

Norges Handelshøyskole
Bergen, høsten 2005

Utredning i fordypningsområdet: Finansiering og finansiell økonomi
Veileder: Tore Leite

Verdivurdering av



Prosafe

Av
Tom Sanne

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

Sammendrag av utredningen

Prosafe ASA er et offshore selskap som eier og driver verdens største flåte av halvt-nedsenkbare bolig- og service rigger. I tillegg er de en ledende eier og operatør av flytende produksjons- og lagringsfartøyer.

Selskapet har uttrykt følgende visjon:

”Prosafe har som visjon å være en ledende og innovativ leverandør av produkter og tjenester til utvalgte nisjer i den globale olje- og gassindustrien.”(Prosafe.no)

Prosafe har mesteparten av sine inntekter, kostnader og gjeldsforpliktelser i USD, og selv om de er notert på Oslo Børs, så vil jeg gjøre min verdsettelse som om de skulle noteres på den amerikanske børsen NYSE. Dermed slipper jeg å foreta en valutakorreksjon av alle beregningene mine og jeg vil finne en verdi av selskapet uttrykt i USD. Denne verdien kan likevel sammenlignes med børsverdien på Oslo Børs ved at jeg korrigerer for valutakursen på den aktuelle verdsettelsesdatoen, 17.01.2006.

Jeg vil i denne utredningen gjøre en analytisk tilnærming til verdsettelsen av Prosafe. Dette innebærer at jeg vil gå ned på detaljnivå og verdsette de ulike riggene og fartøyene hver for seg. Jeg vil ta med en strategisk analyse av selskapet med fokus på den eksterne analysen og Porters ”Five Forces” modell, men hovedvekten av oppgaven vil være på kontantstrømanalysen og alle beregningene knyttet til den.

Til slutt vil jeg foreta en sensitivitetsanalyse som viser at det er svært vanskelig å sette en bestemt verdi på selskapet. Jeg vil av den grunn sette et verdi-intervall som jeg mener er fornuftig. Jeg konkluderer med at selskapet er undervurdert ved Oslo Børs og jeg har derfor en kjøpsanbefaling på aksjen.

Forord

Denne utredningen er skrevet som en del av siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole, der jeg har hatt min fordypning i fagområdet Finansiering og finansiell økonomi.

Jeg ønsket å skrive en verdsettelsesoppgave med en analytisk tilnærming, da dette vil gi den beste læringseffekten i forhold til det jeg skal gjøre senere. Jeg har fått god innsikt i hvordan en kan bruke det en har lært skolen på en fornuftig måte i praksis, og i tillegg har jeg erfart at en må gjøre noen forenklinger og antagelser som ikke alltid kan forklares i en teoretisk modell.

Valget av Prosafe ASA var litt tilfeldig. Jeg er fra Stavanger og ønsket derfor å skrive om en oljerelatert bedrift, og etter samtaler med personer i mitt nærmiljø, fikk jeg inntrykk av at dette var et spennende og interessant selskap. I ettertid må jeg si meg enig i dette, og arbeidet har gitt meg god innsikt, både i Prosafe som selskap, og markedene som de opererer i.

Til slutt vil jeg få takke min veileder Tore Leite for rask og god tilbakemelding. En spesiell stor takk går også til Karl Ronny Klungtvedt i Prosafe ASA og Frank Harestad i Pareto Securities ASA, som i en hektisk hverdag satte av tid til meg.

1	INNLEDNING	6
1.1	PRESENTASJON AV PROSAFE ASA.....	6
1.1.1	Bakgrunn	6
1.1.2	Historie.....	8
1.1.3	Struktur.....	8
1.1.4	Strategi og målsetting	9
1.1.5	Virksomhet.....	10
1.1.6	Markedsoversikt	13
1.1.7	Aksjonærforhold og kursutvikling.....	16
2	STRATEGISK ANALYSE	18
2.1	MAKROØKONOMISKE PERSPEKTIVER	18
2.1.1	Markedsutvikling på verdensbasis.....	18
2.1.2	Markedsutviklingen i offshore markedene.....	18
2.1.3	Oppsummering	20
2.2	EKSTERN ANALYSE	20
2.2.1	Konkurrenter	21
2.2.2	Kundenes forhandlingsmakt.....	22
2.2.3	Leverandører.....	23
2.2.4	Inntrengere	24
2.2.5	Substitutter.....	25
2.2.6	Konklusjoner av den strategiske analysen.....	25
3	VERDSETTELSESTEORI	27
3.1	INNLEDNING.....	27
3.2	VERDSETTELSESMODELLER.....	27
3.2.1	Inntjeningsbaserte modeller.....	27
3.2.2	Balansebaserte modeller.....	32
3.3	VALG AV METODE.....	33
	OFFSHORE SUPPORT SERVICES	34
	FLOATING PRODUCTION	35
4	FORKLARING AV STØRRELSER TIL RESULTATREGNSKAP OG BALANSE.....	36
4.1	INNTEKTER.....	36
4.1.1	Dagrateinntekter	36
4.1.2	Andre inntekter.....	41
4.1.3	Renteinntekter.....	41
4.2	KOSTNADER.....	41
4.2.1	Dagrate relaterte kostnader.....	41
4.2.2	Andre driftsrelaterte kostnader.....	43
4.2.3	Rentekostnader.....	43
4.2.4	Skattekostnader	44
4.3	AVSKRIVNINGER.....	45
4.4	DIVIDENDE.....	45
4.5	BALANSEN	46
4.5.1	Anleggsmidler.....	46
4.5.2	Omløpsmidler.....	46
4.5.3	Gjeld	47
4.5.4	Egenkapital.....	47
5	AVKASTNINGSKRAV	48
5.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN.....	49
5.1.1	Risikofri rente.....	50
5.1.2	Markedets risikopremie.....	51
5.1.3	Betaverdi	51
5.1.4	Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen.....	52
5.2	AVKASTNINGSKRAV TIL GJELD.....	52

5.3	WACC	53
5.4	OPPSUMMERING AV AVKASTNINGSKRAV	54
6	INNLEDNING TIL KONTANTSTRØMANALYSE.....	55
6.1	INVESTERINGER	55
6.1.1	<i>Offshore Support Services</i>	55
6.1.2	<i>Floating Production</i>	55
6.1.3	<i>Andre investeringer</i>	56
6.2	SKRAPVERDI	56
6.3	ENDRING I ARBEIDSKAPITAL.....	57
7	KONTANTSTRØMANALYSE (DCF).....	58
7.1	OFFSHORE SUPPORT SERVICES	58
7.2	FLOATING PRODUCTION	60
7.3	KONSERNKOSTNADER.....	62
7.4	UTSATT SKATTEKOSTNAD	63
7.5	TOTALVERDI	64
7.6	NETTO RENTEBÆRENDE GJELD	64
7.7	VERDI AV EGENKAPITAL.....	65
8	SENSITIVITETSANALYSE.....	66
8.1	ENDRING I AVKASTNINGSKRAVENE.....	66
8.2	LEVETID	67
8.3	GJENNOMSNTTLIG UTNYTTELSESGRAD AV FLÅTEN OG DAGRATENIVÅ	67
8.4	PVGO FOR FLOATING PRODUCTION	68
8.5	SCENARIO ANALYSE	69
	<i>Best case scenario</i>	69
	<i>Hoved scenario</i>	69
	<i>Worst case scenario</i>	69
8.6	OPPSUMMERING AV SENSITIVITETSANALYSE.....	69
8.7	VERDIANSLAG	70
9	RIMELIGHETSVURDERING OG KONKLUSJON.....	71
9.1	RIMELIGHETSVURDERING.....	71
9.2	KONKLUSJON	71
10	KILDER OG APPENDIKS.....	72
10.1	KILDER.....	72

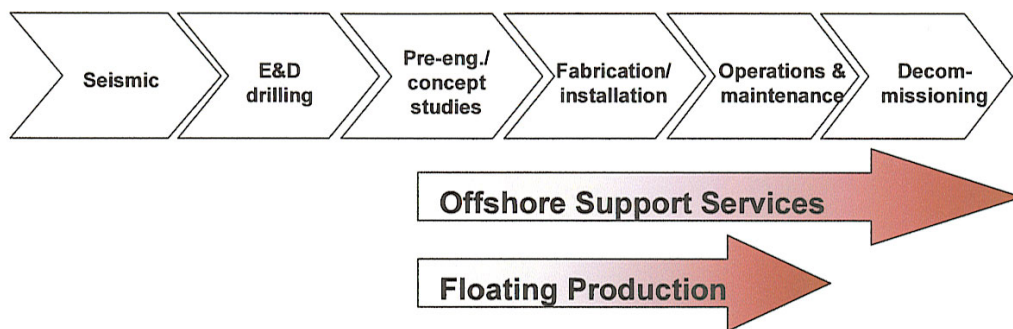
1 Innledning

1.1 Presentasjon av Prosafe ASA



1.1.1 Bakgrunn

Prosafe ASA (heretter kalt Prosafe) er et offshore selskap som består av et morselskap og to forretningsområder; Offshore Support Services og Floating Production. Avdelingen Offshore Support Services eier og driver verdens største flåte av halvt-nedsenkbare bolig- og servicerigger. Riggene minner veldig mye om de tradisjonelle boreplattformene med tanke på hvordan skrogene er bygget. På oversiden er de derimot bygget for bolig- og serviceformål, og de blir brukt i forbindelse med installasjon, vedlikehold og avvikling av oljeplattformer. I tillegg er Floating Production avdelingen en ledende eier og operatør av flytende produksjons- og lagringsfartøyer (FPSO-er) utenfor Nordsjøen. Disse fartøyene blir først bygget eller konvertert etter at det er inngått en kontrakt med et oljeselskap om utvinning av olje og gass på et bestemt felt. Hvis en ser dette i sammenheng med riggene som de eier, kan en si at Prosafe befinner seg i slutten av verdikjeden for offshore oljevirksomhet. Både riggene og FPSO-ene kommer inn i verdikjeden først etter at oljeselskapene har tatt de store investeringene og bestemt seg for å starte opp produksjonen på et felt. Figur 1 på neste side illustrerer dette.



Figur 1 Verdikjeden i oljebransje

Prosafe har sitt hovedkontor i Tananger, som ligger like utenfor Stavanger, mens resten av virksomheten er flyttet ut av Norge av skattemessige årsaker. Floating Production avdelingen har hatt sin hovedbase i Singapore helt siden de ble en del av selskapet i 2001, og i 2005 bestemte selskapet seg for også å flytte avdelingen Offshore Support Services ut av Norge. Dette henger sammen med at riggene som de eier ikke lenger er kvalifisert for det norske tonnasjeskatt systemet, og for å unngå en ekstrabeskatning har de valgt å flytte virksomheten til et regime uten skatt. I tredjekvartals rapporten fra 2005 uttrykkes det på følgende måte:

”Prosafe`s rig business will no longer qualify for the Norwegian tonnage tax regime from 1 January 2006.

