters dyp. Skipene har ofte både work-class ROV og observation ROV.

I fortsettelsen vil jeg kun benytte forkortelsen på de ulike typene skip når disse blir nevnt.

Det økonomiske resultatet til selskapene som opererer med OSV'ere vil direkte være avhengig av type skip og antall skip i flåten, men viktigst er dagratene i markedet og utnyttelsesgraden på skipene. Utnyttelsesgraden og dagratene er først og fremst påvirket av etterspørselen etter undervannstjenester til produksjon, utbygging- og leteaktivitet innen olje- og gass-sektoren.(Acergy Annual Report 2006) Det som påvirker tilbudet av skip for å møte denne etterspørselen er forventinger til bore- og leteaktivitet, produksjonsfasene til olje- og gassindustrien samt tilgang på kapital.

For å få en bedre forståelse av bransjen og hvilke krefter som gjør at selskapene som tilbyr undervannstjenester kan tjene penger, vil jeg nå ta for meg hvilke drivkrefter som påvirker etterspørselen etter support vessels.

⁵ Saturation systemer er et avansert utstyr for at dykkere skal kunne oppholde seg en lengre tid under vann for utføring av oppdrag.

2.1.1 Etterspørselen etter support vessels

De viktigste drivkreftene som styrer etterspørselen er:

- Oljepris
- Kundens behov
- Leteaktivitet
- Nåværende produksjon
- Utbyggingsaktivitet
- Nye markeder

(Subsea 7 Annual Report 2005)

Herunder vil jeg si litt om oljeprisen og kundens behov og hva den har å si for etterspørselen generelt. Når det gjelder leteaktivitet, nåværende produksjon og utbygging, fokuserer jeg på den norske kontinentalsokkel og Nordsjøen for det er her Subsea 7 har sitt største marked. Nye internasjonale områder, som bl.a Afrika og Mexico Gulfen, blir også mer og mer viktige i inntjeningen for offshore service selskaper, disse områdene vil jeg komme tilbake til under ”nye områder”.

Oljepris

Utviklingen i oljeprisen har stor betydning for hva som skjer i markedet og verdensøkonomien generelt. Den har også stor innflytelse på de andre drivkreftene nevnt ovenfor og hvordan disse vil utvikle seg. Oljeprisen er avhengig av tilbud og etterspørsel av olje og gass, endringer i den økonomiske veksten i USA og globalt, samt politisk usikkerhet i oljeproduserende land. (Prospekt Subsea 7, 28.06.07) Prisen på olje har i gjennomsnitt ligget rundt 70 dollar fatet i løpet av de siste to årene. I januar 2008 nådde oljeprisen 100 dollar per fat, og den fortsatte å holde seg godt over 100 dollar fatet utover i 2008. Det er også ventet en høy oljepris de nærmeste årene, men akkurat hvor høy prisen faktisk kommer til å bli er usikkert. Nasjonale og internasjonale banker, samt investeringsbanker verden over spår at oljeprisen vil bli liggende på et høyt nivå, men anslagene er forskjellige og de blir stadig forhøyet. Carnegie antar en oljepris for 2008/2009 på 65 dollar fatet og 50 dollar etter 2010 (Carnegie, Quarterly Oil Market Report, aug 07) Det internasjonale energibyrået IEA venter at de høye oljeprisene vil fortsette de neste fem årene. (www.dn.no, 10.07.2007) i en undersøkelse gjort av Barclays sier flertallet av råvareinvestorene at de tror på en gjennomsnittlig oljepris på over 100 dollar

fatet de neste 5 årene (www.dn.no, 19.12.2007) En av Tysklands fremste energiekspert, Claudia Kemfert, mener oljeprisen skal opp 150 dollar de neste 5 årene, men at den vil ende ned igjen et sted mellom 80 og 90 dollar fatet (www.dn.no, 08.01.2008)

Fordi man kan forvente en økt oljepris, fører dette til flere investeringer fra oljeselskapene. Oljeprisen har direkte innvirkning på oljeselskapenes inntjening. En forventning om høy fremtidig oljepris vil da øke leteaktiviteten, produksjonen og utbygging, og da også behovet for support vessels og undervannstjenester.

Figuren under viser utviklingen av oljeprisen de siste 10 årene. Den viser en klart at trenden er økende.

Brent Spot commodity chart

- development last 10 years



Figur 7, Oljeprisutvikling siste 10 år

(www.offshore247.com)

Kundens behov

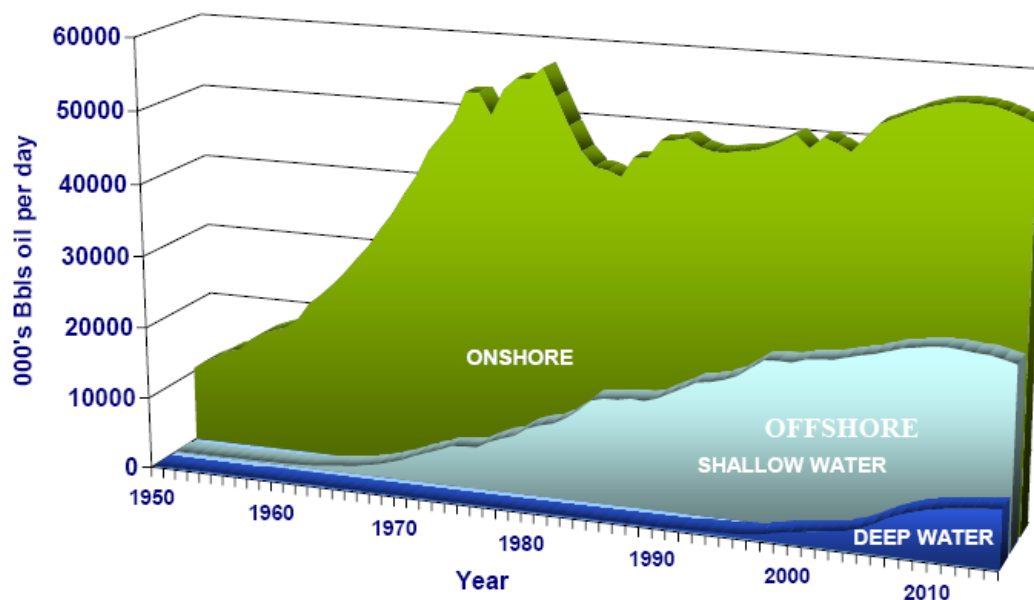
Kundene til subsea services refererer til de store oljeselskapene verden over. Disse setter krav til stadig mer effektiv drift, ny teknologi og sikkerhet enn tidligere. Dette fører til at service selskapene stadig må fornye flåten og utstyret ombord, og trenden ser ut til å fortsette.

Basert på alle olje- og gass forekomster som er utvunnet til nå verden over, både onshore og offshore, forventes andelen av verdens oljeproduksjon som produseres offshore å øke ytterligere i årene som kommer. Siden flere av olje- og gassforekomstene i verden vil tømmes, er det stadig behov for å erstatte tapte reserver. Disse reservene vil etter hvert bli mindre tilgjengelige. Det betyr at man gradvis må flytte olje- og gassvirksomheten til områder hvor

forekomstene er vanskeligere tilgjengelig, blant annet til dypere farvann og områder med ekstreme værforhold. Denne utviklingen setter større krav til skipene når det gjelder teknologi og sikkerhet. Det er behov for større og mer solide og stabile skip med større motorer og mer avanserte systemer, og dette gjør at oljeselskapene etterspør unge skip, noe som fører til at eldre skip blir utdatert. (Mis-Offshore Market Analysis for Nordea, march 2007, ODS Petrodata)

Figuren under illustrerer hvordan oljeproduksjonen vil fordele seg. Offshore oljeproduksjon på dyp vann blir viktige områder for utvinning av olje og gass i kommende år.

Offshore olje-produksjon er stadig økende



Figur 8, Fordeling av oljeproduksjon onshore og offshore. (Intsok.no, Internasjonale Offshore Aktiviteter, Norsk Offshoredag 26.05.2005)

Leteaktivitet, produksjon og utbygging

Tall viser til et høyt aktivitetsnivå og økte investeringer innenfor letevirksomhet og utbygging både på den norske sokkelen og internasjonalt det siste året. Aldri før har det vært gitt flere utvinningstillatelser på den norske kontinentalsokkelen enn i konsesjonsrunden i 2007. Mye er grunnet den høye oljeprisen, men også en stadig utvikling av teknologi, som gjør utvinning mer lønnsom, er med å bidra til å øke aktivitetsnivået. Leteaktiviteten på den norske kontinentalsokkelen økte i 2006 og 2007 etter flere år med minkende letevirksomhet. Selv om

tallet på letebrønner økte betraktelig fra 2005 (15) til 2006 (26), og tallet på letebrønner i 2007 var 32, så er oljefunnene betraktelig mindre enn ventet. Produksjonen av olje er gått ned, mens gassproduksjonen er økt. Man venter at petroleumproduksjonen (olje+gass) vil holde seg stabil frem til 2010 for deretter å avta. (www.npd.no)

Mye av grunnen til minkende oljefunn på norsk sokkel skyldes en forskrift fra oljedepartementet om at tillatelsene til nye leteareal blir gitt nær den eksisterende infrastruktturen, slik at denne kan utnyttes mer effektivt før den utdateres. Denne forskriften hindrer da at nye og mindre funn blir utbygget. Etter det prognosene tilsier er kun 35% av oljen på den norske kontinentalsokkelen utvunnet til nå. En annen konsekvens er at det må avgjøres om hva som skal utvinnes – olje eller gass, og hva er mest lønnsomt. Ofte inneholder et oljefelt begge deler. Gassen benyttes som drivmekanisme til å få opp oljen, men hvis gassen blir tatt ut, blir det vanskeligere å få opp oljen som er igjen, og denne vil gå tapt.

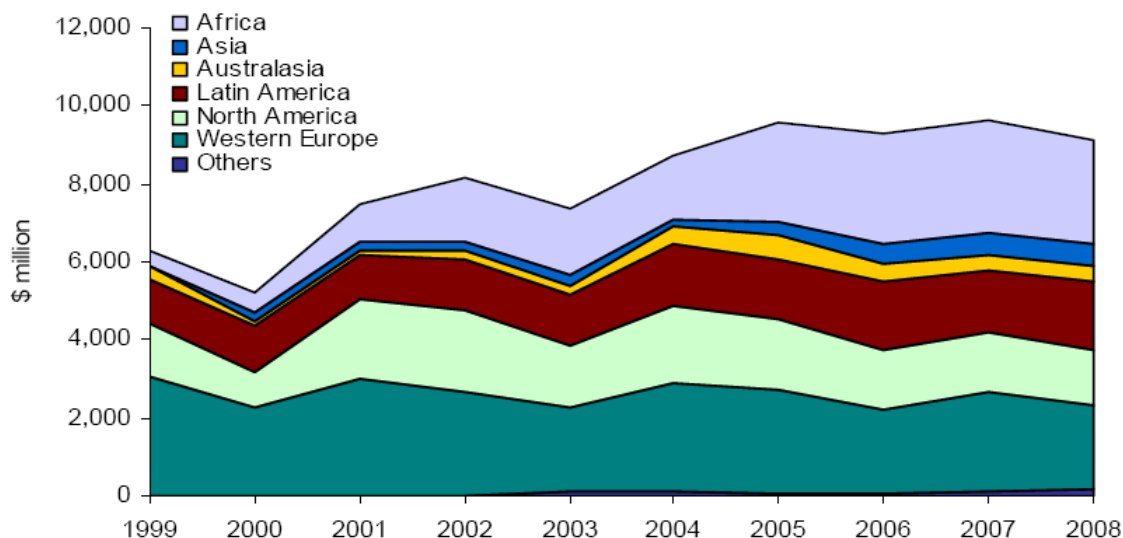
Den største trusselen mot ny utbygging og produksjon er mangelen på arbeidsfolk og rigger både på norsk sokkel og internasjonalt. Etterspørselen er større enn tilbudet. Dette gjør at oljeaktiviteten på lengre sikt vil bli lavere enn det den ellers kunne ha vært med nok folk og rigger i markedet. Tilbudet av rigger har vært konstant det siste året og utnyttelsen av disse har vært nær 100%. For offshore support vessels blir de fleste kontraktene inngått innenfor utbyggingaktiviteter og igangværende produksjon. Etterspørselen etter disse skipene ville ha vært langt større dersom det var nok rigger. (ODS Petrodata, Mis report, mars 2007)

Nye markeder

Lenge har Nordsjøen vært det viktigste markedet for levering av undervannstjenester, men de siste årene har etterspørselen økt betraktelig i andre områder. Dette grunnet økt leteaktivitet etter olje og gass i dypvannsområder som Brazil, Mexicogulfen, Afrika og Asia. Figuren på neste side viser dette.

Globale Subsea investeringer per region

For perioden 1999 - 2008



Figur 9, Globale Subsea Investeringer (Intsok.no, Internasjonale Offshore Aktiviteter, Norsk Offshoredag 26.05.2005)

Som en følge av dette ser man en forflytning av skip fra Nordsjøen mot dypere farvann. Ikke alle skip er like kapable til å operere på dypt vann, og eldre skip er ofte for små og ikke mulig å oppgradere til å operere i slike områder.

Årlige investeringer innen offshore lete-, utbyggings- og driftsaktiviteter er estimert til å bli over 100 milliarder USD de neste årene. Dette er en positiv utvikling for selskap som tilbyr undervannstjenester og spesielt for selskap som satser på skip som kan operere på dypere farvann med krevende værforhold og mer avansert teknologi. Subsea 7 er et av selskapene som kan dra nytte av denne trenden fremover.

2.1.2 Markedet for skip

Jeg vil nå ta for meg tre⁶ av de ulike skipstypene Subsea 7 har og se på hvordan markedet er for disse.

⁶ Det blir i dette avsnittet kun sett på skip av typen DSV, LAYSV og ROVSV. Grunnen er at det finnes lite informasjon om skipstypen CSV fordi dette markedet er relativt nytt.

DSV

Nybygging av DSV'ere viser en trend mot større skip med mer avansert utstyr og teknologi. Spesielt er det viktig med DP system som hjelper skipet å holde dets posisjon uten å være avheneig av anker.

Pr mars 2007 bestod den totale flåten av DSV'ere av 37 skip, og 19 skip er under konstruksjon. De siste årene har etterspørselen etter DSV skip økt fra 17 i 2003 til 34 i 2007. Den eksisterende flåten består av en del eldre skip, nesten 60% er over 20 år, så her ventes det en utskifting de nærmeste årene. (ODS Petrodata, Mis report, march 2007,)

Subsea 7 har 4 multi -purpose DSV'ere. Selskapet har investert i et nytt DSV skip som er ventet i Q1 2009.

DSV 1 Newbuilds			
Vessel Name	Owner	Location	Delivery Date
HELIX PRODUCER 1 (K5000)	HELIX	USA	December-07
NORTH OCEAN 102	OCEANTEAM	Spain	May-08
NORTH OCEAN 103	OCEANTEAM	Spain	September-08
BOURBON OCEANTEAM 101	OCEANTEAM/BOURBO	Spain	September-07
TOISA/SEALION NEWBUILD	SEALION SHIPPING	Netherlands	March-08
SUBSEA 7 DSV	SUBSEA 7	Netherlands	February-09
SUPERIOR OFFSHORE TBN	SUPERIOR OFFSHOR	Netherlands	June-08
WELL ENHANCER	HELIX	Netherlands	November-08
SOLSTAD TBN	SOLSTAD OFFSHORE	Norway	May-07
DOF NEWBUILD 2	DOFCON	Norway	June-08
ISLAND WELLSERVER	ISLAND OFFSHORE	Norway	January-08
SKANDI ACHIEVER	GEO	Norway	September-07
TECHNIP NEWBUILD 1	TECHNIP/DOF	Norway	February-09
GEO NEWBUILD 2	GEO SUBSEA	Norway	October-08
BIBBY TOPAZ	BIBBY LINE	Norway	August-07
HAVILA NEWBUILD 1	HAVILA SHIPPING	Norway	May-08
TOISA NEWBUILD	SEALION SHIPPING	Norway	December-07
VOLSTAD NEWBUILD 2	VOLSTAD MARITIME	Norway	May-08
COASTLINE NEWBUILD	COASTLINE	Southeast Asia	October-08

Table 4.2

Figur 10, Nybygginger av DSV (ODS Petrodata, MIS report, mars 2007)

ROVSV

ROVSV blir mer og mer etterspurt i trenden mot dypere havområder. Etterspørselen etter slike skip økte fra 21 skip i 2003 til 48 i 2007. Afrika ventes å bli området med størst

etterspørsel etter ROVSV⁷er. ROV stadig offere tatt i bruk til undervannstjenester på grunnere vann blir. Flåten idag består av 57 ROVSV⁷er, 24 skip er under bygging. Det er viktig å legge merke til at supply vessels⁷ og support vessel (konstruert som dual-eller multi purpose) lett kan ombygges og få installert ROV system. Dette gjør tilbudet av ROVSV lett kan økes dersom markedet ønsker det. Subsea 7 har flere multi- purpose skip som lett kan ombygges.