Plans for relocation of rig business as from 2006 in place:

Move the rig business from a deferred tax regime (tax rate 28 per cent) to a regime with no tax.”

Prosafe har omtrent 600 ansatte og de vil få en estimert omsetning på USD 296,9 millioner i 2005, noe som gjør dem til en relativt stor aktør innenfor deres utpekte markeder. I august 2005 solgte selskapet Drilling Services avdelingen til boreselskapet KCA Deutag Drilling Norge AS for USD 89 millioner, hovedsakelig for å få et enda sterkere fokus på de to andre forretningsområdene sine.

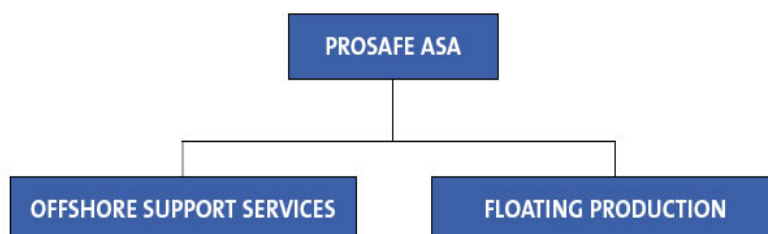
1.1.2 Historie

Selskapets historie går tilbake til 1972, da Morco Norge ble tildelt kontrakt for boring på Ekofisk-feltet. Det var på denne tiden at det norske oljeeventyret virkelig skjøt fart, og det var høy aktivitet i hele oljesektoren. Dette gjaldt også for Morco Norge, og endringer i eierstrukturen førte til at det skjedde en rekke fusjoner, oppkjøp og navneendringer i selskapet. De tok navn som Norcem Drilling, Aker Drilling og ble senere en del av Transocean ASA. Disse selskapene var hovedsaklig boreselskap, og Prosafe slik det er i dag ble ikke etablert før i 1997, da forretningsvirksomhetene plattformboring og tekniske tjenester ble fisjonert fra Transocean som et eget selskap. Dette selskapet ble børsnotert under navnet Procon Offshore ASA, som etter en fusjon med Safe Offshore ASA, fikk navnet Prosafe. Safe Offshore kontrollerte på dette tidspunktet tre bolig- og service rigger, og på den måten ble selskapet utvidet med det nye forretningsområdet Offshore Support Services. I årene som fulgte kjøpte de seg videre opp i riggmarkedet og i dag er de verdens ledende operatør av halvt-nedsenkbare bolig- og servicerigger med sine åtte rigger.

I 2001 utvidet de aktivitetsområdet sitt ytterligere gjennom et oppkjøp av det Singapore-baserte selskapet Nortrans Offshore Ltd, slik at aktivitetsporteføljen i dag også inkluderer utleie og drift av FPSO/FSO-er. Prosafe har etter hvert blitt en stor aktør innefor dette området og i dag eier og/ eller opererer de en flåte av åtte FPSO/FSO-er, der to av dem ikke blir ferdigstilt før i 2007.

1.1.3 Struktur

Prosafe består av et morselskap og to forretningsområder:



Figur 2 Konsernstruktur

Som det kommer frem av figur 2 så har Prosafe en ukomplisert struktur. Floating Production enheten er den største avdelingen med tanke på antall ansatte. De sysselsatte 475 personer ved utgangen av tredje kvartal i 2005 mens Offshore Support Services hadde 119 personer på samme tidspunkt. Med tanke på omsetning er derimot Offshore Support Services størst med en estimert omsetning på USD 180 millioner i 2005 mot Floating production sine 110.

1.1.4 Strategi og målsetting

”Prosafe har som visjon å være en ledende og innovativ leverandør av produkter og tjenester til utvalgte nisjer i den globale olje- og gassindustrien.”(Prosafe.no)

De har videre delt strategien sin inn i en konsernstrategi og en strategi for hver av de to forretningsområdene.

Konsernstrategi

Prosafe har som strategi at de skal være fokusert på eksisterende virksomhet fremfor å ekspandere i nye segmenter slik at de unngår å få en bredere forretningsportefølje. I tillegg vil de være et selskap som tar vare på sine aksjonærer på en best mulig måte, og i det ligger det at alle strategiske beslutninger skal fastlegges med tanke på å maksimere aksjonærenes nytte.

Offshore Support Services

Denne avdelingen har som strategi at de skal ha den største og mest fleksible flåten av halvt-nedsenkbare bolig- og servicerrigger. Med fleksibilitet tenkes her på at de skal ha de mest avanserte riggene slik at de til enhver tid kan tiltrekke seg de mest attraktive kundene og kontraktene rundt om i hele verden. Dette skal bidra til å nå målsetningen om å maksimere flåteutnyttelsen og den frie kontantstrømmen.

Floating Production

Prosafe sikter på å være en ledende aktør i nisjen for eie, leie og drift av FPSO/FSO-er på verdensbasis, og være best over tid målt i lønnsomhet. Forretningsområdets geografiske fokusområder er Vest-Afrika, Sørøst-Asia og Brasil.

I tillegg ønsker de å skape tilleggs volum fra salg av egenutviklet teknologi.

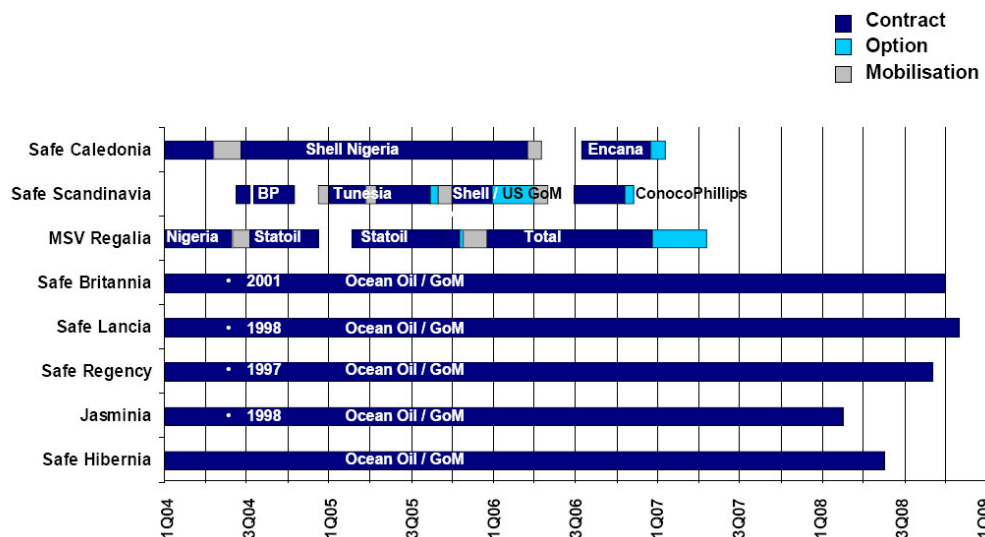
1.1.5 Virksomhet

Offshore Support Services

Denne avdelingen kontrollerer åtte av i alt seksten tilgjengelige halvt-nedsenkbare bolig- og service rigger i den nisjen som Prosafe har definert som sitt marked. De har fem rigger på langsiktige bareboat kontrakter med Ocean Oil i Mexicogolfen, mens de tre andre er på kortere kontrakter rundt om i verden. Bareboat kontrakter vil si at kunden dekker alle driftskostnader, slik at inntektene fra disse kontraktene kan ses på som netto EBITDA-bidrag (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation) for selskapet. Nedenfor vises en liste over de ulike riggene og deres eksisterende kontrakter.

	<p>SAFE BRITANNIA Design: Pacesetter (enhanced). Oppgradert: 1987/2003 Byggeår/verft: 1980, GVA (Sverige) Sengekapasitet: 812. Posisjonering: DP2/TAMS Fremdrift: 4 x 2,4 MW + 2 x 1,5 MW</p>
	<p>SAFE CALEDONIA Design: Pacesetter. Oppgradert: 2002/2004 Byggeår/verft: 1982, GVA/Kockums (Sverige) Sengekapasitet: 550. Posisjonering: DP2/TAMS Fremdrift: 4 x 2,4 MW</p>
	<p>SAFE LANCIA Design: Pacesetter. Oppgradert: 2003 Byggeår/verft: 1982, GVA/Kockums (Sverige) Sengekapasitet: 550. Posisjonering: DP2 Fremdrift: 4 x 2,4 MW</p>
	<p>JASMINIA Design: GVA 2000. Byggeår/verft: 1982, GVA (Sverige) Sengekapasitet: 535. Posisjonering: Forankret Fremdrift: 2 x 2,4 MW</p>
	<p>SAFE REGENCY Design: Pacesetter. Oppgradert: 2003 Byggeår/verft: 1982, FELS (Singapore) Sengekapasitet: 771. Posisjonering: DP1 Fremdrift: 4 x 2,4 MW</p>
	<p>SAFE SCANDINAVIA Design: Aker H-3.2E. Oppgradert: 2003 Byggeår/verft: 1984, Aker Verdal (Norge) Sengekapasitet: 583. Posisjonering: Forankret Fremdrift: -</p>
	<p>MSV REGALIA Design: GVA 3000 (enhanced). Oppgradert: 2003 Byggeår/verft: 1985, GVA (Sverige). Sengekapasitet: 380 Posisjonering: NMD3. Fremdrift: 6 x 2,64 MW</p>
	<p>SAFE HIBERNIA Design: Aker H-3 (modifisert) Byggeår/verft: 1977, Rauma Repola (Finland) Sengekapasitet: 500. Posisjonering: Forankret Fremdrift: 2 x fremdriftsenheter ("Aft propulsion units")</p>

Figur 3 Riggoversikt



Figur 4 Kontraktoversikt for rigger

Prosafe har en fin blanding av rigger på langsiktige og kortsiktige kontrakter.

Kontraktoversikten er fra oktober i 2005 så den er ikke helt oppdatert. Hvis en tar høyde for de nye kontraktene som er inngått etter dette, så har selskapet sikret en flåteutnyttelse på 92 % i 2005, 91 % i 2006, 68 % i 2007 og 40 % i 2008. Hovedgrunnen til den høye utnyttelsesgraden er selvsagt de lange kontraktene som fem av riggene har i Mexicogolfen, der utnyttelsesgraden er 100%.

En kan dele riggene inn etter flere kriterier, men det vanligste er gjerne etter posisjoneringssystemene eller etter sengekapasitet. I rolige farvann, som for eksempel utenfor Nigerias kyst, trenger en kun rigger som er forankret, mens det i tøffere farvann, som for eksempel Nordsjøen, stilles større krav til kompliserte posisjoneringssystemer. ”Dynamic Positioning” (DP) er et slikt system og Prosafe oppgraderte i 2003 sin flåte slik at de nå har fem rigger med DP systemer, og de har dermed en større fleksibilitet med tanke på hvor riggene kan operere. Prosafe er også godt posisjonert med tanke på sengekapasitet, idet de eier de tre største målt etter dette kriteriet (Prosafe.no).