LAYSV

Rørlegging og rørinstallasjoner er et av de raskest voksende markedene innenfor olje og gass industrien. Antall km med rørlegging økte fra 5244 km i 2003 til 8647km i 2006. Europa er området der det forekommer mest rørinstallasjoner, mens Asia er ventet å ta seg opp de kommende årene. Figuren under viser faktiske og forventede tall for antall kilometer med rørlegging og rørinstallasjoner verden over.

Global Offshore Pipeline Installation (KM) 2003 -2009							
Region	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Africa	432	358	657	1,208	753	1,008	673
Asia-Pacific	1,111	1,760	2,604	2,268	2,531	3,414	2,202
Central & South America	100	406	192	1,082	1,586	347	972
Europe	1,581	2,004	2,516	2,319	1,171	2,382	3,362
Middle East	516	1,381	654	981	274	352	463
North America	1,504	1,445	743	789	1,082	870	430
Total	5,244	7,354	7,366	8,647	7,397	8,373	8,102
Source: ODS-Petrodata							

Figur 11, Global oversikt over rørlegging (km) (ODS Petrodata, MIS report, mars 2007)

Etterspørselen i dette markedet vil holde seg høyt ut 2009. På den andre siden er det begrensinger i forhold til leveringer av installasjonsutstyr, slik at en økning i rørinstallasjoner ikke er mulig i nærmeste fremtid. Også leveringstiden på stål og prosjektforsinkelser andre steder er også med på å sinke fremtidige rørinstallasjoner. Dette er mye av grunnen til at Subsea 7 også har investert i spolebaser, slik at de kan redusere ventetiden og opprettholde effektiviteten i levering av tjenestene.

⁷ Supply vessel er skip som brukes i supply bransjen til offshore olje -og gass industri. Disse går under betegnelsen forsyningskip og utfører vanligvis tjenester som frakt av utstyr til oljeinstallasjoner, tauing av borerigger og ankerhåndtering. Skipstypen som blir gjort om til å kunne brukes til subsea konstruksjonstjenester er av typen PSV, Platform Supply Vessel.

Pr 2007 er det 28 LAYSV og 8 skip er under konstruksjon.

LAYSV Newbuilds				
Name	Owner	Type	Location	Finish
BOA SUB C	BOA OFFSHORE	LAYSV	MEDSP FACTORIAS VULCANO	Apr-07
CAESAR	HELIX	LAYSV	FECHINA	Dec-07
DOF NEWBUILD 1	DOFCON	LAYSV	LAMBRA AKER	Oct-08
SAIPEM NEWBUILD	SAIPEM	LAYSV	NS TBC	Dec-08
SEVEN OCEANS	SUBSEA 7	LAYSV	NSNL MERWEDE SHIPYARD	Jul-07
SEVEN SEAS	SUBSEA 7	LAYSV	NSNL MERWEDE	Sep-08
SKANDI ACERGY	DOF	LAYSV	NSNOR AKER SOVIKNES	May-08
TECHNIP NEWBUILD 2	TECHNIP	LAYSV		May-10

Table 5.2

Figur 12, LAYSV nybygginger (ODS Petrodata, MIS report, mars 2007)

Riggmarkedet

Økte investeringer, betyr økt leteaktivitet og dermed økt etterspørsel etter borerigger. For subsea markedet vil en økning i antall borerigger resultere økt etterspørselen etter skip som leverer undervannstjenester.

På verdensbasis er det idag knapphet på rigger. I løpet av 2007 har tilbudet av rigger (i arbeid) omtrent ikke endret seg til tross for at flere nye rigger er kommet inn på markedet. Dette er grunnet vedlikehold, reparasjoner og reaktivisering av eksisterende rigger. Selv om gapet mellom tilbud og etterspørsel ventes å bli mindre mot slutten av 2008, vil man ikke klare å dekke behovet. (ODS Petrodata, MIS-report, mars 2007)

Rigger er en samlebetegnelse på "faste" plattformer, jackups⁸, semisubmersibles⁹ (heretter forkortes til: semis) og drillskip¹⁰. De tre sistnevnte er ulike typer flytende borerigger, og det er disse jeg skal gå nærmere inn på her.

Markedet for drillskip bestod i begynnelsen av 2006 av 33 skip. Antallet ventes å øke til 41 skip innen desember 2008. Det er i Asia Pasific og vest Afrika etterspørselen etter disse er størst. Markedet for jackups er noe annerledes. På verdensbasis var det pr 2006 355 jackups

⁸ Jackups er en type rig som kan justeres i forhold til vanndybden. Disse er designet til å bevege seg fra et sted til et annet og fester seg til bunnen ved hjelp av de lange beina og anker. Jackups benyttes vanligvis på vanndybder under 200m.

⁹ Semis har store deler av strukturen under vann, men holdes oppe ved å kontrollere oppdriften. Disse festes til bunnen vha anker/tau eller dp-system. Brukes på dyp fra 60m opptil 3000m

¹⁰ Drillskip er rett og slett et skip med drillegenskaper. Disse holder posisjonen vha dp-system og opptrer på havdyp på 3-4000m.

og det er ventet å stige til 426 når desember er nådd i 2008. Det kan se ut som at markedet for jackups er det eneste segmentet av rigger hvor tilbud og etterspørsel kommer til å matche i slutten av 2008. Det er i Sentral-og Sør-Amerika, Asia Pasific og Midt-Østen disse riggene er mest etterspurt. Tilbudet av semis verden over vil øke fra 150 enheter i 2006 til 177 pr desember 2008. Etterspørselen etter disse riggene er stigende i Nordvest-Europa, Mexico-Gulfen, og Vest-Afrika. (MIS-report, ODS Petrodata, mars 2007)

Samlet etterspørsel etter jackups, semis og drillskip var samlet pr oktober 2007 på 600 rigger mens tilbudet var på 593.

Kontrakter

I markedet for offshore undervannstjenester kan selskapene velge om de vil ha skipene i spot markedet eller periodemarkedet. Spot markedet er kontrakter inngått til og med 30 dager, mens periodemarkedet er kontrakter inngått for 30 dager eller mer.

I spotmarkedet oppstår ratenivået på bakgrunn av dagens tilbud- og etterspørsel forhold. Disse ratene kan da variere mye fra dag til dag, og det er derfor mer risikabelt å operere med skip i spotmarkedet. Det er en stor usikkerhet i fremtidige inntekter, derfor er det få eller ingen selskap som kun opererer her. For eksempel for DSV skip har dagraten variert med 35% mellom 2005 til 2006 med en topp på 119 000 USD (ca714 000 NOK).(ODS Petrodata MIS-report, mars 2007)

Kontrakter som inngås for en bestemt periode har et fastsatt ratenivå over kontraktsperioden. Raten som brukes er basert på tilbud-og etterspørselforhold på tidspunktet kontrakten er inngått, men dersom kontrakten gjelder over flere år, er det som regel en klausul i kontrakten om eskalering av ratenivået for hvert år kontrakten løper. Raten økes basert på reell økning i lønnskostnader for mannskapet om bord på skipene, men også basert på driftskostnadene knyttet til skipene. Andre kostnader reguleres i forhold til endring i konsumprisindexen.

Subsea 7 inngår for det meste langsiktige kontrakter, men dagkontrakter forekommer også. Lengden på periodekontraktene som blir inngått er avhenig av hva oppdraget går ut på. Standardkontraktener har en varighet på 1 år, vedlikeholdskontrakter på 5+ år, mens servicekontrakter gjerne varer mer enn 10 år. De vanligste kontraktene i markedet er IRM-kontrakter (inspection, repair, maintenance) og EPIC-kontrakter (engineering, procurement,

installation and construction). IRM kontrakter er vanlig innenfor felt i produksjon, mens EPIC kontrakter er å finne innen utvikling av et olje-eller gass felt. (Inge Gabrielsen, Subsea7)

Tilbydere i markedet

Det er mange ulike tilbydere i subsea markedet. Hvordan konkurranseforholdet mellom disse, er kommer an på forskjeller i flåten og hvilke geografiske områder de forskjellige selskapene har valgt å satse på. I avsnittet 2.1 under overskriften virksomhetsområde, ble det nevnt at Subsea 7 er størst innen for SURF-sektoren og IRM-sektoren. Det er ulike typer inndelinger av bransjen avhengig av hvilket selskap man spør, men velger jeg inndelingen Subsea 7 har gjort, er det Technip, Acergy og Seipem som er de største konkurrentene Subsea 7 har i SURF-markedet på global basis. Her er Subsea 7 det selskapet med minst flåte. De samme selskapene opererer også innenfor IRM-sektoren i mer eller mindre grad. Andre regionaler konkurrenter finner også, men i mindre skala enn disse som er nevnt her. (Claire Strachan, Subsea 7)

3.0 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK

Det finnes tre hovedteknikker som brukes innenfor verdsettelse. Disse tre er fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse (herunder multiplikatormetoden og substansverdimetoden) og opsjonsbasert verdsettelse. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Jeg vil videre i denne delen begrunne valget av teknikk, og deretter komme med en beskrivelse av denne.

3.1 Valg av hovedteknikk

Som nevnt i innledningen, vil jeg benytte fundamental verdsettelse for å estimere verdien av egenkapitalen per utestående aksje til Subsea 7 to år frem i tid. Når man skal velge hvilken hovedteknikk som egner seg best, må man se på flere forhold hos bedriften som skal verdsettes. Valg av teknikk er avhengig av hvilken bransje bedriften tilhører, hvilken fase i livssyklusen den er i og om bedriften har forutsetning om fortsatt drift eller om den skal avvikles. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Bransje

I bransjer hvor man lett kan finne verdien av eiendelene selskapet har, dvs at det finnes et bra sekundærmarked for eiendelene, er det vanlig å bruke komparativ verdsettelse i form av substansverdimodellen. Denne metoden benyttes ofte innen eiendom og shipping. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Livssyklus

For bedrifter i oppstartsfasen med få år med regnskapstall, lave inntekter og store underskudd, bør en komparativ verdsettelse benyttes. En mer moden bedrift med flere år med regnskapstall og god inntjening, bør verdsettes ved hjelp av fundamental verdsettelse. Denne metoden gjelder også for bedrifter som er i tilbakegang dersom tilbakegangen er lønnsom. Hvis ikke lønnsom, brukes komparativ verdsettelse. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Fortsatt drift eller avvikling

Fundamental verdsettelse er den metoden som i hovedsak benyttes når man legger til grunn en forutsetning om fortsatt drift. Dersom bedriften planlegger avvikling av driften, bør man bruke komparativ verdsettelse. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

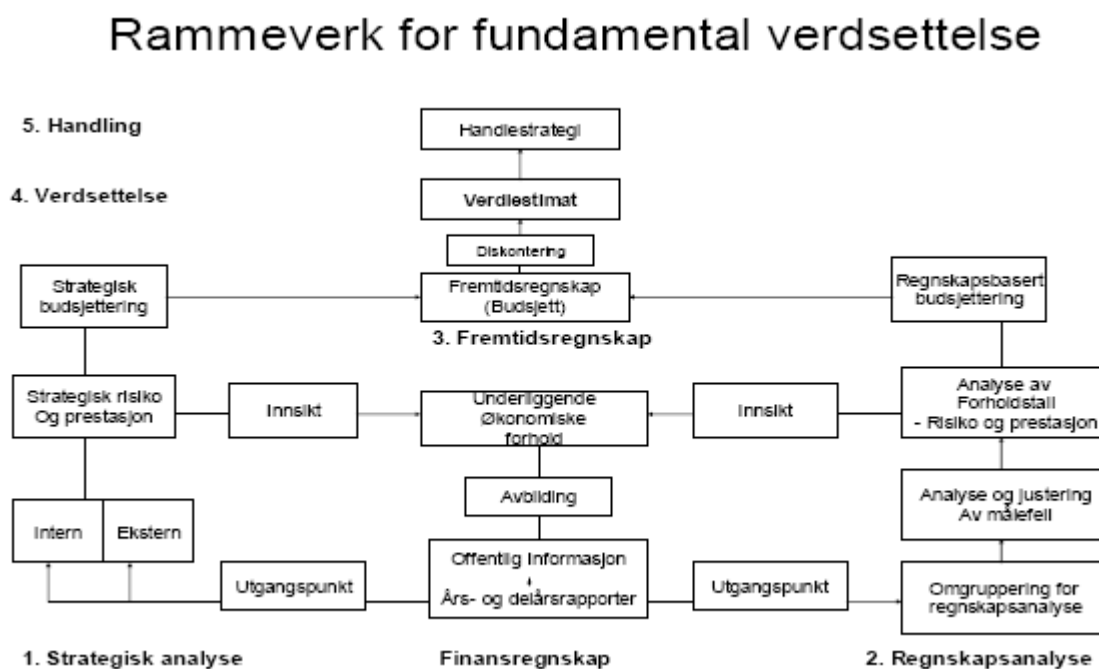
Bransjen Subsea 7 opererer innenfor er offshore subsea services. For slike selskap vil det finnes et velfungerende sekundærmarked¹¹ med flere meglere (shipbrokers) og derfor vil komparativ verdsettelse i form av substansverdimodellen vil være aktuell her. Subsea 7 er et selskap jeg mener er inne i en en vekst mot moden fase. Selskapet har kun egne årsrapporter fra og med år 2005, men ble først skilt ut med sine undervannsaktiviteter i et joint venture selskap i 2002 fra et selskap med veldig lang fartstid i bransjen. De siste årene har Subsea 7 hatt meget gode resultater. Markedet for undervannstjenester er stadig i vekst, i hovedsak mot dypere farvann, men veksten er langsom og begrenses av tilbyderne. I selskapets årsrapport har revisjonsselskapet PriceWaterhouseCoopers LLP i revisjonsberetningen sagt at forutsetningen om fortsatt drift er ivaretatt. Dette betyr at Subsea 7 ikke har planer om å avvikle driften i nærmeste fremtid. Både livssyklus-fasen og fortsatt drift argumentet taler for fundamental verdsettelse, derfor vil det være naturlig å velge denne metoden.

¹¹ Sekundærmarkedet refererer til børser hvor det foregår kjøp og salg av eksisterende skip, nybygginger og skrotning av skip.

3.2 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en verdsettelse basert på analyse av underliggende, fundamentale forhold, gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og krav. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Figuren under viser et rammeverk for hvordan man går frem med fundamental verdsettelse.



Figur 13, Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Steg 1 er å foreta en strategisk analyse. Basert på offentlig informasjon må det gjøres en bransjeorientert og en ressursbasert analyse. Bransjeorientert analyse kartlegger eventuelle muligheter og trusler i omgivelsene bedriften befinner seg i, mens den ressursbaserte analysen tar for seg styrker og svakheter internt i bedriften. **Steg 2** er en regnskapsanalyse. Her må man analysere regnskapsinformasjonen fra bredriften. Først må det foretas en omgruppering av regnskapsmaterialet, deretter justere for eventuelle målefeil, for så gjøre en analyse av risiko og/eller lønnsomhet. Resultatene som fremkommer her er med på å kartlegge underliggende økonomiske forhold som benyttes i **Steg 3** der man skal budsjettere og lage et fremtidsregnskap. I **Steg 4** foretas selve verdsettelsen basert på de budsjetterte og fremskrevne tallene, for så å til slutt komme frem til handlingsstrategien i **Steg 5**. Handlingsstrategien vil i dette tilfelle være rettet mot det eksterne (investororientert) og man vil kunne gi en anbefaling om man bør kjøpe, holde eller selge aksjen. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

I arbeidet videre i oppgaven er det naturlig for meg å konsentrere meg steg 1 til steg 4.

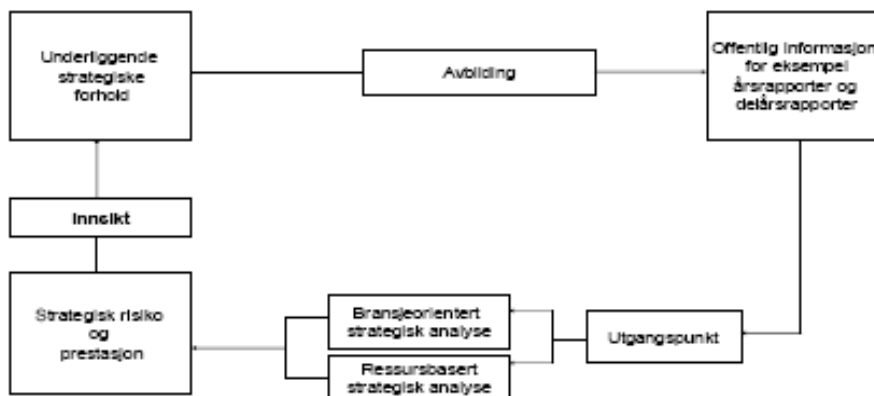
4.0 STRATEGISK ANALYSE

Før man begynner med den strategiske analysen er det viktig å definere hvilken bransje selskapet tilhører. Som tidligere nevnt leverer Subsea 7 tjenester innenfor markedet for offshore support services. Markedet for slike tjenester har et veldig bredt spekter, derfor har jeg valgt å definere bransjen som Subsea 7 opererer innenfor mer spesifikt, nemlig offshore subsea services.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Under vises et rammeverk for hvordan en strategisk analyse forløper seg.

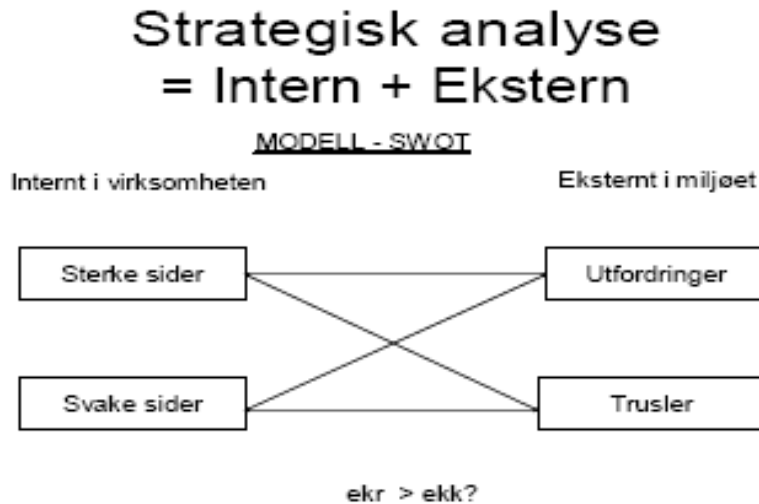
Rammeverk for strategisk analyse



Figur 14, Rammeverk for strategisk analyse, (Knivflå, BUS425, høsten 2004)

For å gjennomføre den bransjeorienterte og ressursbaserte strategiske analysen vil jeg benytte en SWOT-modell. SWOT står for Strengths/Weaknesses/Opportunities/Threats. Offentlig tilgjengelig informasjon fra års -og delårsrapporter, samt info fra hjemmeside og supplerende informasjon, blir her brukt som utgangspunkt. SWOT-modellen er delt i to; én intern og én ekstern del. I den interne delen skal man foreta en ressursbasert analyse for å identifisere selskapets sterke(S) og svake(W) sider. Den eksterne delen er en bransjeorientert analyse hvor

man ser på omgivelsene bedriften befinner seg i og avdekker mulige utfordringer/muligheter(O) og trusler(T).



Figur 15, SWOT-modell (Knivsflå, BUS425, høsten 2004)

Målet med den strategiske analysen er å kartlegge om bedriften besitter eller har potensial for å oppnå midlertidige eller varige strategiske fordeler som gir en egenkapitalrentabilitet utover egenkapitalkravet ($ekr > ekk$). Det som avdekkes her er relevant for verdsettelsen og skaffer et utgangspunkt for fremskriving og strategisk budsjettering. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

For å identifisere de utfordringene og truslene som befinner seg eksternt i miljøet til Subsea 7, velger jeg å bruke en makro-trendanalyse samt Porter's fem krefter modell. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

4.2.1 Makro-trendanalyse

Denne analysen skal identifisere ytre påvirkning på bedriften gjennom å se på blant annet økonomiske faktorer, teknologiske faktorer, lovmessige og samfunnsmessige faktorer og til slutt trender. Jeg vil etter hver faktor si noe om innvirkningen faktoren har på inntjeningen til Subsea 7.

Økonomiske faktorer

Oljeprisen er som nevnt under punkt 2.1.1, en stor drivkraft til etterspørselen etter support vessels og for utvinning av olje. De siste årene har oljeprisen vært relativt høy, noe som har gitt store positive utslag på resultatet for oljeselskapene. Oljeprisen er spådd til å fortsatt holde seg på et høyt nivå de neste fem årene. (DN, 19.12.2007) Forventet høy oljepris fremover er en indikator på fortsatt økt lete- og utbyggingsaktivitet, som på sikt fører til økt produksjon. (Økt leteaktivitet og utbygging betyr ikke at man er sikret produksjon av oljefelt. Mange letebrønner er tomme.) Oljeselskapene vil derfor fortsette med å investere og etterspør undervannstjenester i tiden fremover. Oljeprisen kan da sies å være kilde til et varig konkurransestrinn.

Teknologiske faktorer

Olje- og gassproduksjon, både i Nordsjøen og internasjonalt flyttes stadig flyttes mot dypere farvann, og vil derfor kreve ny teknologi for utforskning og produksjon. Markedet for olje- og gass-teknologi har utviklet et eget konkurrerende marked for konsepter og teknologiske løsninger. Selskap som kommer med den beste løsningen vil oppnå et sterkt konkurransefortrinn i begge markeder. På lengre sikt vil et konkurransefortrinn i levering av undervannstjenester og -produkter kreve stadig fornyelse og utvikling av teknologiske løsninger. Dette vil være avgjørende for å bli i markedet. Subsea 7 sier i sine årsrapporter at det jobbes kontinuerlig med teknologisk innovasjon gjennom tett samarbeid med industrien og å utdanne egne ingeniører. I visse land er det ikke mulig å beskytte sine immaterielle eiendeler, noe som gjør fremtiden usikker for Subsea 7 med hensyn på å sikre sin intellektuelle kapital og andre immaterielle eiendeler (Prospekt Subsea 7 Inc, 28.06.07) Jeg mener at Subsea 7 har et midlertidig konkurransefortrinn med dagens nytenkning og teknologiske løsninger. Det er usikkert hvor lenge selskapet kan holde på et slikt fortrinn.

Det er også verdt å nevne at gode tider med "fulle ordrebøker" vil gi mindre fokus på utvikling av teknologi i motsetning til tider med mer moderat aktivitet. Når aktivitetsnivået er høyt, er tilgangen på arbeidskraften er lav, og behovet for nyutvikling av høykompetent teknologi er høy. Dette er en stor utfordring for verdiskapningen i olje- og gass industrien på norsk sokkel. (Olje og gass, Mediaplanet, 3.utgave februar 2008)

Lovmessige og samfunnsmessige faktorer

Subsea 7 opererer i flere land. Noen prosjekter og investeringer blir gjort i land som er mer usikre og mer politisk ustabile enn Norge. Dette gjør at selskapet står ovenfor en risiko med hensyn til ufordelaktige endringer i lover og skatteregler, avbrytelser i prosjekt på grunn av uoverenstemmelse hos arbeiderne, politiske opprør eller krig. Subsea 7 er underholdt de lover og regler i landet hvor de opererer, slik at endringer i lovverket kan resultere i store utgifter og dermed store utslag i resultatet. (Prospekt Subsea 7 Inc, 28.06.07)

Et skatteregime som er ustabil vil i motsetning til et høyt skatteregime utarte seg til å være mindre gunstig fordi det vil være vanskeligere å predikere fremtidige kontantstrømmer.

Andre selskap i bransjen opererer under de samme forholdene derfor vil Subsea 7 ikke være spesielt utsatt.

Trender

For et litt mer langsiktig perspektiv vil ikke olje-og gassreservene vare evig, og med dagens økte motstand mot CO₂ – utslipp skulle man tro at forbruket av fossile brensler forventes å gå ned. Men, ifølge IEA (International Energy Agency), vil verdens energiforsyning i 2030 fortsatt være basert på fossilt brensel, mens fornybare energikilder hevdes videre å utgjøre kun 10% i samme periode. Utviklingslandenes behov øker raskt i takt med deres økonomiske fremgang. Alternativ energi vil, ifølge IEA, ikke være i stand til å etterleve dette behovet raskt nok. Selv med dagens tempo vil man kunne fortsette å utvinne olje og gass i flere år fremover, og behovet for utvikling av teknologi og kompetanse vil fortsatt være tilstede en lang stund til. (Olje og gass, Mediaplanet, 3.utgave februar 2008)

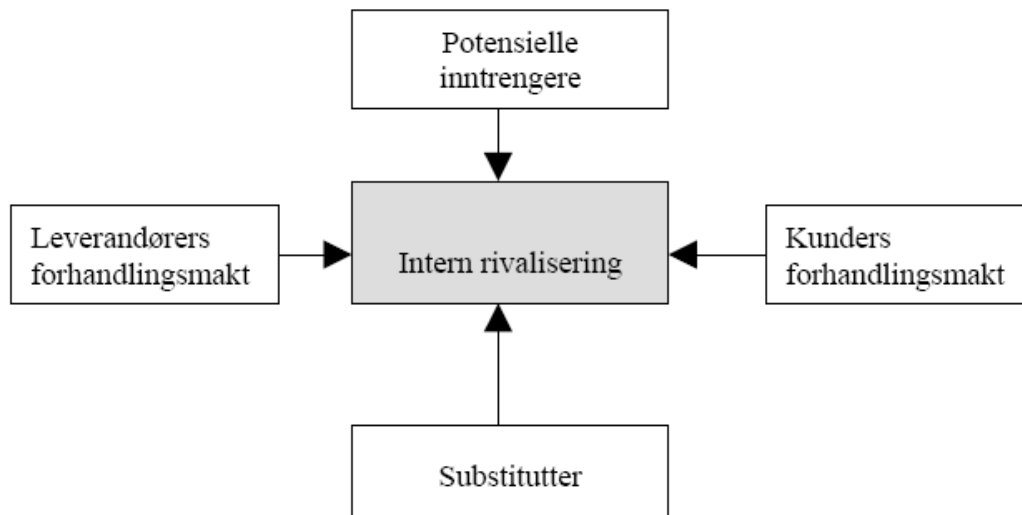
4.2.2 Porter's fem krefter modell

Porter's rammeverk; "Five forces Model" (Hill & Jones, 2004) består av fem ulike konkurransekrefter. Sammen hjelper de oss til å forstå lønnsomheten i bransjen ved å identifisere ulike aktører i bransjen og vurdere hvem i bransjen som har makt.

Konkurransekraftene er *potensielle inntrengere*, *leverandører*, *kunder*, *substitutter* og *intern rivalisering*. Sammenhengen mellom de fem konkurransekraftene fremgår av figuren under.

Porter's hovedpoeng er at jo sterkere hver av disse kreftene er, desto vanskeligere vil det være

for bedrifter som opererer i markedet å øke prisene og forbedre sin fortjeneste. (Hill & Jones, 2004)



Figur 16, Porters fem krefter (Hill & Jones, 2004)

Jeg vil i det videre ta for meg de ulike kreftene én for én. Jeg vil kort presentere de ulike kreftene og deretter komme med momenter for hva som har innvirkning og kan ha betydning for eventuell avkastning utover kravet til egenkapitalrentabilitet innenfor bransjen subsea services.

Potensielle inntrengere

Potensielle inntrengere er mulige konkurrenter som ikke er i konkurransearenaen idag. Faren for inntrengere i en bransje er avhengig av hvilke etableringshindringer som finnes. Inngangsbarrierer til en bransje er en faktor som gjør det kostbart for et selskap å være nykommer i et marked. Jo høyere inngangsbarrierene er, desto vanskeligere er det å etablere seg, og dermed utgjør høye inngangsbarrierer en mindre trussel for bedrifter som allerede er i bransjen. For bransjen subsea services vil inngangsbarrierene være kapitalbehov, know-how, produktdifferensiering og byttekostnader.

Kapitalbehov

Bransjen for subsea services er veldig kapitalintensiv. Det vil si at store kapitalinvesteringer er nødvendig for å entre bransjen. I den daglige driften er Subsea 7 avhengig av skip med

tilpasset teknologi for å utføre tjenestene. Slike skip er store investeringer og utgjør derfor en inngangsbarriere for potensielle inntrengere, men med dagens effektive kapitalmarked, villige investorer og banker, er ikke det å reise kapital til slike investeringer noe problem. På grunn av det gode markedet for tiden, har diverse supplybåtrederer på vestlandet tatt supplybåtene sine og gjort små forandringer slik at de kan brukes i offshore konstruksjonsmarkedet. De lager litt større plass til mannskap om bord, samt installerer kran og ROV utsyr. Det er altså rimelig enkelt å endre et supplyfartøy til konstruksjonsfartøy, eller til ROV-fartøy og survey support. En endring til pipelay- og diving support blir vanskeligere. Dette krever litt mer. (Geir Helge Heggland, Subsea 7) Kapitalbehov utgjør her en lav barriere for potensielle inntrengere.

Know-how

For å kunne drive innenfor subsea services kreves spesialkompetanse (know-how) og spesialteknologi. Stadig mer av driften foregår på dypere farvann og dette krever mer komplisert teknologi og utstyr. For å opprettholde effektivitet og sikkerhet er det viktig med erfarne arbeidsfolk med riktig kompetanse. Innenfor bransjen er det i dag knapphet på arbeidskraft, slik at en ny inntrenger vil få problemer med å skaffe seg erfaren og dyktig arbeidskraft. For et marked som er i underskudd på arbeidskraft, vil det være gjerne ta flere år og bygge opp sin egen arbeidsstokk. Det er også verdt å nevne at over 1/3 av den tekniske arbeidsstokken innen oljeindustrien er over 50 år, og andelen som spesialiserte seg på geofag er gått drastisk ned, slik at om 10-15 vil oljeindustrien stå ovenfor et stort problem dersom ingenting endrer seg. (Olje og gass, Mediaplanet, 3.utgave februar 2008) En ingeniørutdanning tar 5 år, mens omskolering og opparbeidelse av erfaring kan også ta flere år. Dette vil utgjøre en høy inngangsbarriere for en potensiell nykommer.