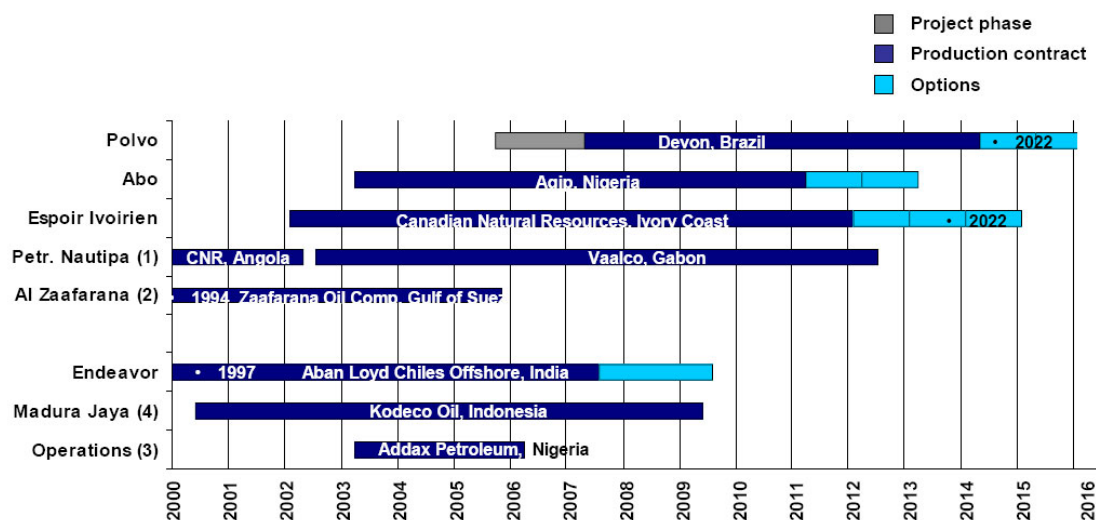
Floating Production

Enheten har fem fartøyer på langsiktige kontrakter samt produksjons- og vedlikeholdskontrakt på et fartøy. I tillegg har de vedlikeholdskontrakt på et felt utenfor Nigeria, men den løper ut i mai 2006 og vil ikke bli forlenget ifølge selskapet. De har også to skip som blir ferdigstilt i

løpet av 2007 og de vil da være representert i alle de store FPSO-markedene på den sørlige halvkule. Figurene nedenfor viser en liste over fartøyene og deres eksisterende kontrakter.

	<p>ABO FPSO Konvertering/verft: FPSO 2002 / Keppel (Singapore) Byggeår/verft: 1976, Mitsubishi (Japan). Opprinnelig navn: M/T Grey Warrior. Lengde/bredde: 280m/54m. Dødvektstønasje: 155 000. Lagringskapasitet (fat): 930 000. Produksjonskapasitet (fat/dag): 44 000. Gasskompresjonskapasitet (mscfd): 44. Vanninjeksjonskapasitet (fat/dag): 30 000. Eierskap: 100 %</p>
	<p>ESPOIR IVOIRIEN Konvertering/verft: FPSO 2001 / Keppel (Singapore) Byggeår/verft: 1975, Mitsubishi (Japan). Opprinnelig navn: M/T White Sea. Lengde/bredde: 280m/54m. Dødvektstønasje: 159 000. Lagringskapasitet (fat): 1 100 000. Produksjonskapasitet (fat/dag): 50 000. Gasskompresjonskapasitet (mscfd): 60. Vanninjeksjonskapasitet (fat/dag): 70 000. Eierskap: 100 %</p>
	<p>PETRÓLEO NAUTIPA Konvertering/verft: FPSO 1998, 2002 / Keppel (Singapore) Byggeår/verft: 1975, Nippon Kokan (Japan) Opprinnelig navn: M/T Knock Buie. Lengde/bredde: 266m/44m Dødvektstønasje: 141 330. Lagringskapasitet (fat): 1 080 000. Produksjonskapasitet (fat/dag): 30 000 Gasskompresjonskapasitet (mscfd): 3. Eierskap: 50 %</p>
	<p>ENDEAVOR Konvertering/verft: FSO 1997 / Keppel (Singapore) Byggeår/verft: 1971, Bethlehem (USA) Opprinnelig navn: S/S Cove Endeavor Lengde/bredde: 247m/32m. Dødvektstønasje: 70 000 Lagringskapasitet (fat): 550 000. Eierskap: 100 %</p>
	<p>MADURA JAYA Konvertering/verft: FSO 2002 / Sembawang (Singapore) Byggeår/verft: 1981, Uddevallarvet (Sverige) Opprinnelig navn: M/T Paris II Lengde/bredde: 228m/42m. Dødvektstønasje: 89 000 Lagringskapasitet (fat): 633 000. Eierskap: 50 %</p>
	<p>AL ZAAFARANA Konvertering/verft: FSO 1991 / FPSO 1994 / Jurong (Singapore) Byggeår/verft: 1969, Kawasaki Dockyard, Kobe (Japan) Opprinnelig navn: S/S Kavos Longos Lengde/bredde: 260m/40m. Dødvektstønasje: 132 878 Lagringskapasitet (fat): 800 000. Produksjonskapasitet (fat/dag): 35 000. Eierskap: 0 % (kun operasjonskontrakt)</p>

Figur 5 FPSO/FSO oversikt



Figur 6 Kontraktoversikt for FPSO/FSO-er

Også denne kontraktsoversikten er fra oktober i 2005 og Al Zaafarana fikk forlenget sin kontrakt frem til og med 2010 i januar 2006.

FPSO (Floating Production, Storage and Offloading)

Dette er fartøy som blir spesialkonstruert for det feltet som det har fått kontrakt på.

Oljeselskapet kommer med en spesifikk liste over hvilke egenskaper fartøyet skal ha med tanke på lagringskapasitet, forankringssystem, produksjonskapasitet og så videre. Dette betyr igjen at en FPSO som skal brukes på et annet felt etter at kontraktstiden er over, sannsynligvis trenger store oppgraderinger eller utskiftninger.

FSO (Floating, Storage and Offloading)

Tilsvarende fartøy som en FPSO, men mangler produksjonskapasitet.

1.1.6 Markedsoversikt

Prosafe har operasjoner i de fleste offshoremarkedene rundt om i verden, og i de neste avsnittene vil jeg ta for meg noen av dem og kommentere forskjeller som finnes.

Offshore Support Services

For riggene i Offshore Support Services er det i hovedsak to hovedmarkeder, henholdsvis Nordsjøen og Mexicogolfen. Prosafe har også rigger på felt utenfor Nigeria sin kyst, men dette markedet er lite sammenlignet med de to andre. Hovedforskjellen i de ulike markedene ligger i hvor dype farvannene er, og hvordan værforholdene i området er. Nordsjøen som har et kaldt klima og tøffe værforhold kombinert med dype farvann, trenger mer avanserte rigger med hensyn på posisjoneringssystemer og forankringsteknologi enn i de varme og mer rolige farvannene utenfor Afrikas vestkyst. Hvis en ser på den mest spesialiserte riggen som Prosafe eier, MSV Regalia, som har et posisjoneringssystem kalt NMD3 (DP3), så har den helt andre forutsetninger for å takle tøffe værforhold enn for eksempel riggen Jasminia, som kun har et forankret posisjoneringssystem. Dette betyr igjen at en rigg som kan brukes utenfor Afrikas kyst ikke nødvendigvis kan brukes i Nordsjøen, noe som igjen får konsekvenser for hvilke dager riggene kan oppnå.

En annen forskjell på markedene er hvordan de blir forvaltet. På dette området er det vanskelig å få tak i relevant informasjon, fordi det er kostbart å få tilgang til den, så jeg må derfor legge til grunn det jeg fikk av informasjon i samtaler med Prosafe. Det de kunne si om dette var at det tenkes litt ulikt i Mexicogolfen og Nordsjøen. I Mexicogolfen er det stort sett Pemex som regjerer, og siden de nærmest har et monopol i dette området, planlegger de gjerne mer langsiktig med tanke på hvilke felter som det skal startes produksjon på og til hvilken tid. De finner ut hvor mange rigger de trenger på de forskjellige feltene og legger dermed opp til mer langsiktige kontrakter for riggene. Dette har gjort det mulig for Prosafe å få til 5-års kontrakter for fem av sine rigger i dette området, og i følge Prosafe ville slike kontrakter vært nesten utenkelige i Nordsjøen. Her er det flere aktører å forholde seg til, og et komplekst lisensavtalesystem gjør at det ofte blir inngått kortere kontrakter, alt etter når behovet for en rigg oppstår. Nordsjøen er i tillegg et mer modent og utbygget markedet, slik at veksten i dette området sannsynligvis vil bli lavere enn i Mexicogolfen de neste årene.

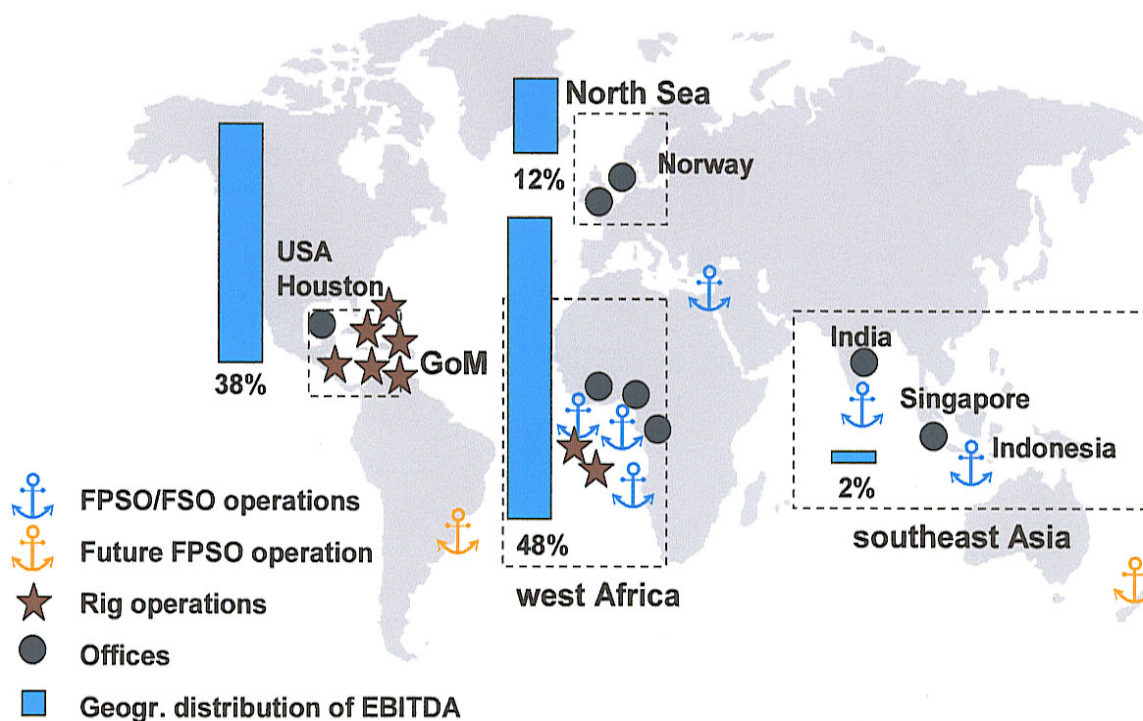
Med tanke på de ulike markedene, og utviklingen til disse, så er det viktig med en fleksibel og stor flåte. Etter at Prosafe oppgraderte sin flåte i 2003 eier de nå den største og mest fleksible flåten i verden. I oppgangstider, som i dag, drar de stor nytte av det ved at de har rigger tilgjengelig som kan utnytte de høye spotratene i markedet. For eksempel har en av de siste kontraktene som ble undertegnet for Safe Scandinavia dager på over USD 200000. Dette er

ekstremt høyt, og til sammenligning har riggene på de langsiktige kontraktene i Mexicogolfen dagrater på mellom USD 20- til 40 tusen. Selv om de sistnevnte er bareboat kontrakter, så er forskjellen stor. Det at Prosafe har den største flåten av rigger, gjør at de kan utnytte de høye spotratene i tillegg til at de kan ha rigger på langsiktige kontrakter som sikrer god inntjening og høy utnyttelsesgrad av flåten.

Floating Production

For Floating Production avdelingen er det litt andre markeder som gjelder. Også her er Nordsjøen et stort marked, men Prosafe har valgt å ikke konkurrere i dette markedet. Dette er nok i hovedsak fordi kravene som stilles til FPSO-ene i Nordsjøen med tanke på å takle de tøffe vær- og farvannsforholdene, er helt andre enn de er i resten av verden. Det betyr igjen at FPSO-ene som brukes i Nordsjøen ofte er mindre og mer spesialiserte og dermed lite egnet til å brukes andre steder etter at en kontraktperiode er over. I tillegg er vekstpotensialet sannsynligvis mindre i dette markedet i og med at det er så godt utbygget allerede. Det kan igjen indikere at bruken av FPSO-er vil avta her. Dette henger sammen med at hvis et nytt felt finnes i nærheten av en allerede eksisterende oljeplattform, vil undervannsteknologi kunne gjøre at oljen blir fraktet i rør direkte til plattformen og behandlet der, slik at en FPSO blir overflødig. Prosafe konsentrerer seg derfor mer om markedene utenfor vest-kysten av Afrika, Sør-øst Asia og Brasil. Dette er helt klart markeder i vekst, og Prosafe har nylig inngått to nye kontrakter for levering av FPSO-er til Polvo-feltet utenfor Brasil og TUI-feltet utenfor New Zealand. Kontraktene er inngått med henholdsvis Devon og New Zealand Overseas Petroleum Ltd.

Avslutningsvis vil jeg vise en figur som gir et godt oversiktsbilde av hvor i verden Prosafe opererer. Som det kommer frem av figuren så genereres opp mot 90 % av inntektene fra markeder utenfor Nordsjøen.



Figur 7 Markedsoversikt

1.1.7 Aksjonærforhold og kursutvikling

SHAREHOLDERS	No. of shares	Ownership
Brown Brothers Harriman	2 745 330	8.1 %
JP Morgan Chase Bank	2 020 180	5.9 %
State Street Bank & Trust (nom.)	1 813 345	5.3 %
Svenska Handelsbanken (nom.)	1 593 363	4.7 %
Odin	1 548 268	4.5 %
GMO	1 472 343	4.3 %
Morgan Stanley & Co (nom.)	1 184 336	3.5 %
Folketrygdfondet	1 132 277	3.3 %
Royal Trust Corporation of Canada (nom.)	867 120	2.5 %
JP Morgan Chase Bank (nom.)	819 164	2.4 %
Total 10 largest shareholders	15 195 726	44.6 %
No. of shares:	34 077 441	Foreign ownership: 70.2 %

Figur 8 Aksjonæroversikt

Tabellen fra forrige side, som er oppdatert den 17 oktober 2005, viser at de største eierne er utenlandske investeringsbanker og at den utenlandske eierandelen er over 70%.

Prosafe er notert på Oslo Børs med ticker-koden PRS og aksjekursen var NOK 298 den 17. januar 2006. Aksjen har hatt en god stigning de siste to årene i takt med hele energisektoren i Norge. Kursen har for eksempel steget fra NOK 164 til nesten 300 i løpet av 2005, noe som representerer en økning på hele 83 %. Dette skyldes hovedsakelig at hele energisektoren har hatt en kraftig fremgang i forbindelse med den høye oljeprisen, men Prosafe har steget mer enn indeksen og selskapet har gitt sine eiere en god avkastning.

Prosafe sin aksjekurs har hatt en positiv utvikling helt siden selskapet ble børsnotert i 1997 og selskapet har hatt en solid inntjening de siste årene. Dette har jeg tro på vil fortsette i tiden fremover også, og som det vil komme frem i min verdivurdering senere i oppgaven, så mener jeg at selskapet er undervurdert på Oslo Børs.

2 Strategisk analyse

Målet med en strategisk analyse er å finne mulighetene og eventuelle trusler som foreligger eksternt i omgivelsene og videre identifisere styrker og svakheter internt i bedriften slik at en best mulig kan vurdere bedriftens potensial i disse omgivelsene. Jeg vil først kommentere de bakenforliggende faktorene som makroøkonomiske forhold og utviklingen i offshore markedet. Deretter vil jeg legge vekt på den eksterne analysen og vil kun kommentere kort hvordan Prosafe er posisjonert i sine omgivelser.

2.1 *Makroøkonomiske perspektiver*

2.1.1 Markedsutvikling på verdensbasis

Den makroøkonomiske utviklingen påvirker de fleste bransjer. I offshore sammenheng er de makroøkonomiske faktorene først og fremst viktige fordi de vil påvirke oljeprisen, og oljeprisen er igjen den viktigste indikatoren på etterspørselen i offshoremarkedene. Helt siden den forferdelige hendelsen 9. september 2001, da to fly krasjet inn i "Twin Towers" i USA, har verdensøkonomien hatt turbulente tider. USA og store deler av Europa har vært inne i en lavkonjunkturperiode og dette har hatt store konsekvenser for mange næringer, også oljebransjen. Lavere etterspørsel har medført mindre vekst, nedbemanning og generelt høyere arbeidsledighet. Dette ser imidlertid ut til å endre seg nå. De to siste årene har verdensøkonomien hatt en positiv tendens og det kan virke som om lavkonjunkturperioden er på vei til å gå over i en høykonjunkturperiode. Ekspertene strides om hvor vidt man kan friskmelde USA, som gjerne blir et symbol på verdensøkonomiens tilstand, men de fleste børsene har i alle fall hatt en positiv tendens det siste året.

2.1.2 Markedsutviklingen i offshore markedene

Oljeindustrien er en relativt ny bransje sett i et historisk perspektiv, og det skjer stadig teknologiske fremskritt. Den har beveget seg fra land til sjø, og fra grunne farvann til dypere farvann. Dette krever stadig mer av selskapene som tilbyr tjenester til oljeprodusentene, og med stadig nye felter for produksjon, blir både riggene og spesielt FPSO-ene mer og mer spesialiserte.

Jeg vil nå ta for meg de ulike kreftene som styrer etterspørselen etter Prosafe sine tjenester og disse er først og fremst:

- Oljeprisutviklingen
- Offshore leteaktivitet
- Utbygging av olje og gassfelt offshore

Oljeprisen påvirker et lands økonomi på ulikt vis, og det skaper dermed konjunktursvingninger på tvers av landegrensene. For nettoeksportør land som Norge, vil høy oljepris føre til større aktivitet og høykonjunktur, mens det for en stor del av Europa vil kunne føre til en lavkonjunktur. Etterspørselen i offshore markedet vil imidlertid være godt korrelert med oljeprisen og det er dermed ikke en selvfølgelighet at offshore sektoren er like godt korrelert med verdensøkonomien som andre bransjer.

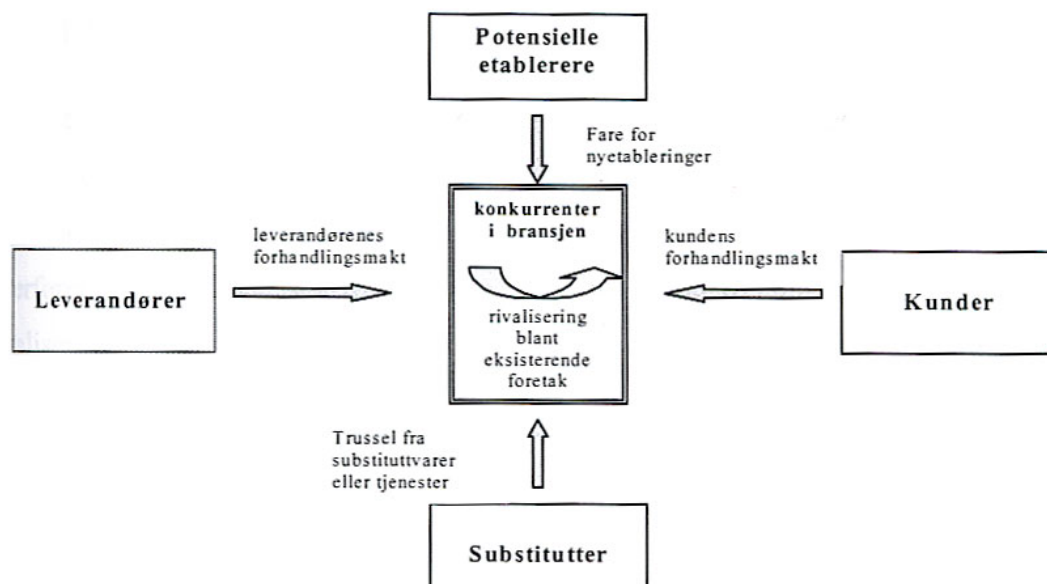
Etter terroraksjonen mot USA har oljeprisen kommet opp på historisk høye nivåer. Dette kan henge sammen med konsekvensene som terroraksjonen førte med seg. Det ble mobilisert til en global kamp mot terror, og med USA i spissen ble det startet kriger i både Afghanistan og Irak. Spesielt krigen mot Irak har nok hatt stor påvirkning på oljeprisen. Generell uro i midt-østen har historisk sett vært med på å øke oljeprisen på grunn av alle oljelagrene som finnes i området, og det har sjeldent vært mer uro i dette området enn etter innovasjonen av Irak. Den høye oljeprisen har igjen bidratt til å øke aktiviteten i hele næringskjeden til oljesektoren, og det har blitt satt nye resultatrekorder på rekke og rad. Dette har igjen ført til større offshore leteaktivitet og flere utbygginger av olje- og gassfelt. I sum har dette ført til en høykonjunktur i både rigg- og FPSO-markedet, og spesielt etterspørselen etter FPSO-er har økt veldig. I 2003 ble det kun utdelt tre nye kontrakter for FPSO-er mot hele ti i 2005. I følge Prosafe ser det lyst ut også med tanke på de neste årene, slik at selskapet regner med å kunne skape vekst for sin Floating Production enhet i dette voksende markedet. For boligriggmarkedet er det litt annerledes. Her ser ikke selskapet for seg den samme veksten i antall rigger, men den økte aktiviteten slår ut i høyere dagrater som igjen fører til at inntjeningen på den eksisterende flåten vil bli bedre.