Produktdifferensiering

Innenfor subsea bransjen opererer de fleste selskaper med en kombinasjon av flere typer skip og tilbyr flere ulike tjenester. Til de fleste oppdrag blir det gjort spesialtilpasninger til type oppdrag og krav fra kunden. Dette gjør at det blir vanskelig å kunne tilby et nytt produkt/tjeneste når den mer eller mindre blir bestemt av kunden selv. For potensielle inntrengere er det lett å få tak i hvilke produktspesifikasjoner som er nødvendig for å bli en konkurransedyktig aktør, derfor vil produktdifferensiering være en lav barriere for en inntrenger.

Byttekostnader

Byttekostnader forklares med hva det koster kunden, fysisk i penger og psykologisk tilknytning, å bytte leverandør. Flere aktører understreker at kvalitet, effektivitet og sikkerhet i levering, bygger tillit og skaper kunderelasjoner. Gode relasjoner og god erfaring med leverandører kan skape en "lock in" effekt ved at kunden, i stedet for å velge en ny aktør på markedet, heller velger en aktør som er blitt benyttet i tidligere oppdrag. Det skapes også en slags "automatisk lock-in" effekt ved tildeling av store kontrakter fordi disse kan gå over flere år. En begynnende trend i bransjen er å inngå langvarige partneravtaler med kunden. Et eksempel på dette er Subsea 7 sin partneravtale med Venture Production. De psykologiske byttekostnadene i form av relasjoner og de reelle byttekostnadene kan bli store dersom kunden velger å trekke seg fra en kontrakt. Byttekostnadene kan da sees på som en moderat til høy barriere for potensielle inntrengere.

➔ Trusselen fra potensielle inntrengere vurderes til å være moderat til lav

Leverandører

Leverandørenes forhandlingsmakt og trusselen fra disse handler om hvor stor makt leverandørene til å sette pris på innsatsfaktorer, samt evnen til å redusere kvaliteten på produkter/tjenester de tilbyr. For subsea bransjen kan skipsverft og arbeidskraft utgjøre en trussel på leverandørsiden.

Skipsverft

Det finnes flere skipsverft både i Norge og internasjonalt. Dette gir selskapene en mulighet til å velge leverandør som kan tilby best kvalitet og pris. I gode tider er kapasiteten hos skipsverftene presset, og selskapene velger dem som kan levere skip raskt og til avtalt tid, da inntjeningen i markedet er avhengig av konjunkturer og kontrakter. Får ikke verftene levert skipene i tide, blir dette tap for bedriftene. I travle tider med høy etterspørsel etter skip kan få verftene til å øke prisene, dette er ofte på grunn av økte priser fra underleverandører. Subsea 7 kontraherer skip fra ulike leverandører, men de siste 4 nybyggingene er blitt foretatt av Merwede Shipyard i Nederland. Grunnen til dette er at de kan levere til avtalt tid og pris. Sånn er det ikke med tilsvarende leveranser fra verftene på vestlandet. De er for tiden 3-4 måneder for sene. (Geir Helge Heggland, Subsea 7) Verftet leverer et "standard" skip til Subsea7, deretter blir skipene konstruert og tilpasset med utstyr (kran fra Huisman) og med teknologi utviklet av Subsea 7 (DP system, ROV). Det er en del av policy'en til Subsea 7 å ha kvalitet i

alt de gjør. DNV(Det Norske Veritas) og Lloyds er selskaper som kontrollerer og setter en standard for kvalitet og vedlikehold av skip. Skipene må godkjennes av disse. Det er derfor viktig for Subsea 7 at skip og utstyr har den nødvendige kvaliteten for å kunne utføre oppdrag på best mulig måte, både når det gjelder å unngå ulykker og skader ombord, og for å tilfredstille kunders behov og skape langvarige relasjoner. (www.subsea7.com) Skipsverft som prøver å redusere kvaliteten på skip, vil mest sannsynlig ikke oppleve gjenkjøp fra kunden. Trusselen fra skipsverftene anser jeg derfor som lav.

Arbeidskraft

Innenfor subsea services er man avhengig av dyktig arbeidskraft med høy kompetanse. Som nevnt tidligere er det underskudd på kvalifisert mannskap i bransjen, derfor vil disse kunne ha en høy forhandlingsmakt når det gjelder lønn og arbeidsvilkår. Det er allerede mange headhuntere ute for å lokke gode kandidater over til konkurrenten. Mye tyder på at lønningene i bransjen vil da kunne stige raskere enn for andre arbeidsgrupper. (Olje og gass, Mediaplanet, 3.utgave februar 2008) For Subsea 7 er ikke lønnskostnaden vesentlig og jager dermed ikke etter billigere arbeidskraft fra utlandet, men ansetter for det meste personell fra den regionen der de opererer, bare dette er kvalifisert og dyktig nok personell. At kvalifisert arbeidskraft er billigere i noen regioner enn andre sees bare på som en bonus. (Inge Gabrielsen, Subsea 7) Trusselen fra denne gruppen sees på som moderat.

➔ Trusselen fra leverandører vil etter min vurdering settes til moderat til lav

Kunder

Kundenes forhandlingsmakt refererer til muligheten kundene har til å forhandle ned prisene fra leverandører i bransjen eller å øke kostnadene ved å kreve kostbar service, bedre kvalitet eller gunstige rabattordninger. Muligheten de har til å påvirke lønnsomheten i bransjen kan komme fra flere faktorer. Disse faktorene er antall og størrelse av kunder, antall tilbydere av samme produkt/tjeneste, produktdifferensiering og muligheten for vertikal integrasjon. Den siste faktoren dreier seg om kunden har potensial til også å bli konkurrent. For bransjen subsea services er det oljeselskapene som er de største kundene. Jeg vil derfor se nærmere på antall og størrelsen på kunder, produktdifferensiering og vertikal integrasjon.

Antall og størrelse

Kundesiden for subsea services er de store internasjonale offshore oljeoperatørene som StatoilHydro, Shell og BP Norge(UK), Chevron, Petrobras(Brazil), og Exxon Mobil(Mexico) og Talisman. Disse utgjør et konsolidert marked. Dette er også tilfelle for bransjen subsea services, det finnes ikke så mange aktører her. På denne måten skulle man tro at begge sider benytter sin forhandlingsmakt til å sette prisen, men slik er det ikke. Markedet er preget av perfekte forhold slik at prisen blir bestemt ut ifra tilbud og etterspørsel. (Claire Strachan, Subsea 7) Trusselen fra kundesiden sees derfor på som lav.

Produktdifferensiering

Produkter og tjenester i subsea bransjen er under konstant utvikling som et resultat av teknologisk innovasjon. Ingeniør-løsningen for hvert prosjekt tenderer til å være unik slik at pakken av produkter og tjenester som blir levert er skreddersydd etter kundens behov. (Claire Strachan, Subsea 7) Det betyr at det ikke fins et standard produkt eller tjeneste i denne bransjen. Trusselen fra differensierte produkter settes derfor til lav.

Vertikal integrasjon

Vertikal integrasjon på kundesiden vil si at kundene prøver å etablere seg i markedet for subsea services. Det er til nå ingen operatører som har valgt å prøve seg på vertikal integrasjon. Grunnen til dette er blandt annet frykten for oljesøl. Trusselen herfra sees på som lav.

➔ Trusselen fra kunder blir vurdert til å være lav

Substitutter

Dersom andre aktører eller bransjer har gode muligheter til å dekke kundens behov på andre måter, det vil si ved bruk av nære substitutter, kan dette representere en trussel for selskapet. Eksistensen av substitutter i markedet begrenser prisen som et selskap kan ta for sine tjenester/produkter og da begrenses også profitten i bransjen. (Hill & Jones, 2004) Kontraktene som gis for undervannsoppdrag krever spesialtilpasning av skip og utstyr, i tillegg må mannskapet ombord innha nødvendig kompetanse for å kunne fullføre oppdraget. Det er derfor vanskelig å se at substitutter kan utgjøre en trussel i bransjen.

➔ Trusselen fra substitutter settes derfor til å være lav.

Rivalisering mellom bedrifter internt i bransjen

Rivalisering mellom bedrifter refererer til konkurransen mellom bedrifter i en bransje og kampen om å ta markedsandeler fra hverandre. Intens rivalisering i en bransje fører til lavere priser, økte kostnader slik at profitten forsvinner ut av bransjen. Graden av rivalisering mellom bedrifter i en bransje er i hovedsak en funksjon av tre faktorer; bransjens konkurransestruktur, vekst, og størrelsen på utgangsbarrierene. (Hill & Jones, 2004) Det er disse faktorene jeg vil se nærmere på her.

Konkurransesstrukturen

Subsea 7 har ikke mange konkurrenter, det vil si at de tilhører et konsolidert marked. Technip, Seipem og Acergy er selskapets globale hovedkonkurrenter innen SURF-sektoren, mens det finnes andre regionale konkurrenter i mindre skala. (Claire Strachan, Subsea 7) I tillegg til vanlige subsea tjenester konkurrerer Technip, Acergy og Seipem og Subsea 7 i markedet for legging av forholdsvis tynne rørledninger opptil 16". Det er et eget marked ulike rør-tykkelser. I gode tider med et marked slik som idag, er det nok å gjøre for alle i bransjen. Det som gjelder er å utvikle utstyret og teknologien til å levere mest mulig effektivt og presist, og samtidig tilfredstille kunden. Dette er viktig for begge parter i et marked som er konjunkturavhengig. Effektiviteten gagnar begge parter og gjør at selskapet blir valgt igjen. (Geir Helge Heggland, Subsea 7) Veldig store prosjekt involverer høy risiko både for kunden og selskapet som inngår kontrakten. En ny tendens i markedet er nå å splitte eller dele arbeidet på et prosjekt mellom ulike aktører innenfor subsea services, og/eller sette sammen ressursene for å oppnå kostnadsfordeler. Det er nettopp dette Subsea 7 og Technip ville oppnå med å forme et joint-venture selskap for kontrakter i området Asia Pacific. (Claire Strachan, Subsea 7) Å arbeide i partnerskap blir en måte å maksimere muligheten i markedet. Trenden i bransjen kan gå mot at aktørene blir partnere og konkurrentene forsvinner. Trusselen fra konkurransestrukturen vurderes derfor per idag til å være fra lav.

Vekst

I tider med stramt arbeidsmarked og full kapasitetsutnyttelse på skipsverftene verden over, er det vanskelig for en konkurrent å vokse raskere enn en annen for å kapre markedsdeler. Meningen med dette er å vise at disse selskapene følger hverandre. Muligheten er å bygge seg opp i nedgangstider med ledig kapasitet, og vente på en oppgangstid, men dette er veldig uvanlig. (Geir Helge Heggland, Subsea 7) Trusselen fra vekst vurderes til lav.

Utgangsbarrierer

Det er store investeringer knyttet til subsea bransjen med tanke på kapitalen til investering i skip. Et velfungerende annenhåndsmarked er tilstede dersom noen skulle ønske å trekke seg ut av markedet. Meglerbedrifter sørger for videresalg av skip, eller eventuelt videresalt for skrotning. Utgangsbarriereene sees derfor på som en lav trussel.

➔ Trusselen fra den interne rivaliseringen lav

4.3 Oppsummering av eksternanalyse

Nedenfor vises en oppsummering av min vurdering av hvordan de ulike kreftene i Porters modell har i bransjen for subsea services.

Trussel	Potensielle inntrengere	Leverandører	Kunder	Substitutter	Intern rivalisering
Høy					
Moderat	X	X			
Lav			X	X	X

Jeg har kommet frem til at potensielle inntrengere og leverandører utgjør en moderat (til lav) trussel for selskapet, mens kunder, substitutter, og intern rivalisering utgjør en lav trussel. Det er altså ingen disse fem eksterne kreftene som i høy grad truer inntjeningen i bransjen. Slik som situasjonen er nå, kan man si at Subsea 7 opererer i en tilnærmet skjermet bransje. Det er liten grad av rivalisering mellom de eksisterende konkurrentene i bransjen, og det er et stort problem for potensielle inntrengere å få skaffet seg kompetent arbeidskraft. Dette kan være med på å forklare en eventuell superprofitt.

4.4 Intern analyse - Styrker og svakheter

I denne delen vil jeg foreta en internanalyse der jeg skal se på de interne ressursene Subsea 7 har, for så å si noe om grunnlag for fremtidig konkurransefortrinn og eventuell superprofitt. Til å utføre den interne analysen skal jeg benytte VRIO-modellen. Modellen hjelper til med å finne ut om en ressurs innehar en styrke eller svakhet for bedriften. For hver ressurs vil det bli stilt 4 spørsmål;

1) er den verdifull (V) – om ressursen er vesetlig for deres evne til å konkurrere?

- 2) om den er sjelden (R) – er bedriften i besittelse av en ressurs som ikke konkurrentene har?
- 3) om den er imiterbar(I) – hvor enkelt kan ressursen kopieres?
- 4) og om den er organiserbar(O) – er bedriften organisert til å nyttiggjøre konkurransepotensialet i ressursen? (Knivsflå, BUS425, våren 2005)(Lien og Jacobsen, 2001)

For å analysere ressursene til Subsea 7 velger jeg å dele dem inn i fysiske ressurser, menneskelige ressurser, finansielle ressurser og relasjonsbaserte ressurser (Stensaker, STR210, våren 2004)

Fysiske Ressurser

Flåte

Skipene er en essensiell ressurs for at tjenestene Subsea 7 tilbyr kan bli utført. Subsea 7 har en flåte bestående av 17 skip og disse kategoriseres innenfor konstruksjon -og rørleggingsfartøy, dykkerfartøy, og ROV og survey support. Fordelen med flåten er at noen av skipene lett kan ombygges og utstyres med tilpasset teknologisk utstyr, og dermed kan flåten endres etter etterspørselen i markedet. Subsea 7 leier inn nesten halvparten av skipene som brukes i driften. Dette er for blant annet for å kunne klare seg gjennom konjunkturer Subsea 7 har en flåte med en gjennomsnittalder på 12 år. I bransjen vil en ung flåte være kilde til konkurransefortrinn. Eldre skip må oftere må tas ut av drift for vedlikehold og reparasjoner (drydocking), og selskapet taper penger. I motsetning til nyere skip, er eldre skip ofte bygd for å utføre kun én slags tjeneste. Det vil derfor være behov for flere skip på ett oppdrag dersom flåten består av mange eldre skip. (Geir-Helge Heggland, Subsea 7) I investeringsprogrammet har Subsea 7 valgt å styrke flåten sin med 7 nye skip. Noen av disse er skip som kan operere på ultra-dype vann, et marked som er voksende og som ennå er under utvikling. Subsea 7 er nå et av veldig få selskap som kan ta på seg slike prosjekter. (Subsea 7 Annual Report 2007) Flåten til Subsea 7 skiller seg ikke spesielt ut fra konkurrentenes verken når det gjelder kombinasjonen av skip, eller alderen på flåten. Alle ser ut til å jobbe med å fornye flåten og venter i snitt 3-4 nye skip hver til subsea services innen 2010. (Acergy Annual Report and Accounts 2007) (Technip 2007 Results) Det er heller ingen hemmelighet at oppdragene stadig flyttes mot dypere farvann.

➔ Paritet¹²

¹² Paritet betyr her at selskapet er i besittelse av en verdifull ressurs, den er viktig for å konkurrere, men bidrar ikke til noe konkurransefortrinn. Selskapet er likestilt med konkurrentene.

Spolebaser

Spolebasene er plassert i områder der det er store rørleggings-prosjekt i forhold til det å spare tid og kostnader ved det å produsere selv, transport og minimere tiden skipet ligger til land for å laste på spolen med rørene. Det er for tiden kun Subsea 7 og Technip som har egne spolebaser av de nærmeste konkurrentene. Denne er fullt imiterbar og heller ikke sjelden, men jeg mener den i travle tider kan være en kilde til midlertidig konkurransefortrinn fordi effektivitet er høyt verdsatt.

➔ Paritet/trivielt fortrinn

Lokalisering

Subsea 7 har kontorer over hele verden. Disse er strategisk plassert etter hvor subsea-tjenester er mest etterspurt. Hovedområdet er Nordsjøen, og her finnes kontorer i både i Stavanger, Grimstad, Aberdeen, London og Rotterdam. De ulike kontorene drar nytte av sin lokale kunnskap når det gjelder å bygge gode relasjoner, sørge for rekruttering og følge med utviklingen i markedet. Dette er på ingen måte en sjelden ressurs, og den er lett å kopiere. Subsea 7 sine konkurrenter har også lignende lokaliseringer verden over. (Acergy Annual Report and Accounts 2007) (Technip 2007 Results)

➔ Paritet

Menneskelige ressurser

Mannskap

De menneskelige ressursene er det jeg ser på som selskapets viktigste ressurs. Det å ha kvalifisert arbeidskraft med erfaring er avgjørende i bransjen, og Subsea 7 har klart å tiltrekke seg erfarne ingeniører, prosjektledere og kompetent mannskap til tross for et stramt arbeidsmarked de siste årene. Subsea 7 satser også sterkt på å utvikle og lære opp egne ansatte og har utviklet sine egne trening- og ledelsesprogrammer. (Subsea 7 Annual Report 2007) Dette er en viktig del av strategien for å opprettholde sin høye standard på helse, miljø, sikkerhet og kvalitet (HESQ). Selskapet har på grunn av dette blitt premiert flere ganger for sine lave LTI(Lost-Time-Incident)- målinger, som er et mål skader per 200 000 arbeidede

timer. Kompetent arbeidskraft er på ingen måte en sjelden ressurs, og andre konkurrenter til Subsea 7 rapporterer også om tilsvarende fokus på HESQ og lave skadetall.

→ Paritet

Administrasjon og ledelse

Hos administrasjonen og ledelse er det utrolig viktig å kjenne bransjen for å kunne utføre effektiv og sikker drift og for å i det hele tatt overleve i markedet. Subsea 7 er avhengig av en erfaren ledelse som har mulighet til å administrere prosjekt-porteføljen og ta inn nye profitable oppdrag. (Prospekt Subsea 7 Inc., 28.06.07) Subsea 7 har vært i bransjen i flere år, og har derfor opparbeidet seg lang erfaring. Ledelsen består av personer med bred utdanning og erfaring fra internasjonale selskaper. Mel Fitzgerald (CEO) har ingeniørutdanning og master i økonomi, med erfaring fra oljebransjen helt siden 1974. Han gikk inn i Halliburton i 2000 og i 2004 tok han stillingen som CEO i Subsea 7. Barry Mahon (CFO) kom også til Subsea 7 i 2004, men kom til Halliburton allerede i 1996. Mahon har 24 års erfaring fra sin karriere innen finans og ledelse. (Subsea 7 Annual Report 2007) En dyktig administrasjon er etter min mening ikke sjelden i bransjen, men mer et eksistensminimum.

→ Paritet

Finansielle ressurser

Subsea 7 kan vise til solide tall fra de siste driftsårene. Selskapet hadde en egenkapital på 820 mill USD i 2007 mot 532 mill USD i 2006, mens langsiktige gjelden var 451 mill USD i 2007 og 281 mill USD i 2006. Det endelige årsresultatene for de to siste årene ble 214 mill USD i 2007 og 138 mill USD i 2006. Subsea 7 sin finansielle styrke gjør at selskapet har mulighet til å fornye flåten sin og være en konkurransedyktig aktør i bransjen. En bevisst finansieringsstrategi og god likviditet vil gjøre at selskapet kan tilpasse flåten relativt hurtig ved endringer i etterspørsel. Den finansielle styrken er viktig for selskapet, men er ingen sjelden ressurs. Det er gode tider med høy inntjening, og de andre selskapene i bransjen kan også melde om gode tall de siste par årene. (Acergy Annual Report and Accounts 2007) (Technip 2007 Results)

→ Paritet

Relasjonsbaserte ressurser

Relasjoner

Som nevnt tidligere er det viktig å opparbeide seg gode kunderelasjoner. Partnerskap er også brukt mellom konkurrenter, men også mellom i forhold til kunden. Dette er med på å skape langvarige verdier som gagnar begge parter. Subsea 7 sitt partnerskap med Venture Production er et eksempel på dette. Disse oppnådde i 2006 en kostnadsbesparelse på 80 mill USD. (Subsea 7 Annual Report 2006) Slike relasjoner er blitt mer og mer vanlig i bransjen.

➔ Paritet

Omdømme

Presis og effektiv levering i kombinasjon med lave ulykkestall har gjort at Subsea 7 har oppnådd et godt omdømme i bransjen. Dette er avgjørende for å bli valgt til nye oppdrag hos samme kunde og for eventuelt mer lanvarige relasjoner. Noe som jeg ikke finner hos de andre konkurrentene, men som Subsea 7 foretar seg er at de prøver å gi noe tilbake til lokalmiljøet hvor de opererer. Selskapet har for eksempel gitt gratis data-opplæring for studenter ved en liten skole i Mexico for å hjelpe disse ut i arbeidslivet. I Angola donerte Subsea 7 rullestoler til en avdeling for funksjonshemmede barn, og i Mauretania fikk 360 lokale barn skoleplass som følge av en pengeinnsamling hos mannskapet. I Norge er Subsea 7 sponsor for talentutvikling i Viking FC. Dette gjøres ikke med tanke på direkte profitt, men er med på å skape et godt omdømme for Subsea 7.

➔ Paritet

4.5 Oppsummering av intern analyse

Nedenfor vises en oppsummering av den ressursbaserte analysen.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Iimiterbar	Organiserbar	Utfall
Fysiske:					
Flåte	Ja	Nei	ja	ja	paritet
Spolebaser	ja/nei	Nei	ja	ja	trivielt fortrinn
Lokalisering	Ja	Nei	ja	ja	paritet
Menneskelige:					
mannskap	Ja	Nei	ja	ja	paritet
adm og ledelse	Ja	Nei	ja	ja	paritet
Finansielle:	Ja	Nei	ja	ja	paritet
Relasjonsbaserte:					
Relasjoner	Ja	Nei	ja	ja	paritet
Omdømme	Ja	Nei	ja	ja	paritet

Ingen av de interne ressursene gir Subsea 7 grunnlag for et konkurransefortrinn verken på kort eller lang sikt. Det vil si at ingen bidrar til en egenkapitalrentabilitet utover egenkapitalkravet ($e_{kr} > e_{kk}$), også kalt superprofitt. Det er derimot ingen av ressursene som utgjør en svakhet for selskapet. Alle ressursene er en styrke for selskapet og er med på å bidra til å opprettholde inntjeningen slik at selskapet kan konkurrere på lik linje med de andre konkurrentene.

Organisering og aktiviteter

Den foregående analysen tok for seg de interne ressursene isolert sett. Jeg mener det er viktig å se på hvordan de interne ressursene i selskapet er organisert i kombinasjon med aktiviteter. Dette vil kunne si noe om et eventuelt konkurransefortrinn.

Strategien i selskapet, som vist i punkt 2.1, retter fokus mot mennesker og samarbeid, assets og prosjektutførelse for å nå visjonen om å bli ”Subsea Partner of Choice”. Subsea 7 fokuserer hele tiden på å ha kompetent arbeidskraft, dette klarer de gjennom å ha programmer for å skolere ansatte og rekruttere nye folk. Dette er med på å bidra til kompetanse, nytenkning og innovasjon. Selskapet har dyktige ledelsesteam som klarer å balansere kapasitet og prosjektporteføljer for å maksimere inntjening og foreta strategiske investeringer. Langvarige strategiske partneravtaler er også blitt inngått for å redusere kostnader. Dette mener jeg bidrar til at Subsea 7 klarer å utføre prosjektene/tjenestene mest mulig effektivt, sikkert og presist. I et marked preget av av konjunkturer, og hvor det ofte er mange forskjellige aktører på et prosjekt, som hver skal utføre sin bit, blir effektivitet og presisjon utrolig viktig. Jeg mener

Subsea 7 sin organisering av ressurser og dets aktiviteter er med på å forklare noe av den høye inntjeningen vi ser i selskapet idag.

4.6 Oppsummering og konklusjon av strategisk analyse

Ut ifra makro-trendanalysen kom det klart frem at oljeprisen og timingen ved å være i oljemarkedet akkurat nå, forklarer mye av den høye inntjeningen selskapet har. I tillegg vil det som kom frem i eksterntanalysen om at selskapet opererer i en tilnærmet skjermet bransje, og at tilgangen på arbeidskraft i markedet utgjør en høy inngangsbarriere, kunne bidra til en egenkapitalrentabilitet utover egenkapitalkravet ($ekr > ekk$). Selv om den ressursbaserte internanalysen ikke kom frem til et grunnlag for superprofitt, mener jeg likevel at disse ressursene kan bidra til en eventuell superprofitt. Organiseringen av ressursene i samhandling med aktivitetene i selskapet mener jeg vil kunne bidra til effektiv og presis levering av tjenestene, som resulterer i gode kunderelasjoner og selskapet blir valgt igjen til nye oppdrag.

5.0 REGNSKAPSANALYSE

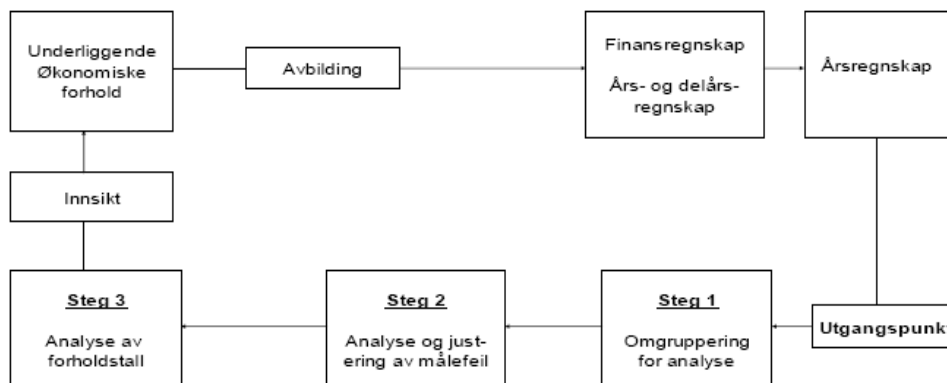
I denne delen av oppgaven vil jeg gå igjennom årsrapportene til Subsea 7, og da i hovedsak regnskapsdataene. Målet er å få innsikt i selskapets økonomiske forhold.

Jeg velger å se på hele selskapet under ett, uten å dele opp i segment eller i geografiske områder. Subsea 7 har egne regnskapstall f.o.m år 2005. Jeg vil benytte regnskapsdata fra 2005, 2006 og 2007 i analysen.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Figuren under viser fremgangsmåten for regnskapsanalysen.

Rammeverk for regnskapsanalyse



Figur 17, Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Først vil jeg gi en presentasjon av de historiske tallene fra årsregnskapet. Dette følger under punkt 5.2. Deretter vil det i steg 1 bli foretatt en omgruppering av finansregnskapet for å kunne gjøre en investororientert analyse. I steg 2 skal eventuelle målefeil justeres, for så å analysere forholdstall i steg 3.

Analysen av forholdstall vil ikke bli tatt med i denne oppgaven.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor vises resultatregnskap, balanse, kontantstrømoppstilling og endring i egenkapitalen for Subsea 7 for perioden 2005 til 2007. Regnskapet er satt opp etter IFRS (International Financial Reporting Standard) for alle tre årene. Ettersom årsrapportene er på engelsk vil jeg her i presentasjonen av regnskapet velge å vise den engelske "versjonen". Jeg antar at leseren kjent med engelske regnskapsuttrykk og velger derfor å ikke gå dypere i forklaring av disse.

Resultatregnskap, Subsea 7 Inc:

(in 1000 USD)	2005	2006	2007
Operating revenues	1 287 028	1 670 358	2 187 354
sum operating revenues	1 287 028	1 670 358	2 187 354
project and vessel exp	(867 785)	(1 037 592)	(1 300 271)
employee benefits	(201 437)	(305 146)	(425 637)
other operating exp	(51 713)	(62 402)	(72 086)
Depriciation, amotisation, impairments	(63 600)	(67 311)	(76 927)
Profit on disposal of property, plant and equipment	0	1 350	3 654
total operating exp	(1 184 535)	(1 471 101)	(1 871 267)
Net operating profit/(loss)	102 493	199 257	316 087
change in fair value of derivative fin.instr	(4 178)	9 048	(2 032)
net currency gain/(loss)	(2 716)	4 818	14 957
finance income	2 239	8 107	8 843
finance exp	(7 947)	(13 780)	(25 238)
Net financial items	(12 602)	8 193	(3 470)
Share of post tax profit/(loss) from joint ventures	0	(400)	1 165
Share of post tax profit from associates	0	102	998
Profit /(loss) before tax	89 891	207 152	314 780
Taxation*	(44 687)	(69 534)	(100 659)
Profit/(loss) from discontinued operations	(3 971)	0	0
Profit/(loss) attributable to equity shareholders	41 233	137 618	214 121

*Gjennomsnittlig corporation tax for Subsea 7 var for 2004:30,25%, 2005:30,00%, 2006:26,60% og for 2007:29,04%.

Balanse, Subsea 7 Inc:*Eiendeler*

Assets	2005	2006	2007
Goodwill	73 665	98 543	98 533
Intangible assets	5 199	2 072	1 780
Property, plant and equipment	340 374	576 493	906 551
Deferred tax assets	4 825	5 439	3 454
Investment in joint ventures	0	0	814
Investment in associates	0	611	1 609
Non-current assets	424 063	683 158	1 012 741
Inventories	19 246	28 183	25 209
Trade and other receivables	372 675	465 057	659 139
Financial assets- derivative instruments	29	7 304	5 120
Cash and short term deposits	64 917	86 585	167 657
Current assets	456 867	587 129	857 125
Total Assets	880 930	1 270 287	1 869 866

Egenkapital og Gjeld

Equity	2005	2006	2007
Share capital	1 398	1 473	1 477
Share premium reserve	272 791	283 682	286 508
Retained earnings	11 787	158 585	152 362
Other reserves	2 702	88 196	379 410
Total shareholders equity	288 678	531 936	819 757
Liabilities			
Financial liabilities - borrowings	51 500	243 759	387 301
Deferred tax liability	15 262	32 605	57 823
Retirement benefit liability	267	182	1 789
Finance lease obligations	0	379	0
Other non-current liabilities	0	4 314	4 384
non-current liabilities	67 029	281 239	451 297
Financial liabilities –borrowings	41 757	0	0
Financial liabilities -derivative fin. Instrument	4 207	2 434	2 282
Trade and other payables	460 754	444 370	548 770
Current tax liability	18 395	9 526	47 366
Finance leases	377	782	394
Current liabilities	525 490	457 112	598 812
Total Liabilities	592 519	738 351	1 050 109
Total Equity and Liabilities	881 197	1 270 287	1 869 866

Forklaring på endring i EK

Forklaring på endring i EK	2005	2006	2007
EK 1 January	286 454	288 678	531 936
+ Årsresultat	41 233	137 618	214 121
+ Dirty surplus=føring av innte/kostn.direkte mot EK	(37 942)	119 213	73 700
+ Kjøp av egne aksjer(en del av netto utbetalt utbytte)	(1 067)	(13 573)	0
= EK 30 December	288 678	531 936	819 757

Kontantstrømoppstilling, Subsea 7 Inc:

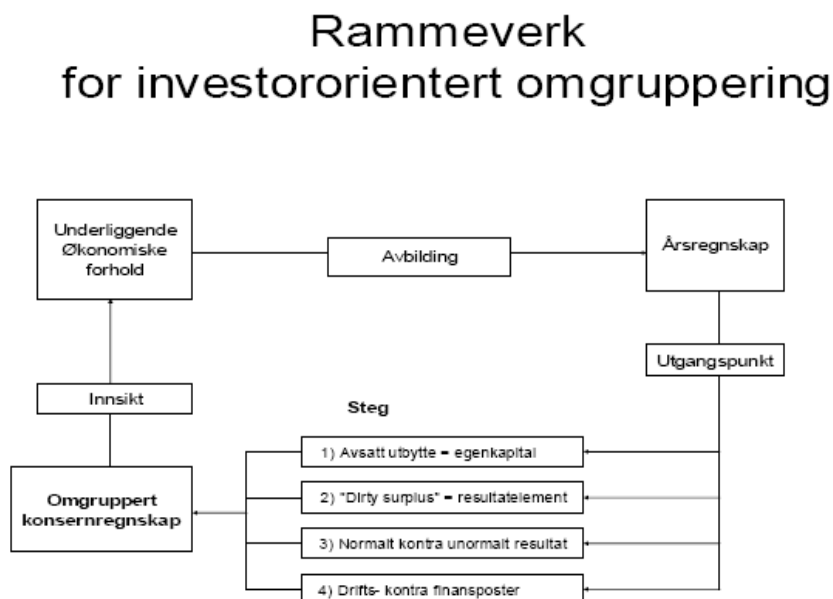
Cash flows from operating activities	2005	2006	2007
Cash generated from operations	248 282	147 670	323 827
Finance income received	2 335	8 107	8 489
Finance expence paid	(7 729)	(7 455)	(8 677)
Taxation paid	(51 656)	(53 478)	(35 616)
Net cash from operating activities	191 232	94 844	288 023
Cash flows from investing activities			
Aquisition of subsidiary (net of cash acqired)	0	(28 384)	0
Deferred consideration on aquisition of subsidiary	0	0	(1 136)
Net cash disposed on de-merger of non-subsea activities	(31 588)	0	0
Investment in joint ventures	0	(49)	0
Investment in assosiates	0	(509)	0
Proceeds from sale of property, plant and equipment	5 981	1 770	4 287
Purchase of property, plant and equipment	(109 717)	(265 184)	(383 690)
Purchase of intangible assets	0	0	(501)
Dividends received from joint ventures	3 379	0	0
Net cash used in investing activities	(131 945)	(292 356)	(381 040)
Cash flows from financing activities			
Net prceeds from issue of ordinary share capital	9 862	1 332	2 830
Purchase of own shares	(1 067)	(13 573)	0
Proceeds from issue of convertible bonds	0	300 000	175 000
Repayment of bank loans	(83 500)	(66 500)	0
Repayment of convertible bond	0	(3 560)	0
Repayment of other borrowings	(1 236)	0	0
Government grants received	0	0	83
Finance lease principal payments	(7 608)	(399)	(767)
Net cash from financing activities	(83 549)	217 300	177 146
Effects of exchange rate charges	(1 506)	1 880	(3 057)
Net increase in cash and cash equivalentents	(25 768)	21 668	81 072
Cash and cash equivalentents at 1 January	90 685	64 917	86 585
Cash and cash equivalentents at 30 December	64 917	86 585	167 657

(Subsea 7 Annual Report 2005, 2006, 2007)

5.3 Omgruppering for analyse

Målet med omgruppering er å skreddersy oppstillingen i forhold til hva årsregnskapet skal benyttes til. I dette tilfellet er det en verdsettelse for eksisterende og potensielle investorer og vi trenger da en omgruppering for inverstororientert analyse. Oppstilling av balanse og resultat, slik man vanligvis finner det i årsrapporter, er kreditorienterte.

Figuren under viser rammeverket som benyttes for omgrupperingen.



Figur 18, Rammeverk for investororientert omgruppering (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Jeg vil videre nå ta for meg de fire stegene for omgruppering, gi en kort forklaring på disse og deretter si hva som er blitt gjort med postene i resultatet og balansen til Subsea 7. Jeg velger i omgrupperingen å innføre norske benevnelser i regnskapet. Dette gjør jeg for at det skal bli lettere i utregninger senere hvor det benyttes norske ord og uttrykk.

Steg 1 er å ta det avsatte utbytte og trekke det fra kortsiktig rentefri gjeld og legge det til egenkapitalen. Det er valgt et investororientert analyse og eiersiden kan ikke ha gjeld til seg selv. Det er viktig å legge merke til at bedrifter som rapporterer etter IFRS avsetter ikke for det foreslåtte utbytte, derfor er det ikke nødvendig å ta hensyn til dette steget ettersom Subsea 7 benytter IFRS. (Knivsflå, BUS425, våren 2005) Men, i utregningen av netto betalt utbytte, som er med for å vise endringen i egenkapital, skal kjøp og salg av egne aksjer tas med ("purchase of own shares"). Dette blir den eneste posten hos Subsea 7 som får virkning på utbetalt utbytte.

I **steg 2** skal man kartlegge "dirty surplus" og dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. "Dirty surplus" er et resultatelement, det vil si inntekter og kostnader som er ført direkte mot egenkapitalen, eller ikke ført i det hele tatt (kalt "hidden dirty

surplus”). ”Dirty surplus” bryter med regnskapsloven (RL § 4-3) på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og inngå i årsresultatet. Det finnes unntak hvor inntekter og kostnader skal føres direkte mot egenkapitalen. Dette gjelder ved endring av regnskapsprinsipp og korrigerings av feil i tidligere årsregnskap. (Knivsflå, BUS425, våren 2005) I endringen i egenkapital har jeg klassifisert alle poster bortsett fra årsresultat og kjøp av egne aksjer som ”dirty surplus”, og på den måten har jeg kommet frem til det fullstendige nettoresultatet til selskapet; årsresultat + ”dirty surplus”.

Steg 3 er å skille normalt kontra unormalt resultat. Normale poster er de som kommer igjen år etter år og er relevante frem i tid. Unormale poster forekommer én eller et fåtall av ganger og er lite relevante for fremtiden. Disse fremkommer ofte i resultatet som ekstraordinære poster, diskontinuerlig resultat, ”dirty surplus”, engangsvinning- eller tap og finansielle gevinster eller tap (inkludert valuta). (Knivsflå, BUS425, våren 2005) De unormale postene hos Subsea 7 er driftsrelatert ”dirty surplus”, driftskostnaden ”profit on disposal of property, plant and equipment” og driftskostnaden for overgang til IFRS som er den del av ”depreciation, amortisation and impairment”-kostnaden. ”Profit/loss from discontinued operations” er her karakterisert som ekstraordinær.

I **steg 4** skal man omgruppere resultatregnskapet og balansen. I årsrapporten er resultat og balanse satt opp med fokus på likviditet. Nå skal disse omgrupperes til å ha fokus på drift og finansiering, og i tillegg fordele skattekostnaden på driftsresultatet, finansinntekter og – kostnader. Med andre ord skal vi her finne ut av hvor mye driften kaster av seg og hvor mye finansieringen koster. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Omgruppert resultatregnskap:

(in 1000 USD)	2005	2006	2007
Operating revenues/driftsinntekter	1 287 028	1 670 358	2 187 354
Sum operating revenues	1 287 028	1 670 358	2 187 354
project and vessel exp	(867 785)	(1 037 592)	(1 300 271)
+ employee benefits	(201 437)	(305 146)	(425 637)
+ other operating exp	(51 713)	(62 402)	(72 086)
+ Depreciation, amortisation and impairments	(61 646)	(67 311)	(76 927)
= Driftkostnader	(1 182 581)	(1 472 451)	(1 874 921)
Driftsresultat	104 447	197 907	312 433
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	39 431	74 714	117 949
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	65 016	123 193	194 484
+ Netto resultat fra tilknyttet/felleskontrollert virksomhet	0	(298)	2 163
= Netto driftresultat	65 016	122 895	196 647
+ Netto finansinntekter	1 567	16 128	16 888
= Netto resultat til sysselsatt kapital	66 584	139 023	213 535
+ Netto finanskostnad	(10 389)	(10 115)	(19 351)
= Netto resultat til egenkapitalen	56 195	128 909	194 184
+ Unormalt netto driftsresultat	(52 904)	127 922	93 637
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	3 291	256 831	287 821
+ Netto utbetalt utbytte(kun kjøp av egne aksjer="utbytte")	(1 067)	(13 573)	0
= Endring i EK	2 224	243 258	287 821

Omgruppert balanse:

(tall i 1000USD)	2005	2006	2007
Driftsrelaterte anleggsmidler	424 063	683 158	1 012 741
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	15 529	32 787	59 612
= Netto anleggsmidler	408 534	650 371	953 129
Driftsrelaterte omløpsmidler	391 921	493 240	684 348
- kortsiktig driftsrelatert gjeld	478 882	453 896	596 136
= Driftsrelatert arbeidskapital	(86 961)	39 344	88 212
NETTO DRIFTSEIENDELER	321 573	689 715	1 041 341
Finansielle omløpsmidler	64 946	93 889	172 777
= Finansielle eiendeler	64 946	93 889	172 777
SYSSELSATTE EIENDELER	386 519	783 604	1 214 118
Egenkapital	288 678	531 936	819 757
Langsiktig finansiell gjeld	51 500	248 452	391 685
+ Kortsiktig finansiell gjeld	46 341	3 216	2 676
= Finansiell gjeld	97 841	251 668	394 361
SYSSELSATT KAPITAL	386 519	783 604	1 214 118

5.4 Analyse av målefeil og justering

Etter omgrupperingen er gjort, er det viktig å vurdere behovet for justeringer. Dette er fordi regnskapets rapporterte tall ikke alltid reflekterer de virkelige verdiene og da oppstår det målefeil.

Det er tre hovedårsaker til målefeil; målefeil pga avvik mellom korrekt historisk kost og verdibasert regnskapsføring, målefeil mellom god regnskapsskikk og korrekt historisk kost, og til slutt målefeil pga kreativ regnskapsføring. De to første typene av målefeil kalles ”aksepterte målefeil”, for disse er et resultat av valg av god regnskapsskikk. Kreativ regnskapsføring er et resultat av regnskapsmanipulering og ikke i samsvar med god regnskapsskikk.

Årsregnskapet til Subsea 7 er gjort, i følge revisjonsberetningen og PriceWaterhouseCoopers, i henhold til god regnskapsskikk og i samsvar med gjeldende lover og regler. Det vil derfor ikke være nødvendig å justere på grunn av kreativ regnskapsføring. Andre justeringer finner jeg heller ikke nødvendig for selskapet ettersom alle regnskapsår er ført etter IFRS fra og med år 2005. Det vil si at for alle tre regnskapsår er det brukt samme verdsettelse av postene i finansregnskapet. Det er kun en del av posten ”Depreciation, amortization and impairments” i 2005 som kan knyttes til overgangen fra NGAAP (National General Accepted Accounting Principles, her: Norsk Regnskapsstandard) til IFRS. Denne har jeg skilt ut og tatt med i det unormale driftsresultatet.

6.0 FREMTIDSREGNSKAP

Som en del av den fundamentale verdsettelsen, må man utarbeide et fremtidsregnskap gjennom budsjettering og fremskrivning av resultat og balanse. Budsjetteringen og fremskrivningen er basert på det som er fremkommet fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Videre skal tallene brukes til å komme frem til en fremtidig forventet egenkapital som skal neddiskonteres, og dermed fastsette verdien av egenkapitalen til Subsea 7.

6.1 Budsjettering til budsjetthorisonen

Budsjetthorisonen, T, er det året man går fra fullstendig budsjettering av regnskapet og over til enkel fremskrivning. Valg av budsjetthorison avhenger av tid til "steady state" og kvaliteten på regnskapsføringen. Med "steady state" menes det tidspunktet der man kan tilnærme veksten med den langsiktige veksten i økonomien generelt. Kvaliteten på regnskapet har å gjøre med om det er et verdibasert regnskap, om det er ført etter korrekt historisk kost, god regnskapskikk eller kontantprinsippet.

Jeg har valgt en budsjetthorison, T, på 2 år (T=2). Dette er en kort periode og jeg mener ikke at en "steady state" kommer etter denne budsjettperioden. Grunnen til dette valget er at Subsea 7 har gjennomført et investeringsprogram som er gått fra 2005 til 2007. I løpet av perioden har selskapet investert i 7 nye skip, utstyr og en spolebase og siste levering av disse vil finne sted i 2009. Skipene er helt nye, tre eies av Subsea 7, mens resten er innleide skip. Fra 2009 går derfor selskapet over i en annen fase; fra finansiering til en driftsfase. Som investor er det da viktig og interessant å se på denne perioden og hvilke verdier som ligger i markedet etter 2009. Forventning er at P/E skal gå ned.

Budsjetteringen gjøres ved hjelp av 7 budsjettdrivere. I budsjetteringen for fundamental verdsettelse vil rentabiliteten bli regnet på inngående kapital, det vil si at det forutsettes at kontantstrømmen skjer den 31.12. De syv budsjettdriverene er: driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel, finansiell eiendelsdel, finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet. Jeg vil nå bruke disse for å kunne budsjettere resultatet og balansen for 2008 og 2009.

Utregning av budsjettdriverne er gjort konsistent på lik måte både for historiske og budsjettede tall slik at de kan sammenlignes og brukes til å estimat for fremtiden.

Budsjettering av driftsinntekter

Her er budsjettdriver driftsinntektsveksten og er gitt ved $div_t = (DI_t - DI_{t-1}) / DI_{t-1}$, hvor DI er driftsinntekter¹³. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

¹³ Alternativt kunne driftsinntektene for Subsea 7 ha blitt beregnet slik: $DI_t = \text{skipsrate}_t * \text{mengde}_t + (1 + \text{annen driftsinntektsvekst}_t) * \text{andre driftsinntekter}_{t-1}$, men ettersom skipene inngår stadig nye kontrakter og oppnår ulike rater, vil jeg holde meg til den første

Driftsinntektene hos Subsea 7 kommer fra utførte oppdrag fra kontrakter som er inngått med kunder. Vekst i disse inntektene er blant annet avhengig av faktorer som oljepris og produksjon- og utbyggingsaktivitet. En analyse av disse faktorene, som vist under makro-trendanalysen i punkt 4.2.1, viser til forventninger om en høy oljepris og fortsatt høy leteaktivitet i olje- og gassindustrien. Positive fremtidsutsikter for markedet indikerer at veksten i driftsinntektene blir høy også de neste årene. Subsea 7 venter levering av 3 skip i løpet av 2008 og ett skip i 2009, samtidig har selskapet en backlog¹⁴ på \$1710m for 2008 og \$1017m for 2009. (Subsea 7 Annual report, 2007) Gjennomsnittlig over analyseperioden har Subsea 7 hatt en vekst i driftsinntektene på 30,4 %. Første kvartal 2008 viser en inntektsvekst på 18,1 % i forhold til første kvartal i 2007. (Subsea 7, First quarter report 2008). Dette gir gode indikasjoner på at inntjeningen i 2008 vil overstige inntektene i 2007.

For å få et anslag på driftsinntektene, tar jeg totale driftsinntekter og deler på antall skip basert på tallene for 2007. Jeg benytter meg av en flåte på 15,5 skip siden tre skip ble levert i midten av året. Jeg får da en inntjening pr skip på \$141,1m. Jeg vet at denne metoden er enkel, men ettersom det er vanskelig å spå inntjeningen for hvert enkelt skip pga de ulike ratene pr oppdrag, vil jeg benytte meg av denne. Det er også verdt å nevne at flåten består av litt eldre og nyere skip. Skipene som nylig er ankommet flåten er av den art at de kan operere i ultra-dype farvann der få selskaper har erfaring og kunnskap. (Subsea 7 Annual report, 2007) Disse skipene kan da oppnå høyere inntjening enn de andre eldre skipene. Likevel velger jeg å benytte et gjennomsnitt per skip og antar at det jevnes ut mot hverandre. Den høye inntjeningen antas å holde seg også utover i 2008 og 2009 på grunn av høy aktivitet og høye oljepriser. Ved å legge til grunn en flåte på 18,5 i 2008 og 20,5 i 2009 vil jeg få en vekst i driftsinntektene på henholdsvis 19,3% og 10,8%.