2.1.3 Oppsummering

I årsrapporten fra 2004 hevder Prosafe at de ikke er like utsatt for svingninger i oljeprisen som andre selskaper i verdikjeden. Dersom oljeprisen synker vil oljeselskapene først og fremst kutte i leteaktiviteten og ikke i produksjonen, og siden Prosafe sine tjenester knytter seg til produksjonsaktiviteten, vil en lavere oljepris ikke føre til mindre aktivitet for selskapet. Dette er nok riktig på kort sikt, men på lang sikt vil selvsagt også Prosafe merke en lavere oljepris. Dersom leteaktiviteten går ned, vil etter hvert også utbyggingen av nye felt gå ned. Dette vil igjen føre til lavere etterspørsel etter både rigger og FPSO-er, noe som igjen vil gi lavere dagrater. På lang sikt vil dermed oljeprisen være den avgjørende faktoren for etterspørselsforholdene i begge markedene. Hva kan en så si om den forventede oljeprisutviklingen? Å spå om dette er like vanskelig som å spå om andre makroøkonomiske faktorer, men på kort sikt vil nok oljeprisen holde seg relativt høy.

2.2 Ekstern analyse

En ekstern analyse tar sikte på å kartlegge omgivelsene som selskapet opererer i slik at en kan vurdere konkurransesituasjonen i bransjen. Som analyseverktøy vil jeg her benytte Porters Five Forces modell til å beskrive bransjen generelt og Prosafe spesielt.



Figur 9 De fem konkurransekraftene som bestemmer bransjens lønnsomhet (Porter 1985)

Den horisontale aksene i figuren illustrerer maktforholdet i verdikjeden, mens den vertikale aksene illustrerer mulige trusler fra inntrengere og substitutter. Samlet vil dette si noe om hvor intens konkurransen er i bransjen og dermed hvor stor lønnsomhet en kan forvente. Den eller de kreftene som er sterkeste vil være styrende og dermed helt avgjørende når bedriften skal fastlegge sin strategi.

Jeg vil nå ta for meg de ulike kreftene og diskutere hvordan de vil påvirke Prosafe.

2.2.1 Konkurrenter

Rivaliseringen innad i bransjen dreier seg om hvor mye av verdiskapningen som blir overført til kunder og leverandører som følge av den interne konkurransen mellom de etablerte aktørene i markedet. Ved perfekt konkurranse vil all verdiskapning utover faktoravlønning overføres til kunder og leverandører. I følge Hitt, Ireland og Hoskisson øker rivaliseringen med antall aktører, produktets homogenitet, exitkostnader, stagnerende etterspørsel og ledig kapasitet i bransjen (Hitt, Ireland og Hoskisson 2000).

I Offshore Support Services sektoren er markedsstrukturen i dag konsolidert. Det er fire hovedaktører i den nisjen som Prosafe driver i, og hovedkonkurrentene er Awilco, Consafe og Fred Olsen Energy. Prosafe er størst når en tenker på antall rigger som selskapene eier, og de har også tre av de største riggene med tanke på antall sengeplasser (Prosafe.no).

Det er altså relativt få aktører i bransjen og riggene er rimelig spesialiserte. Dette er med på å dempe den interne rivaliseringen, men det er andre krefter som også er av betydning. Riggene har liten nytte ved alternativ bruk, og dersom et selskap må selge sine rigger, vil de nok måtte godta en lav pris. Det medfører høye exitkostnader, og siden etterspørselen etter nye rigger er relativt stabil, betyr det i sum at konkurransen øker. Prosafe er imidlertid godt posisjonert i markedet og de langsiktige kontraktene er med på å dempe noe av dette trykket.

I Flytende Produksjon sektoren er markedsstrukturen mer fragmentert. Det finnes i alt 117 FPSO-er i markedet i dag, hvis en tar med de som er i bygingsfasen. Omtrent 60% av disse kontrollerer oljeselskapene selv. Dersom feltet som skal utvinnes blir stort nok ønsker nemlig oljeselskapene å ha sine egne FPSO-er. Dette er først og fremst et resultat av et ønske om

kontroll. På felt med store olje- og gassreserver er det store beløp som står på spill. Dersom man setter disse feltene ut til leverandører som for eksempel Prosafe, kan det bli veldig kostbart hvis leverandøren ikke leverer i tide eller gjør andre operasjonsfeil. I følge Prosafe kan man derfor veldig grovt dele inn markedet i felt som har mindre enn 15 års forventet levetid og felt som er større enn det, der Prosafe er med å konkurrere om kontrakter på de førstnevnte.

Nederlandske SBM Offshore er størst av selskapene som ikke er oljeselskap, med 14 FPSO-er, der to av dem er i bygingsfasen. Andre konkurrenter er Modec, Bergesen Offshore og Saipen. PGS og Bluewater er også relativt store aktører, men de fokuserer hovedsakelig på markedet i Nordsjøen, og siden Prosafe ikke opererer her, blir disse selskapene ikke sett på som konkurrenter.

På grunn av at det er flere aktører i dette markedet, blir også den interne rivaliseringen høyere. Exitkostnadene er store også her, men på grunn av den økende etterspørselen etter FPSO-er i dag, reduseres konkurransen en del. Dette er imidlertid en syklisk bransje, og bare for et par år siden ble det nesten ikke tildelt nye kontrakter. Dette betyr at det i fremtiden vil kunne bli en stor grad av intern konkurranse i og med at det er usikkert hvor mange nye kontrakter som vil bli delt ut.

2.2.2 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt kan utgjøre en trussel for selskapene i en bransje dersom selskapene er avhengige av kunden uten at kunden i like stor grad er avhengig av selskapenes varer og/eller tjenester. Hvis dette er tilfellet vil kunden kunne presse ned prisen og dermed redusere marginene i bransjen. Hvor stor denne forhandlingsmakten er, avhenger av antall kunder, størrelsen på disse og hvor stor del av selskapenes omsetning den aktuelle kunden vil utgjøre.

Prosafe sine kunder er nasjonale og internasjonale oljeselskap. De nasjonale kundene er først og fremst Statoil og Hydro. Internasjonalt er det alle oljeselskaper som driver oljeproduksjon i områder der Prosafe opererer, som for eksempel Shell, Petrobras og Pemex. Kundene er

dermed relativt få og store og vil i utgangspunktet ha stor forhandlingsmakt, men det er flere faktorer som reduserer denne trusselen, og jeg vil utdype dette litt nærmere.

Kundenes forhandlingsmakt er i stor grad konjunkturavhengig. I et høykonjunkturmarked, som det vi ser i dag, vil etterspørselen etter rigger og FPSO-er være så stor at det blir mangel på ledig kapasitet i markedet. Kundenes forhandlingsmakt blir dermed svært begrenset og ratene i begge markedene øker.

I tillegg er FPSO-markedet preget av lange kontrakter. Prosafe vil ikke gå i gang med en FPSO-bygging før en slik langsiktig kontrakt er undertegnet. Disse kontraktene er med på å redusere trusselen fra kundene.

I riggmarkedet er det litt annerledes. Her er det mye mer sjeldent med langtidskontrakter, og de langtidskontraktene som Prosafe har med Ocean Oil i Mexicogolfen hører til unntakene snarere enn regelen. Det betyr igjen at risikoene for at riggene kan bli liggende uten noe å gjøre er større, og forhandlingsmakten blir også større for kundene. Men også her vil en høykonjunkturperiode være med på å redusere kundenes forhandlingsmakt i det etterspørselen etter rigger vil gå kraftig opp. Det ser vi også i dag med de attraktive kontraktene som Prosafe fikk i spotmarkedet for riggen Safe Scandinavia. Prosafe har en fin miks av lange kontrakter og rigger på kortere kontrakter, noe som gjør dem mer robuste i forhold til svingninger i spotratemarkedet. Det bidrar også til å redusere trusselen fra kundenes forhandlingsmakt.

2.2.3 Leverandører

Leverandørene i en industri kan utnytte sin makt ved å heve prisen på innsatsfaktorene eller redusere kvaliteten på varene de leverer. Leverandørens makt øker dersom de er få og det finnes få eller ingen nære substitutter. Hitt, Ireland og Hoskisson uttrykker i sin bok at leverandørmakten øker jo mer differensiert produktet er og øker også hvis byttekostnadene for kundene er store. Hvis leverandøren produserer en innsatsfaktor som er svært viktig for kunden, vil de kunne kreve høyere pris og dermed øker leverandørmakten. (Hitt, Ireland og Hoskisson 2000).

Prosafes hovedleverandør er skipsverftene. Verftene har i utgangspunktet en innsatsfaktor som er helt avgjørende for selskapet og dermed er også forhandlingsmakten stor. Denne trusselen blir imidlertid veldig begrenset i og med at Prosafe har et veldig tett samarbeid med

verftet i Singapore. Det er heller ikke så aktuelt å bygge noen nye rigger i den nærmeste fremtid, og dermed blir denne trusselen minimal for Prosafe sin del.

2.2.4 Inntrengere

Nye aktører på markedet kan være en trussel for de etablerte selskapene. Dersom inngangsbarrierene er lave vil nye selskaper kunne skape økt kapasitet og lavere priser. Etableringsbarrierer øker med økt kapitalbehov og skalafordeler, og videre forsterkes barrierene hvis de etablerte selskapene har eksklusiv tilgang til råvarer og teknologi og hvis kundenes byttekostnader er høye.

De tekniske kunnskapene om bolig- og service rigger er tilgjengelig for dem som vil betale for det. De etablerte bedriftene har heller ingen eksklusiv tilgang til råvarer, slik at etableringsbarrierene i denne bransjen knyttes i hovedsak til de store kapitalinvesteringene som kreves og til skalafordelene som de etablerte aktørene besitter. Dette gjør at trusselen fra nye aktører så absolutt er til stedet.

For Floating Production enheten er det mye det samme som i rigg-markedet, men med en stor forskjell. I FPSO-markedet har en del av de etablerte selskapene, som for eksempel Prosafe, en egen turrett/swivel-teknologi. Denne teknologien brukes i forbindelse med forankringssystemene til fartøyene. Etter samtaler med Prosafe kom det frem at det i hovedsak er to måter å forankre en FPSO på. Enten kan man bruke store kjettinger som holder skipet i ro eller man kan trekke en kraftig søyle gjennom skipet som det kan rotere rundt. Det er det siste alternativet man trenger en turrett/swivel-teknologi til. Denne teknologien gjør at det er mulig for FPSO-ene å posisjonere seg uten noen form for kjettinger ved at de roterer seg rundt etter strømforholdene i sjøen. Prosafe er sammen med SBM og noen flere de eneste som har en slik teknologi. Mulighetene for å tilegne seg denne teknologien gjør etableringsbarrierene større.