Budsjettering av netto driftseiendeler

Budsjettdriveren er omløpet til netto driftseiendeler gitt ved $onde_t = DI_t / NDE_{t-1}$, der DI er driftsinntekter og NDE er netto driftseiendeler. Omløpet til netto driftseiendeler avhenger av effektiviteten i bruken av netto driftskapital. (Knivsfå, BUS425, våren 2005) Subsea 7 opererer med en veldig høy $onde_t$. For 2006 var den lik 5,194 og for 2007 var den 3,171. Denne er på vei nedover grunnet den høye investeringen i nye driftsrelaterte anleggsmidler. Veksten i NDE er høyere enn veksten i driftsinntektene, DI, derfor reduseres $onde_t$. For 2008

¹⁴ Backlog betyr summen av forventede inntekter på allerede inngåtte kontrakter.

blir onde lik 2,506. NDE for 2008 forventes å utvikle seg omtrent likt med NDE i 2007 i absolutt verdi på grunn av at like mange skip vil entre flåten også dette året. Veksten i NDE for 2008 blir satt til 32,0%, og vi får regnet ut onde for 2009 som blir 2,105. I 2009 vil tilgangen på skip kun bestå av ett skip. Dette gjør at veksten til NDE fra 2008 til 2009 blir betraktlig mindre og settes til 16,0%.

Budsjettering av netto driftsresultat

For å komme frem til netto driftsresultat brukes $NDR_t = ndm_t * DI_t$, der ndm_t er lik netto driftsmargin og er budsjettdriveren i dette tilfellet. Netto driftsmargin er gitt ved $ndm_t = NDR_t / DI_t$. Økt konkurranse er med på å drive netto driftsmargin ned mot bransje-gjennomsnittet på lengre sikt. (Knivsflå, BUS425, våren 2005) De historiske tallene viser en ndm for 2005 på 0,051, for 2006 var ndm 0,074 og 0,09 for 2007. Dette viser at Subsea 7 har klart å økte marginen. Dette kan forklares med det som kom frem av Porter's modell under punkt 4.2.2 at Subsea 7 er i en bransje med få konkurrenter som utgjør en liten trussel for inntjeningen i bransjen. Makro-trendanalysen viste at det er tidsmessig riktig tid å være i bransjen fordi oljeprisen er så høy og det gir stor inntjening. I tillegg har Subsea 7 hatt presis levering av nye skip og et velfungerende rekrutteringsprogram som gjør at de kan opprettholde effektiviteten og kvaliteten i det de leverer. Jeg mener i samsvar med konklusjonen jeg fant av den strategiske analysen i punkt 4.4 at Subsea 7 sin posisjon i markedet ikke er truet og vil derfor kunne klare å holde oppe marginen de neste to årene. Ndm i 2008 settes til 0,11. I 2009 vil jeg forvente at ndm blir 0,12.

Budsjettering av netto finansiell gjeld

Budsjettdriverene her er finansiell gjeldsdel, $fgd_t = FG_t / NDE_t$ og finansiell eiendelsdel gitt ved $fed_t = FE_t / NDE_t$, hvor FG =finansiell gjeld, FE =finansielle eiendeler og NDE =netto driftseiendeler. Netto finansiell gjeld finnes da også ved $NFG_t = FG_t - FE_t$. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Den finansielle gjeldsdelen, fgd , har beveget seg oppover fra 0,304 i 2005 til 0,379 i 2007. Denne forholder seg rimelig stabil over tid. Bevegelsen skyldes investeringen i nye skip og finansieringen av disse med opptak av nye lån. Lånene som ble tatt opp var 2 konvertible lån der ett ble tatt opp i 2006 og ett i 2007. Disse lånene utgjør nesten hele beløpet av posten finansiell gjeld, FG . (Subsea 7 Annual Report, 2007) Investeringsperioden for investeringsprogrammet var satt opp til å vare fra 2005 til 2007, mens leveringen foregår i

tidsrommet 2007-2009. Dette tilsier at lånene som skal finansiere skipene i dette programmet allerede er tatt opp. Det ventes derfor en nedgang i fgd i 2008 og 2009 rett og slett fordi netto driftseiendeler øker og den finansielle gjelden forholder seg stabil disse årene. Fgd settes til 0,291 for 2008, omtrent slik som i 2005, og 0,251 for 2009.

Når det gjelder den finansielle eiendelsdelen, fed, og utregningen av denne, består posten finansielle eiendeler kun av finansielle omløpsmidler hos Subsea 7. De finansielle omløpsmidlene består av bankinnskudd, kontanter og kortsiktige finansielle investeringer. Uten å utdype disse noe mer vil jeg her anta en gjennomsnittlig geometrisk vekst i de finansielle eiendelene slik det har vært de foregående årene, dvs 38,6 %, og vi får en fed på 0,174 og 0,208 for henholdsvis 2008 og 2009.

Budsjettering av netto finansiell kostnad

Netto finansinntekter er her gitt ved $NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$, der fer_t er budsjettdriveren og kalles finansiell eiendelsrentabilitet. Netto finanskostnader er gitt ved $NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$, der fgr_t er budsjettdriveren og kalles finansiell gjeldsrente. Netto finansiell kostnad er da gitt ved $NFK_t - NFI_t$.

For netto finansinntekter antar jeg samme vekst i netto finansinntekter i 2008 og 2009 som fra 2006 til 2007, dvs 4,7%.

For netto finanskostnader har Subsea 7 regnet ut en egen gjeldsrente på de konvertible lånene på 8,5%. (Subsea 7 Annual report, 2007) Denne settes som fgr_t for 2008 og 2009. Lånene går til forfall i år 2011 og 2017 og gjelden antas derfor å forholde seg lik i 2008 og 2009 som nevnt ovenfor.

Andre antakelser

Når det gjelder unormalt driftsresultat, blir det litt feil å ikke ta hensyn til denne størrelsen de neste to årene i og med at denne har vært relativt høy de foregående årene. Det meste kommer fra ”driftsrelatert dirty surplus” som består av inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen. Jeg setter derfor unormalt driftsresultat til \$95m i 2008 og 2009 fordi jeg forventer føringer mot egenkapitalen også de neste årene.

Fremtidsresultat:

(tall i 1000USD)	2007	2008	2009
Driftsinntekter	2 187 354	2 609 513	2 892 906
Netto driftresultat	196 647	287 046	347 149
+ Netto finansinntekter	16 888	17 682	18 513
= Netto resultat til sysselsatt kapital	213 535	304 729	365 662
+ Netto finanskostnad	(19 351)	(33 521)	(34 000)
= Netto resultat til egenkapitalen	194 184	271 208	331 662
+ Unormalt netto driftsresultat	93 637	95 000	95 000
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	287 821	366 208	426 662
Netto utbetalt utbytte(her kun kjøp av egne aksjer som en del av "utbytte")	0	0	0
= Endring i EK	287 821	366 208	426 662

Fremtidsbalanse:

(tall i 1000USD)	2007	2008	2009
Netto driftseiendeler	1 041 341	1 374 570	1 594 501
+ Finansielle eiendeler	172 777	239 469	331 904
= SYSSELSATTE EIENDELER	1 214 118	1 614 039	1 926 405
Egenkapital	819 757	1 214 039	1 526 185
+ Finansiell gjeld	394 361	400 000	400 220
= SYSSELSATT KAPITAL	1 214 118	1 614 039	1 926 405

Fremtidig fri kontantstrøm:

(tall i 1000USD)	2007	2008	2009
Netto driftresultat	196 647	287 046	347 149
+ Unormalt netto driftsresultat	93 637	95 000	95 000
- Endring i netto driftseiendeler	351 626	333 229	219 931
= Fri kontantstrøm fra drift	(61 343)	48 817	222 218
+ Netto finansinntekter	16 888	17 682	18 513
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	78 888	66 692	92 435
= Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	(123 342)	(192)	148 296
+ Netto finanskostnad	(19 351)	(33 521)	(34 000)
+ Endring i finansiell gjeld	142 693	5 639	220
= Fri kontantstrøm til egenkapital	0	(28 074)	114 516

7.0 AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN

For en investor vil kravet til avkastning være minst like stor som avkastningen på en tilsvarende investering, etter at man har tatt hensyn til relevant risiko. I denne oppgaven antar jeg at investoren er veldiversifisert og er da kun utsatt for systematisk risiko¹⁵. Dette vil jeg bruke sammen med kapitalverdimodellen for å komme frem til avkastningskravet til egenkapitalen. Jeg vil gi en presentasjon av modellen for så å regne ut kravet i analyseperioden og de budsjetterte årene. Deretter vil jeg vise historiske og budsjetterte tall for egenkapitalrentabiliteten i forhold til egenkapitalkravet, for å forklare eventuell superprofitt.

7.1 Kapitalverdimodellen, CAPM

Jeg vil her vise hvordan jeg kommer frem til de historiske kravene til egenkapitalen for årene 2005 til 2007. Utregningen tar utgangspunkt i kapitalverdimodellen, CAPM. (Teori og antakelser hentet fra Investments, Bodie, Kane, Marcus, 2005)

Egenkapitalkravet, r_e , gitt gjennom CAPM fremstilles på følgende måte;

$$r_e = r_f + \beta_e(E(r_m) - r_f)$$

hvor

r_f = Risikofri rente

β_e = Betaværdien til egenkapitalen

$E(r_m)$ = Forventet markedsavkastning

$E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopremie

Modellen bygger på antagelsene om et perfekt kapitalmarked med null transaksjonskostnader, at renten på inn- og utlån er lik risikofri rente, at aksjene i selskapet omsettes fritt samt fravær av asymmetrisk informasjon (markedeffisiens). Dette betyr at investorer kostnadsfritt kan diversifisere porteføljen og porteføljenrisikoen til egne preferanser ved å allokere kapitalen mellom den risikofrie investeringen og markedsporteføljen. Den virkelige verden fungerer ikke

¹⁵ Total risiko = usystematisk risiko + systematisk risiko. Ved å spre investeringene på flere ulike aksjer i en portefølje vil man kunne diversifisere bort den usystematiske risikoen (selskaps-spesifikk risiko) og sitter da kun igjen med den systematiske risikoen. Systematisk risiko er gitt ved $\beta_p^2 * \text{Var}(m_i)$

slik, derfor vil jeg legge til et par elementer for å tilpasse modellen. Disse elementene er skatt og eventuell illikviditetspremie. I det videre vil jeg forklare hvert enkelt ledd i utregningen av egenkapitalkravet, for så å gjøre rede for valgene til de verdiene jeg har satt.

Risikofri rente, r_f

Risikofri rente forbindes ofte med den renten man oppnår ved innskudd i bank. For å finne denne, brukes en NIBOR-rente (Norwegian Interbank Offered Rate) som et mål på nominell risikofri rente, alternativt kan man benytte renten på statsobligasjoner. I dette tilfellet velger jeg å regne den historiske risikofrie renten ut fra 3- måneders effektiv NIBOR-rente etter skatt, med fradrag av en risikopremie på 10%. Risikopremien kommer av at NIBOR-renten ikke er helt risikofri. Det er usikkert hvor høy denne risikopremien bør være, men i dette tilfelle benyttes 10% av NIBOR-renten. (Knivsflå, BUS425, våren 2005), (www.norges-bank.no) Skattesatsene som blir brukt er årlig gjennomsnittlig corporation tax som oppgitt i årsrapportene til Subsea 7.

Beta til egenkapitalen, β_e

Beta et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til selskapet. En høyere beta enn markedsbetaen, som er $\beta_m = 1$, betyr at aksjen i selskapet er mer risikabel enn markedet. Beta under 1 betyr at aksjen er mindre risikabel enn markedet. Derimot er betaen til en risikofri plassering lik 0.

For å kunne finne beta til egenkapitalen for hvert av de tre analyseårene (2005-2007) må jeg først finne den gjennomsnittlige netto driftsbetaen¹⁶ over analyseperioden. Den gjennomsnittlige netto driftsbetaen over de tre årene antas her for å fungere som beste anslag for den gjennomsnittlige driftsbetaen for hvert av årene. Denne antagelsen bygger på Modigliani-Miller "proposition 1" hvor det antas et perfekt kapitalmarked, og at verdien av et selskap er uavhengig av hvordan det er finansiert. I et perfekt kapitalmarked vil det ikke finnes skatt, det er ikke tilfelle her, men jeg vil likevel benytte dette for å komme frem til anslaget for gjennomsnittlig netto driftsbeta. (Corporate finance, FIE 402E, våren 2006) (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

¹⁶ Netto driftsbeta kommer fra antakelsene om at avkastningen til netto driftskapital er et vektet avk.krav der man vekter kravet til EK, kravet til minoritet og kravet til netto finansiell gjeld i forhold til balanseførte verdier. Dermed kan vi finne netto driftsbeta ved vekte beta for EK, beta for minoritet og beta til netto finansiell gjeld slik som det ble gjort for netto driftskapital. Se utregning i teksten.

Når gjennomsnittlig netto driftsbeta skal beregnes, må jeg først finne den gjennomsnittlige betaen til egenkapitalen over de tre analyseårene samt netto finansiell gjeldsbeta. Netto finansiell gjeldsbeta er lik 0. Det kommer av at den systematiske risikoen til finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler, slik at systematisk risiko blir eliminert. (Knivsflå, BUS425, våren 2005) Når det gjelder den gjennomsnittlige betaen til egenkapitalen benytter jeg et estimat gitt av Nordea Markets fra desember 2007 relativt til Oslo Børs (OBX), denne var satt til 1,32.

Netto driftskapital er gitt ved $NDK = EK + MI + NFG$,

Beta til netto driftskapital blir fastsatt gjennom vekting, og vi får at;

$\beta_{NDK} * NDK = \beta_e * EK + \beta_{MI} * MI + \beta_{NFG} * NFG$, som igjen gir

$\beta_{NDK} = \beta_e * (EK/NDK) + \beta_{MI} * (MI/NDK) + \beta_{NFG} * (NFG/NDK)$, under forutsetning at $\beta_{MI} = \beta_e$. Minoritetsinteressene til Subsea 7 er lik null, derfor kan vi se bort ifra dette leddet i utregningen.

Utregningen av vektene ovenfor er gjort etter formen $(IB \text{ kapital} + \Delta \text{ kapital} (UB - IB) - \text{opptjent resultat i perioden}) / 2$. Dette er for å komme frem til et krav til avkastningen som er regnet etterskuddsvis og kan deretter benyttes til å sammenlignes med en etterskuddsrentabilitet. I formelen antas det at alle inn- og utbetalinger skjer i midten av året, derfor deles det på 2. For noen av utregningene trengs det da tall fra regnskapsåret 2004. Disse tallene er publisert i Subsea 7 sin årsrapport fra 2005, og tallene er satt opp med henhold til IFRS.

Gjennomsnittlig driftsbeta blir da:

Løsning med hensyn på netto driftsbeta	Snitt 2005-2007
Egenkapitalbeta	1,320
* EK/NDK	0,771
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000
* NFG/NDK	0,248
= Gjennomsnittlig netto driftsbeta	1,017

Med utgangspunkt i Modigliani-Miller posisjonen om at verdien til et selskap er uavhengig av hvordan det er finansiert, vil netto driftsbeta være konstant. Dette medfører at netto

driftsbeta blir satt til 1,017 for alle de tre årene, fra 2005 til 2007. Med denne beslutningen kan vi nå finne egenkapitalbeta for hvert av de tre årene.

Løsning med hensyn på egenkapitalbeta	2005	2006	2007
X Egenkapitalbeta	1,305	1,306	1,348
* EK/NDK	0,779	0,779	0,754
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000
* NFG/NDK	0,099	0,355	0,289
= Gjennomsnittlig netto driftsbeta	1,017	1,017	1,017

Markedets risikopremie ($E(r_m) - r_f$) og illikviditetspremie

Nå som betaverdien til egenkapitalen er kjent, gjenstår det å finne markedets risikopremie etter skatt og eventuell illikviditetspremie, λ . Jeg velger her å bruke en skattejustert risikopremie på 8 % (Prosjektanalyse, Bøhren, Gjærum, 1999) for de tre analyseårene. Når det gjelder illikviditeten til selskapet er denne avhengig av graden av markedssvikt og selskapsspesifikk risiko knyttet til selskapet. Markedssvikt kommer av ulik informasjon hos investorer og selskap, eller at investorer av andre årsaker ønsker å være lite diversifiserte. Utdypelsen av selskapsspesifikk risiko er ikke vektlagt i denne oppgaven, men fordi aksjen til Subsea 7 er relativ likvid på Oslo Børs og antagelse om at investorene er veldiversifiserte setter jeg illikviditetspremie til 0 %.