2.2.5 Substitutter

Substituttprodukter dekker omtrent de samme behovene som produktet til en industri og setter dermed et tak på hvor høy pris en kan forlange og hvor stor profitt en kan få. Substitutter setter med andre ord en grensepris for hvor mye som kan forlanges før kundene skifter over til andre produkter. Dersom det ikke finnes slike substitutter kan en dermed oppnå en relativt høy pris. Viktige momenter som påvirker trusselen fra substitutter er merkeloyalitet og om kundene aktivt søker etter alternativer for produktet.

For FPSO-markedet kan ny teknologi innen olje- og gassutvinning potensielt sett virke som en substitutt for FPSO-ene. Undervannsteknologi kan gjøre at oljeselskapene foretrekker rør direkte fra et nytt oljefelt til en allerede operativ oljeplattform eller rør som går direkte til land. Dette vil nok først og fremst kunne skje i Nordsjøen på relativt kort sikt, i og med at det er så godt utbygget her allerede. Prosafe opererer ikke noen FPSO-er i Nordsjøen. I de farvannene som Prosafe har FPSO-er, er nok denne trusselen atskillig mindre. Men på lang sikt er dette en reell trussel for hele FPSO-markedet.

For boligrigg-markedet er situasjonen en litt annen. Her vil det selvsagt også kunne komme nye produkter på markedet, men på kort og mellomlang sikt er det liten fare for at riggene skal bli utrangerte. Det vil selvsagt kunne komme nye typer rigger som er bedre egnet til bolig- og service formål enn de som allerede er på markedet, men her er Prosafe så godt posisjonert at jeg ikke ser på denne trusselen som en stor fare for selskapet.

2.2.6 Konklusjoner av den strategiske analysen

Som denne analysen viser, er markedene som Prosafe opererer i preget av at de er veldig godt korrelert med utviklingen i oljeprisen. I tider som nå da oljeprisen er høy, fører en økt etterspørsel til at det er mulighet for å skape høy profitt for alle aktørene i markedet. Men siden oljeprisen er relativt volatil og vanskelig å predikere, er det stor sjanse for at det kommer tider med lavere oljepris. Da vil den interne konkurransen øke, kundene vil få større forhandlingsmakt og det vil generelt bli vanskeligere for Prosafe å skape like god inntjening. Slik som Prosafe er posisjonert i markedene i dag tror jeg imidlertid at det er gode muligheter for at de vil klare seg gjennom tider med lavere dagrater også. Jeg vil forklare hvorfor jeg tror på det.

Prosafe har i mange år vist en sterk evne til å levere sine tjenester i henhold til tidsskjema og på en sikker måte. Det er et av de viktigste konkurransefortrinnene i denne bransjen. Det er veldig kostbart for oljeselskapene å ha felt som ikke får produsert på grunn av feil med utstyr eller forsinkelser på leveranser. Hvis man derfor klarer å levere gang på gang vil man etter hvert kunne få et omdømme som er veldig viktig med tanke på å få nye kontrakter. Som en bekreftelse på det ble de nylig plukket ut som ett av kun fire selskaper til å være med i et utviklingsprosjekt for Shell. I tillegg har de sin egen turret/swivel-teknologi som gir dem et konkurransefortrinn i forhold til konkurrenter uten en slik teknologi.

I Offshore Support Services har de den største og mest fleksible flåten i markedet for boliggrigger slik at de kan utnytte gode spotrater i tillegg til å ha rigger på lengre kontrakter. Dette gjør dem mindre sårbare for nedgang i oljeprisen enn de andre og mindre aktørene.

Men ingenting vokser inn i himmelen, og hvis oljeprisen skulle falle kraftig i den nærmeste fremtiden så vil også Prosafe merke dette. I min verdsettelse av selskapet vil jeg derfor anta en moderat vekst i FPSO-markedet med tanke på nye kontrakter, og jeg vil anta at de ikke vil utvide riggflåten. Selv med disse moderate vekstprognosene i flåten, kommer jeg frem til at selskapet er underpriset på Oslo Børs og de neste kapitlene viser hvordan jeg er kommet frem til den konklusjonen.

3 Verdsettelsesteori

3.1 Innledning

Jeg vil i det følgende gå gjennom kjernedelen av oppgaven som er en teoretisk og analytisk metode for å estimere verdien av Prosafe. Jeg vil først beskrive de ulike modellene som tradisjonelt brukes for å verdsette en bedrift før jeg i neste fase vil begrunne valget av min metode. Mine estimater for selskapets inntekter, kostnader, eiendeler og gjeld vil bygge på de forutsetninger som kom frem under den strategiske analysen samt skjønnsmessige vurderinger etter samtaler med selskapet selv og en ekstern analytiker i meglerhuset Pareto Securities i Stavanger. Selve verdsettelsen vil være ut i fra en ekstern investors perspektiv og jeg tar derfor utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon.

3.2 Verdsettelsesmodeller

Teorien bak de ulike modellene er hovedsakelig hentet fra forelesningsnotater fra kurset "Verdsettelse og Fusjoner, FIE 424" ved Norges Handelshøyskole høsten 2005, holdt av professor Knut Boye. I tillegg har jeg hentet informasjon fra den amerikanske læreboka "Valuation" av Koller, Goedhart og Wessels fra 2005.

3.2.1 Inntjeningsbaserte modeller

Inntjeningsbaserte modeller bygger på at verdien av et selskap er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer som selskapet genererer.

Dividendemodellen

Denne modellen tar utgangspunkt i at dagens verdi av egenkapitalen i et selskap er lik nåverdien av alle fremtidige dividendeutbetalinger. Det vil si at det en er villig til å betale for egenkapitalen i dag er lik det en kan forvente å få tilbakebetalt i form av dividender ved evigvarende eierskap (Boye, 2005).

$$V(0) = \frac{\sum_{t=1}^{t=\infty} D(t)}{(1+k)^t}$$

Hvor

$V(0)$ = Verdi av egenkapitalen i dag

$D(t)$ = Dividende i år t

k = Avkastningskrav til egenkapitalen

Da det er umulig å predikere dividendeutbetalingene i all fremtid er det nødvendig å gjøre forenklinger. En forenkling kan være å anta at dividendene vil ha en stabil vekst i all fremtid, og dermed kan formelen over skrives som:

$$V(0) = \frac{D(1)}{k - g}$$

Hvor

$D(1)$ = Dividende i år 1

g = vekstrate i dividenden

Modellen blir kalt konstant-vekst dividende modell, eller Gordons formel etter Myron J. Gordon (Boye, 2005) der det antas at $k < g$ for å unngå negative verdier. Denne forenklingen gjør at modellen er lett å bruke. En trenger kun estimerer på neste års dividendeutbetaling samt et anslag på vekst og avkastningskrav. Det er opplagt en stor forenkling og det er sjeldent at en kun anvender Gordons formel til hele verdsettelsen. Det den imidlertid ofte blir brukt som er å fastsette nåverdien på et fremtidig tidspunkt, ofte kalt horisontverdien, etter å ha foretatt en kontantstrømanalyse i en eksplisitt periode. Da divideres den neste års forventede kontantstrøm på avkastningskravet trukket fra en forventet vekst:

$$\text{Horisontverdi} = \frac{KS(T)}{k - g}$$

Hvor

$KS(T)$ = kontantstrømmen i den første perioden etter eksplisitt periode.

Kontantstrømbaserte modeller

Dette er modeller som tar utgangspunkt i at verdien av et selskap er lik nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som selskapet genererer. Dette gjøres ved å estimere kontantstrømmene og diskontere disse med et hensiktsmessig avkastningskrav. Hvis en kun fokuserer på den frie kontantstrømmen til eierne, kan en bruke en egenkapitalmetode som vist under.

Egenkapitalmetoden

	Årsresultat
+	Avskrivninger
-	Investeringer
-	Endring i arbeidskapital
-	Avdrag på gjeld
+	Opptak av ny gjeld
=	Kontantstrøm (KS) til egenkapital (EK)

Verdien av egenkapitalen finnes da slik:

$$V(0) = \frac{\sum_{t=1}^{t=\infty} KS(t)}{(1+k)^t}$$

Hvor

k = avkastningskrav til egenkapital

Hvis en fokuserer på den frie kontantstrømmene til både eiere og kreditorer, må en bruke totalkapitalmetoden som vist på neste side.

Totalkapitalmetoden

- Driftsresultat
- Skatt
- + Avskrivninger
- Investeringer
- Endring i arbeidskapital
- = Kontantstrøm (KS) til total kapital (TK)

$$V(0) = \frac{\sum_{t=1}^{t=\infty} KS(t)}{(1+k)^t}$$

Hvor

k = avkastningskrav til total kapital

Det er vanskelig å predikere kontantstrømmer i all fremtid, så det er vanlig å dele verdsettelsen opp i flere perioder. Den første perioden er den eksplisitte perioden der kontantstrømmene blir estimert på en slik måte som modellen over viser. Denne perioden varierer i lengde men det mest vanlige er en periode på fem til ti år. Etter dette er det vanlig å anta en eller flere steady state perioder med en konstant vekst i kontantstrømmene. Da kan man bruke Gordons formel for å finne horisontverdien av selskapet. Dette betyr igjen at verdien av selskapet kan skrives på følgende måte:

$V(0)$ = Nåverdien av kontantstrømmene i eksplisitt periode + horisontverdi

Eller skrevet på en annen måte:

$$V(0) = \frac{\sum_{t=1}^{t=T} KS(t)}{(1+k)^t} + \frac{KS(T) \times (1+g)}{(1+k)^T (k-g)}$$

Hvor

T = antall år i den eksplisitte perioden

Multiplikatormodeller

Dette er modeller som blir brukt til å prise selskaper ut fra informasjon om andre sammenlignbare selskaper. Man multipliserer normalt en resultatstørrelse med en bestemt multiplikator for å finne verdien av selskapet. Det er altså en form for relativ prising og de er mye brukt i praksis fordi de er enkle å bruke. De vanligste av dem er følgende:

P/E (Price/Earnings)

Dette er den mest brukte og kanskje mest misbrukte multiplikatoren. Ved bruk av denne finner man verdien av selskapet ved å multiplisere forventet fortjeneste (earnings) med en P/E-multiplikator som skal gjenspeile de forventninger til risiko og fremtidig vekst som er rimelig å anta for det aktuelle selskapet (Damodaran, 2001). I praksis brukes gjerne et gjennomsnitt av observerte multiplikatorer for sammenlignbare selskaper i bransjen. Det er imidlertid lett å misbruke en slik multiplikator, og hvis en ser mer nøye på den, kan en uttrykke den på følgende måte ved hjelp av Gordons formel:

$$P/E = \frac{D(1)}{k - g} \cdot \frac{1}{E}$$

Her ser vi at avkastningskravet til egenkapitalen spiller en rolle i formelen. Avkastningskravet er igjen avhengig av den finansielle risikoen til selskapet, og det betyr at P/E-forholdet ikke blir det samme for selskaper med ulik finansiell risiko (Boye, 2005).

P/B (Price/Book)

Pris-bok forholdet er en god indikator på fortjeneste utover avkastningskravet til selskapet og markedes tro på selskapets fremtidige inntjeningsmuligheter (Boye, 2005). Man multipliserer selskapets bokførte verdi med en bransjemultiplikator, og denne varierer sterkt fra bransje til bransje. En moden bransje vil ha en lavere P/B enn en vekstbransje.

EV/EBIT (Enterprise value/Earnings Before Interest and Taxes)

Den siste multiplikatoren jeg vil nevne er en totalkapitalmultiplikator som sier noe om totalverdien av selskapet i forhold til driftsresultatet. Enterprise Value er markedsverdi av egenkapital pluss markedsverdi av netto rentebærende gjeld mens EBIT er driftsresultat før

skatt (Boye, 2005). Det som gjør denne multiplikatoren mer anvendelig enn en egenkapitalbasert multiplikator er at en ikke trenger å se på den finansielle risikoen i selskapet. I følge Boye er det derfor ofte mest hensiktsmessig å se på en totalkapitalmultiplikator.

3.2.2 Balansebaserte modeller

Denne typen modeller tar utgangspunkt i selskapets regnskap og bokførte verdier på eiendeler og gjeld. Det er altså modeller der egenkapitalen beregnes som differansen mellom verdien av eiendelene og gjelden. Jeg vil her kommentere kort de tre hovedmodellene innenfor dette området.

Substansverdi

Ved beregning av selskapets substansverdi tar man utgangspunkt i markedsverdien av eiendelene og trekker fra selskapets totale gjeld. Dersom det finnes reelle annenhåndsmarkeder for eiendelene til selskapet, noe som kan være tilfellet for ulike shippingsselskaper og eiendomsselskaper, kan denne metoden være gunstig. Man kan hente inn markedsverdier fra ulike meglere og ta et gjennomsnitt av dem, og man vil da få et godt anslag på hva selskapets totale verdi er. Trekker man så i fra gjelden til selskapet får man et anslag på verdien av egenkapitalen.

Likvidasjonsverdi

Dette er et spesialtilfelle av substansverdien. Mens man i substansverdi forutsetter et "going concern", forutsetter en likvidasjonsvurdering at selskapet blir avviklet, og verdien blir derfor normalt lavere.

Matematisk verdi

Den matematiske verdien av selskapets egenkapital er det samme som bokført verdi av egenkapitalen. Det er altså den regnskapsmessige verdien av et selskap og normalt sett er det stor forskjell på bokført og reell verdi, slik at man legger som regel ikke for mye vekt på en slik modell ved en verdsettelse (Boye, 2005).

3.3 Valg av metode

Prosafe har eiendeler som til en viss grad kan selges i et annenhåndsmarked. Spesielt gjelder dette for riggene de eier, og selskapet får med jevne mellomrom oppdaterte rapporter fra skipsmeglere om hva de ulike riggene er verdt. Selv om dette kan være et utgangspunkt for en verdivurdering av selskapet så vil disse verdiene undervurdere den reelle verdien av enheten Offshore Support Services. Selskapet er den største operatøren i markedet og har gode kunnskaper om drift og eierskap av rigger. De vil dermed kunne få en bedre inntjening enn en annen vilkårlig eier. Dette gjør at jeg heller mot å bruke en inntjeningsbasert modell.

For FPSO-ene som selskapet eier er det enda vanskeligere å bruke en balansebasert modell. Fartøyene blir bygget med tanke på operasjon på et bestemt felt. Dermed er det vanskelig å si eksakt hvilken verdi de vil ha etter endt kontraktsperiode. I sum gjør dette at jeg har valgt å bruke en inntjeningsbasert modell.

Dividende modellen har sine klare begrensninger og valget faller derfor på en kontantstrømbasert modell. Jeg har videre valgt å se på kontantstrømmen til totalkapitalen, hovedsakelig fordi egenkapitalmetoden gjør beregningene mer kompliserte. Ved egenkapitalmetoden så vil den finansielle risikoen påvirke avkastningskravet til egenkapitalen. I følge Miller & Modigliani så vil ikke totalrisikoen endres selv om gjeldsandelen endres. Det vil si at totalkapitalbetaen er konstant, og hvis en antar at gjelden har en betaverdi som er tilnærmet lik null, så må altså betaen til egenkapitalen endre seg for å holde totalkapitalbetaen konstant (Boye, 2005). I et selskap som Prosafe som driver i en kapitalintensiv bransje vil gjeldsandelen endre seg ganske ofte. Da blir det naturlig å legge en totalkapitalmetode til grunn for verdsettelsen.

Jeg vil bruke modellen for totalkapitalen som ble gjennomgått tidligere i oppgaven, men jeg vil gjøre det på en litt spesiell måte. Den tradisjonelle metoden er å beregne kontantstrømmene for hele selskapet i en eksplisitt periode og videre bruke Gordons vekstformel for å finne horisontverdien av selskapet ved utgangen av den eksplisitte perioden. Prosafe er imidlertid et selskap med eiendeler som gjør det mulig å estimere kontantstrømmene til hver enkelt av dem. Det betyr igjen at jeg vil verdsette hver av de to avdelingene som to separate enheter. I enheten Offshore Support Services har jeg etter

samtaler med selskapet fått et inntrykk av at de ikke ser for seg en økning i antall rigger på nåværende tidspunkt. Dermed blir verdien av denne enheten lik summen av de kontantstrømmene som de eksisterende riggene kan generere. For Floating Production enheten vil jeg gjøre tilsvarende, men her vil jeg i tillegg ta høyde for at selskapet ser for seg en vekst i det stadig voksende FPSO-markedet. Dette vil jeg gjøre ved å legge til en PVGO (Present Value of Growth Opportunities), der jeg legger til en ny kontrakt pr år for de neste tre årene. For å få et fornuftig anslag på PVGO så vil jeg anta at de nye kontraktene vil øke verdien av selskapet med et gjennomsnitt av verdien til de to kontraktene som ble inngått i 2005 for Polvo-feltet og TUI-feltet. Totalverdien av denne enheten blir da summen av kontantstrømmene som den eksisterende flåten genererer pluss PVGO. I tillegg vil jeg eksplisitt beregne verdien av den utsatte skattekostnaden selskapet fikk ved å tre ut av det norske tonnasjesskatt-systemet. Til slutt vil jeg så trekke fra verdien av de felles konsernkostnadene som selskapet har, og det vil gi meg en totalverdi for Prosafe.

Et annet aspekt jeg vil kommentere før jeg begynner på verdsettelsen er valutaaspektet. Prosafe har mesteparten av sine inntekter, kostnader og gjeldsforpliktelser i USD. Dette gjør det problematisk med tanke på å verdsette selskapet i forhold til Oslo Børs. Hvis en skal bruke norske renter og Oslo Børs sin markedspremie i en verdsettelse av Prosafe, må alle inntekter og kostnader konverteres til norske kroner. Dette medfører videre at en må estimere dollarkursen langt frem i tid og denne problemstillingen unngår jeg ved å verdsette selskapet som om det skulle børsnoteres i USA. Alle mine estimater vil derfor være i USD, verdien jeg kommer frem til likeså, og avkastningskravet vil bli beregnet i henhold til amerikanske renter og risikopremier. For å kunne sammenligne mitt estimat med børsverdien på Oslo Børs vil jeg multiplisere verdien jeg finner med dollarkursen for den gitte verdsettelsesdatoen (17.01.2006).

Jeg vil nå gå gjennom min verdsettelsesmodell.

Offshore Support Services

For hver av riggene vil jeg estimere kontantstrømmen til totalkapitalen på følgende måte:

Driftsresultat (EBIT)

- Skatt
- + Avskrivninger
- + Skrapverdi
- Investeringer
- Endring i arbeidskapital
- = Kontantstrøm til total kapital

Jeg vil videre estimere en forventet levetid. Totalverdien for hver av riggene blir da summen av kontantstrømmene i levetiden diskontert med et hensiktsmessig avkastningskrav. (Skrapverdien vil selvsagt bare være relevant i det siste året av levetiden). Totalverdien av hver rigg kan deles opp i to ulike verdier. En verdi som reflekterer verdien av den eksisterende kontrakten og en restverdi som reflekterer den gjenværende perioden. Til slutt finnes da verdien av enheten ved å summere verdiene av de ulike riggene.

Floating Production

Jeg vil estimere kontantstrømmen til total kapitalen på samme måte som for riggene. Jeg vil også her dele verdien opp i en kontraktsverdi og en restverdi. Men for denne enheten vil jeg også ta med en PVGO og verdien av enheten blir da summen av verdiene for hvert av fartøyene pluss PVGO.

Verdi av selskapet

Verdien av hele selskapet blir da som følger:

- Verdi av Offshore Support Services
- + Verdi av Floating Production
- Verdi av utsatt skatt
- Konsernkostnader
- = Totalverdi av selskapet
- Netto rentebærende gjeld
- = Verdi av egenkapital

4 Forklaring av størrelser til resultatregnskap og balanse

Som et ledd i min forberedelse til kontantstrømanalysen senere i oppgaven vil jeg i dette kapittelet ta for meg de ulike beregninger og estimater som er gjort i forbindelse med resultatregnskapet og balansen.

4.1 *Inntekter*

4.1.1 **Dagrateinntekter**

Dagrateinntektene er den klart største inntektskilden for begge avdelingene. I 2004 utgjorde de henholdsvis ca 76 % og 88 % av de totale inntektene for Offshore Support Services og Floating Production. Nivået på disse ratene er avhengig av hvilke kontrakter som er tegnet. For de eksisterende kontraktene er det dermed ikke vanskelig å beregne dem, men det som er utfordringen er å estimere hvilke rater de ulike riggene og fartøyene kan få etter at kontraktperioden er over.

Offshore Support Services

Dagrater

Hvis en ser på de langsiktige kontraktene som ble inngått i 2003 for fem av riggene, finner en i Prosafe sine børsmeldinger at totalverdien av disse kontraktene var på USD 300 millioner. Dagraten blir da i gjennomsnitt USD 300 millioner dividert på antall rigger, antall år og antall dager i året. Det blir tilnærmet lik USD 32800 pr rigg. Nå er ratene differensierte på de ulike riggene, alt etter hvilken sengekapasitet og hvilke posisjoneringssystemer de har, slik at Safe Britannia for eksempel, oppnår dobbelt så høye rater som Jasminia. Ut fra informasjonen jeg fikk av selskapet har jeg derfor lagt til USD 10000 i forhold til gjennomsnittsraten for Safe Britannia og trukket fra USD 10000 for Jasminia. Jeg har også korrigert ratene for de tre andre riggene på langtidskontrakter.