Utrekning av kravet til egenkapitalen blir da som vist i tabellen under,

$$\text{hvor } e_k = r_e = r_f + \beta_e(E(r_m) - r_f) + \lambda$$

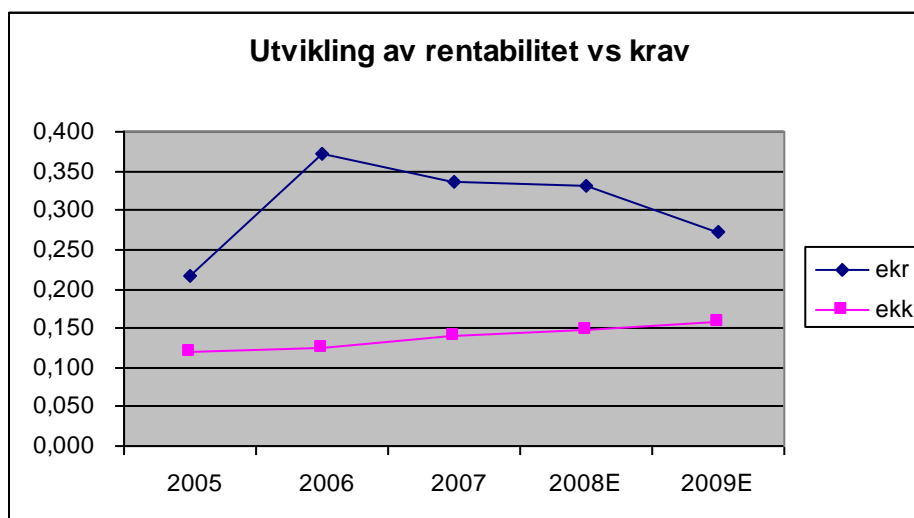
Egenkapitalkravet	2005	2006	2007	snitt 2005-2007
3-måneders NIBOR-rente	0,023	0,032	0,051	0,035
- Risikotillegg; 10% av Nibor	0,002	0,003	0,005	0,004
= Risikofri rente før skatt	0,020	0,029	0,046	0,032
- Corporation tax	0,006	0,008	0,013	0,009
= Risikofri rente etter skatt	0,014	0,021	0,033	0,023
+ Beta til egenkapitalen	1,305	1,306	1,348	1,320
* Risikopremie etter skatt	0,080	0,080	0,080	0,080
+ illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav	0,119	0,126	0,141	0,128

7.2 Analyse av vekst og lønnsomhet til egenkapitalen

Ekk for hvert av budsjettårene antas å vokse med 5,7% for hvert av år. Dette er lik den geometriske veksten i analyseperioden og er på grunn av antagelse om at utbyttepolitikken vil ligge fast, og derfor vil ikke ekk påvirkes i større grad. Ekk vil da utvikle seg som tidligere. Når det gjelder utregningen av ekr, er det i følge førsteamanuensis Kjell Henry Knivsfå mest riktig å regne historiske rentabiliteter ut på etterskuddsbasis og med antagelsen at alle inn-og utbetalinger skjer i midten av året ($ekr = NREt / (EKt - 1 + (\Delta EKt - NREt) / 2)$). I årene med budsjetterte tall skal derimot ekr regnes ut basert på antagelsen om at kontantstrømmene skjer den 31.12, $ekr = NREt / EKt - 1$. Jeg har valgt å gjøre slik Knivsfå anbefaler. Under er disse verdiene regnet ut og vi får da superrentabiliteten for selskapet.

Analyse av vekst og lønnsomhet	2005	2006	2007	2008E	2009E
ekr	0,217	0,373	0,336	0,331	0,273
- ekk	0,119	0,126	0,141	0,149	0,157
= Superprofitt	0,098	0,247	0,195	0,182	0,116
Egenkapitalvekst $ekv = (EKt - EKt - 1) / EKt - 1$	0,0078	0,8427	0,5411	0,4810	0,2571

Figuren under illustrerer utviklingen i ekk og ekr. Området mellom disse to grafene utgjør superprofitten.



Figur 19, Utvikling av rentabilitet vs krav

Som figuren viser er egenkapitalrentabiliteten synkende, men egenkapitalkravet er svakt stigende. Over hele perioden er det en høy superprofitt. Til tross for at den er synkende, er den likevel høy i forhold til andre bransjer i markedet. Denne superprofitten forklares ved det jeg

kom frem til i den strategiske analysen under punkt 4.4. Analysen viser at det er tidmessig riktig å være i bransjen og Subsea 7 har de assets som er viktig for å utøve effektiv drift, i tillegg er det få konkurrenter og høye inngangsbarrierer på å få tak i arbeidsfolk. Dette mener jeg bidrar til den superprofitten som vises her.

8.0 VERDSETTELSE ETTER EGENKAPITALMETODEN

Verdsettelse etter egenkapitalmetoden er en metode innenfor fundamental verdsettelse. I tillegg til egenkapitalmetoden finnes totalkapitalmetoden, men denne skal jeg ikke gå inn på her. Egenkapitalmetoden har igjen fire ulike verdsettelsesmodeller å velge mellom. Alle disse skal gi det samme verdiesimatet. De fire modellene er netto betalt utbytte-modellen, fri kontanstrøm til egenkapital-modellen, superprofitt-modellen og superprofittvekst-modellen.

Jeg velger å benytte superprofittmodellen (SPE-modellen) til å verdsette egenkapitalen til Subsea 7. Først vil jeg regne ut verdien til egenkapitalen per 31.12.2007 for de to budsjetterte årene. Ut ifra dette kan jeg allerede si noe om hvor stor del av dagens aksjekurs som må komme fra inntjening i markedet utover 2009. Jeg vil derfor underbygge tallet jeg kommer frem til ved å vise hvordan de fremtidige verdiene fremkommer og i tillegg sette en verdi på disse. Jeg vil først si noe om egenkapitalen og veksten i ekr og ekk for årene 2010 til 2012 (2012 = budsjettthorisonen T) for så å si noe om tiden etter dette, kalt fremskrivningsperioden, T+1. Grunnen til at jeg har valgt en periode frem til 2012 er de sterke antagelsene om forventet høy oljepris de neste fem årene som ble nevnt under punkt 2.1.1.

8.1 Utregning av verdiesimatet for egenkapitalen

Superprofittmodellen er gitt ved:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) \cdot EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr_T - ekk_T) \cdot EK_T}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

VEK= virkelig verdi til egenkapitalen. Det siste leddet er horisont-leddet og her antas det konstant vekst i fremskrivningsperioden. Leddet (ekk-ekv) benyttes derfor i telleren i det siste leddet i stedet for (ekr_t-ek_k_t) som vist her . (ek_k-ek_v) er tall som hentet fra fremskrivningsperioden, T+1. (Knivsflå, BUS425, våren 2005)

Antakelser for perioden 2010 til 2012 og T+1

For å kunne si noe om ekr ($ekr = NREt/EKt-1$) må jeg først anta noe om EK og NRE for perioden. Jeg antar en årlig vekst i egenkapitalen på henholdsvis 20%, 18%, 16% for de tre årene. Dette er fordi jeg tror markedet vil holde seg oppe og at vi kan vente flere investeringer i disse årene. Den samme vekst-takten har jeg satt på NRE rett og slett fordi forholdet $EKt/NREt$ har holdt seg mer eller mindre stabilt rundt 20 %, alle de foregående årene. Diskonteringsfaktoren, ekk, antar jeg vil utvikle seg med samme vekst som for de budsjetterte årene, nemlig 5,7%. Når det gjelder fremskrivning etter 2012, er dette tall som skal anta kontant vekst fremover. Jeg mener disse vil ligge under verdiene for 2012 på grunn av den usikre oljeprisen så langt frem i tid og usikkerheten i områdene hvor selskapet opererer. Et unntak er ekk, som jeg antar vil holde seg oppe.

Under vises en oppsummering av antakelsene som er gjort i dette avsnittet.

Antakelse av vekst og lønnsomhet	2 009	2 010	2 011	2 012	T+1
NRE	331 662	397 995	469 634	544 775	
EK	1 526 185	1 831 423	2 161 079	2 506 851	
ekr	0,273	0,261	0,256	0,252	0,235
- ekk	0,157	0,166	0,175	0,185	0,185
= Superprofitt	0,116	0,095	0,081	0,067	0,050
Egenkapitalvekst $ekv=(EKt-EKt-1)/EKt-1$	0,257	0,200	0,180	0,160	0,165

Virkelig verdi av egenkapitalen for budsjettperioden og verdien i markedet blir da i følge mine antagelser som vist i utregningen under.

SPE-modellen(tall i 1000USD)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	T+1
Balanseført egenkapital	819 757						
Superprofitt til EK		149 424	141 022	144 678	148 326	144 021	125 343
Diskonteringsfaktor		1,149	1,329	1,549	1,821	2,159	2,159
Nåverdien over budsjettperioden	236 214	130 096	106 118	93 371	81 438	66 705	58 053
Nåverdien utover budsjettperioden(2010-2012)	241 514						
Verdien av horisontleddet	2322135						2322135
Total verdi av egenkapitalen	3 619 620						
VEK over budsjettperioden	1 055 971						
VEK per aksje for budsjettperioden (NOK)	42						
Aksjepris Oslo Børs 30.05.2008 i NOK	146						
VEK per aksje som utgjør fremtidige verdier (NOK)	104						
VEK per aksje 31.12.2007 (NOK)	136						
VEK per aksje 30.05.2008 (NOK)	144						
Ant aksjer	147 737 480						
Aksjekurs*	5,55						

*Aksjekursen som er benyttet er hentet fra selskapet årsrapport for 2007.

8.2 Konklusjon

Ut ifra mine beregninger vil verdien av VEK per aksje for budsjettperioden 2007 til 2009 utgjøre 42 NOK av kursen på Oslo Børs per 30.05.2008. Denne fremkommer ved å ta summen av balanseført egenkapital per 31.12.2007 og legge til nåverdien over budsjettperioden (2008-2009). Dette gir en VEK over budsjettperioden på 1 055 971 000 USD. Ved å dele summen på antall aksjer og deretter multiplisere med kursen, kommer jeg frem til en VEK per aksje på 40 NOK. Dette er verdien per 31.12.2007. For å få kursen per 30.05.2008 tar man $40 * (1 + e^{k_{2008}})^{(151/366)}$ som gir 42 NOK. Kursen på Oslo Børs var på denne dato 146 NOK. Dette vil si at vil si at det resterende beløpet på 104 NOK per aksje utgjør verdiene som ligger i markedet utover budsjettperioden.

For å gi en antagelse om hvordan verdiene vil være utover budsjettperioden, har jeg kommet frem til en nåverdi utover budsjettperioden samt en verdi av horisontleddet. Jeg har benyttet den samme SPE-modellen som vist innledningsvis sammen med antagelsene mine.

Nåverdien av egenkapitalen for årene 2010 til 2012 blir da 241 514 000 USD. Når det gjelder horisontleddet antas det konstant vekst i fremskrivningsperioden, og summen fremkommer ved å ta superprofitten for T+1 som er 5,00%, multiplisere dette med EK for 2012, deretter dele på diskonteringsfaktoren lik den for 2012 og til slutt dele dette igjen på (ekk-ekv) som er de antatte verdiene for perioden T+1, altså 18,50-16,00% som er 2,50%. Utregningen blir som følger: $(0,05*2506851)/((2,159)*(0,025))$. Dette gir en tilnærmet nåverdi på horisontleddet på 23 222 135 000USD.

Med den antatte verdien på horisontleddet og nåverdien utover budsjettperioden (2010-2012), oppnår jeg en VEK per aksje per 30.05.2008 på 144 NOK. Denne fremkommer ved først å ta summen av balanseført kapital, nåverdien over budsjettperioden, nåverdien utover budsjettperioden og horisontleddet. Dette gir en total verdi på egenkapitalen per 31.12.2007 på 3 619 620 000USD. Deretter deler man på antall aksjer og ganger med kursen. Dette gir en VEK per aksje per 31.12.2007 på 136 NOK. VEK per aksje per 30.05.2008 blir da $136*(1+ekk_{2008})^{(151/366)}= 144$ NOK. Dette er ganske nærme aksjekursen som var gitt på Oslo Børs på samme tidspunkt, nemlig 146 NOK.

Med anslaget jeg har kommet frem til, mener jeg at svært mye av dagens aksjekurs kommer fra inntjening som ligger etter min budsjettperiode på 2 år.

9.0 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON

Mine beregninger viser at store deler av inntjeningen for selskapet ligger frem i tid. Jeg fant at hele 104 NOK av kursen på 146 NOK var verdier som ligger i markedet. Jeg mener at markedet ser verdiene av investeringene som er blitt gjort i selskapets i perioden 2005-2007, og kan nå høste godt av dette. Jeg mener også at den strategiske analysen av selskapet godtgjør for at dette er sannsynlig. Subsea 7 opererer i en skjermet bransje med få konkurrenter og med høye inngangsbarriere på å få tak i kompetent arbeidskraft. Timingen i markedet er perfekt, og inntjeningspotensialet er stort. Oljeprisen er ventet å holde seg høy i flere år til ifølge ekspertene. Jeg mener at dersom Subsea 7 klarer å opprettholde en strategisk assets-investering, en ung flåte og fokus på effektivitet og sikkerhet i levering av tjenestene,

vil selskapet kunne klare å holde på de høye verdiene som ligger i markedet i flere år fremover.

10.0 KILDER

Bøker

Hill, C.W.L. Jones, G.R (2004); Strategic Management, 6th edition, Houghton Mifflin Company.

Jacobsen, E.W. & Lien, (2001); Ekspansjon, Gyldendal Akademisk

Bodie, Zvi. Kane, A. and Marcus, A.J. (2005); Investments, 6th edition, The McGraw-Hill Companies, Inc. New York

Bøhren, Ø. Gjørum, P.I (1999); Prosjektanalyse, Skarvet Forlag

Brealey, R.A. Myers, S.C. Allen, F. (2006); Corporate Finance, 8th edition, The McGraw-Hill Companies, Inc. New York

Internett sider

www.subsea7.com

www.wikipedia.org

www.npd.no

www.norges-bank.no

www.dn.no, 10.07.2007

www.dn.no, 19.12.2007

www.dn.no, 08.01.2008

www.Offshore247.com

www.intsok.no

Årsrapporter

Subsea 7 Annual Report 2007

Subsea 7 Annual Report 2006

Subsea 7 Annual Report 2005

Subsea 7, First quarter report 2008

Prospekt Subsea 7 Inc., 28.06.07

Acergy Annual Report 2006

Acergy Annual Report and Accounts 2007

Technip 2007 Results

Andre rapporter/forelesningsnotater

Carnegie, Quarterly Oil Market Report, Aug 2007

ODS Petrodata, Mis-Offshore Market Analysis for Nordea, March 2007,

Internasjonale Offshore Aktiviteter, Norsk Offshoredag 26.05.2005 (presentasjon)

Olje og gass, Mediaplanet, 3.utgave februar 2008

Knivslå, BUS425, våren 2005

Knivslå, BUS425, høsten 2004

Stensaker, STR210, våren 2004

Corporate finance, FIE 402E, våren 2006

Personer

Inge Gabrielsen, tidl. Vice President Norway, Subsea7

Geir Helge Heggland, Vessel Superintendent, Subsea 7

Claire Strachan, Global Corporate Communications & Marketing Manager, Subsea 7