Det finnes børsmeldinger også for riggene som er på kortere kontrakter, og etter samtaler med selskapet har jeg estimert følgende utvikling i dagratene (tall i USD):

	2 004	2 005e	2 006e	2 007e	2 008e	2 009e	2 010e
Safe Britannia	42 800	42 800	42 800	42 800	49 000	120 000	121 200
Safe Caledonia	80 000	85 000	105 000	150 000	160 000	120 000	121 200
Safe Lancia	37 800	37 800	37 800	37 800	38 167	100 000	101 000
Safe Regency	37 800	37 800	37 800	37 800	42 333	100 000	101 000
Jasminina	22 800	22 800	22 800	22 800	37 133	80 000	80 800
Safe Scandinavia	115 000	95 000	135 000	160 000	160 000	120 000	121 200
Safe Hibernia	22 800	22 800	22 800	22 800	32 833	80 000	80 800
MSV Regalia	95 000	125 000	115 000	160 000	160 000	160 000	161 600

For å beregne ratene som riggene kan oppnå på nye kontrakter må en først og fremst se på utsiktene i markedet. Oljeprisen har vært historisk høy de siste årene og det er derfor grunn til å tro at ratene vil øke de neste årene for de riggene som er på korte kontrakter. Dette blir bekreftet av den siste kontrakten som ble skrevet for Safe Scandinavia med dagrater på over USD 200000. Av den grunn har jeg lagt inn høye rater for disse riggene i 2006, 2007 og 2008. For de riggene som er på langtidskontrakter i Mexicogolfen er det i følge selskapet realistisk å tro på en dobling av ratene når de tegner nye kontrakter. Siden kontraktene fullføres til ulike tider i løpet av 2008, vil ratene de får for 2008 være avhengig av når på året dette skjer. Fra og med 2009 har jeg imidlertid satt en basis for hvor nivået vil ligge. I utgangspunktet har jeg satt et basisnivå på USD 100000 og differensiert de ulike riggene med tanke på posisjoneringssystemer og sengekapasitet. I tillegg har jeg sett på hvilke rater de har hatt frem til 2009 og i kolonnen for 2009 fra tabellen over kan en se at jeg har lagt til 20 % for tre av riggene og trukket fra 20 % for to av dem i forhold til basisnivået. For Safe Lancia og Safe Regency har jeg forutsatt at de vil få rater tilsvarende basisnivået og for MSV Reglia, som er den mest spesialiserte riggen, har jeg lagt på 60 % . Grunnen til at disse nivåene kan virke noe høye for riggene som er på langtidskontrakter er at de eksisterende kontraktene er bareboat kontrakter, mens i mine estimater for 2009 har lagt til grunn vanlige kontrakter. Dette vil selvsagt være skjønnsmessige vurderinger, men med tanke på hvordan markedet er i dag, så er det relativt moderate antagelser. Fra og med 2009 har jeg antatt at ratene vil stabilisere seg og at det etter dette kun vil være en beskjeden vekst på 1 % pr år for resten av levetiden.

Levetid for riggene

Den økonomiske levetiden for en rigg er 35 år i følge Prosafe sin årsrapport fra 2004. Dette er imidlertid et konservativt anslag på hvor lenge en rigg kan være operasjonell. En boligrigg utsettes ikke for så mye slitasje på oversiden som for eksempel en borerigg, og det er ikke så vanlig at teknologiske nyvinninger gjør at en slik type rigg blir utrangert. Etter samtaler med selskapet har jeg derfor estimert levetiden til 40 år. Tabellen nedenfor viser når hver rigg ble bygget og hvor lenge den vil være operasjonell.

	Bygget	Operasjonell til
Safe Britannia	1980	2020
Safe Caledonia	1982	2022
Safe Lancia	1982	2022
Safe Regency	1982	2022
Jasminina	1982	2022
Safe Scandinavia	1984	2024
Safe Hibernia	1977	2017
MSV Regalia	1985	2025

Utnyttelsesgrad

For å beregne hvilke inntekter disse gjennomsnittlige dagratene gir, så trenger jeg også et estimat på utnyttelsesgraden av riggene. Prosafe har hatt ekstremt god utnyttelse av sin flåte de siste årene, mye takket være de langsiktige kontraktene i Mexicogolfen. For rigger som er på kortere kontrakter vil det være umulig å oppnå 100% utnyttelse, fordi det går med en del tid til å transportere riggene til de ulike feltene som de opererer på. I tillegg vil det gå tid med til oppgradering og service, så en utnyttelsesgrad på 75 % tror jeg er et fornuftig anslag på en langsiktig utnyttelsesgrad av flåten etter den eksisterende kontraktperioden.

Oppsummering for Offshore Support Services

Når en har estimater på disse størrelsene er det enkelt å beregne inntektene fra riggene. Man multipliserer de gjennomsnittlige dagratene med antall dager i året samt med

utnyttelsesgraden for hvert år i levetiden. Siden Prosafe eier alle sine rigger hundre prosent, så vil dette gi de totale inntektene som dagratene genererer for selskapet.

Floating Production

Dagrater

For denne enheten er det tilsvarende som for den andre avdelingen med tanke på å finne dagrater i kontraksperioden. For hver kontrakt finnes det en børsmelding om kontraktens totalverdi, og for å finne gjennomsnittlige dagrater divideres kontraksverdien på antall år og på antall dager i året. For eksempel står det i en børsmelding fra 26.09.2005 at kontrakten for den faste kontraksperioden på 7 år for Polvo-prosjektet, har en totalverdi på USD 271 millioner. Dette gir dagrater som er tilnærmet lik USD 106000. Tabellen nedenfor viser en oversikt over de estimerte ratene for de ulike FPSO/FSO-ene (tall i USD).

	2 004	2 005e	2 006e	2 007e	2 008e	2 009e	2 010e
FPSO Petroleo Nautipo	45 000	45 000	45 000	45 000	45 000	45 000	45 000
FPSO Espoir	86 000	81 250	81 250	81 250	81 250	81 250	81 250
FPSO ABO	76 000	76 000	76 000	76 000	76 000	76 000	76 000
FPSO TUI	-	-	-	120 000	110 000	100 000	100 000
FPSO Devon	-	-	-	106 000	106 000	106 000	106 000
Al Zaafarana kontrakt	8 000	8 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
FSO Endeavor	13 000	10 000	10 000	10 000	8 000	8 000	8 000
FSO Madura Jaya	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000

I tillegg har Prosafe en vedlikeholdskontrakt på et felt utenfor Nigeria, kalt OML 123, men selskapet har gjort det klart at de ikke ønsker å forlenge denne avtalen når den løper ut i mai 2006. Inntektene fra denne kontrakten har historisk ligget på omtrent USD 3 millioner i året, og jeg forutsetter at det vil gjøre seg gjeldende i 2006 også, da justert for hvor mange måneder kontrakten gjelder.

Det er litt annerledes å estimere dagrater etter kontraksperioden for FPSO-ene i og med at de er spesialdesignet for et bestemt felt og dermed kan trenge oppgraderinger for å gå over til et annet felt. Men i følge Prosafe så er det store muligheter for at skipene forlenger sine kontrakter på de samme feltene. Dette henger sammen med oljeselskapenes konservative

anslag på levetiden av feltet. Det er kostbart for oljeselskapene å tegne kontrakter som er lengre enn feltets levetid, og de er derfor veldig forsiktige i sine anslag. Dette gjør at feltet ofte har en levetid som er mye lengre enn det som det er tegnet avtale for. Dersom oljeselskapet velger å produsere videre, er det naturlig å bruke det samme fartøyet. FPSO-en Al Zaafarana er et godt eksempel på det. Prosafe påbegynte driftskontrakten av FPSO-en i oktober 1994 og den opprinnelige kontraktslengden var på fem år. Den siste kontraktsforlengelsen som fartøyet fikk sikrer drift frem til 2010, og da har fartøyet vært på feltet i 16 år. En annen sak som bekrefter dette er de mange opsjonene som blir lagt inn i kontraktene. For Polvo-prosjektet er det for eksempel lagt inn 8×1 år opsjoner i kontrakten, og det er stor sannsynlighet for at disse blir utøvd. For å få med dette i mine estimater har jeg antatt at FPSO-ene må gå ned til 80% av ratene på de eksisterende kontraktene når den faste delen av kontrakten er fullført, og det skulle gi fornuftige estimater på rater det er mulig å oppnå. For FSO-ene og for AL Zaafarana kontrakten har jeg forutsatt at ratene holdes på samme nivå som i dag. Jeg vil også ta høyde for usikkerheten knyttet til eventuelt nye kontrakter ved å legge inn ekstra investeringer, men dette vil bli kommentert senere.

Levetiden for FPSO/FSO

For FPSO/FSO-ene er det litt annerledes med tanke på levetiden. Den økonomiske levetiden er som regel ikke mer enn 10-15 år. Dette henger sammen med at fartøyene blir skrevet av over den faste kontraktsperioden, og denne er nesten aldri mer enn 10-15 år. Men som nevnt tidligere, så er anslagene på hvor lenge et felt vil være i drift veldig beskjedne. Dette betyr at den reelle levetiden for et fartøy er lengre enn den økonomiske, og jeg har antatt at FPSO/FSO-ene har en levetid på 25 år. Tabellen nedenfor viser når skipene ble konvertert og hvor lenge de vil være i drift.

	Konvertert	Operasjonell til
FPSO Petroleo Nautipo	1998	2 023
FPSO Espoir	2002	2 027
FPSO ABO	2003	2 028
FPSO TUI	2007	2 032
FPSO Polvo	2007	2 032
Al Zaafarana kontrakt	1994	2 019
FSO Endeavor	1994	2 019
FSO Madura Jaya	2002	2 027

Oppsummering for Floating Production

Det blir kunstig å snakke om utnyttelsesgrad for FPSO/FSO-ene i og med at de er på langsiktige kontrakter, så inntektene som fartøyene vil generere blir da gjennomsnittlig dagrate multiplisert med antall dager i året for hvert år i levetiden. I tillegg må en ta høyde for at Prosafe ikke eier alle fartøyene hundre prosent. Dette gjøres ved å multiplisere inntektene med den gitte eierandelen for de ulike fartøyene.

4.1.2 Andre inntekter

Prosafe har ulike inntekter som stammer fra catering virksomhet og andre funksjoner som ikke er direkte knyttet til driften av rigger eller FPSO/FSO-er. Marginene på dette er imidlertid tilnærmet null og jeg vil derfor ikke legg noe videre vekt på disse inntektene i selve verdsettelsen. Jeg vil bare anta at de ligger på omtrent samme nivå som for 2004, med en liten nedgang, slik at de vil ligge rundt USD 30 millioner i året for Offshore Support Services og USD 10 millioner for Floating Production.

4.1.3 Renteinntekter

Prosafe har god likviditet og vil i slutten av 2005 ha mer enn USD 250 millioner i likvide midler. Dette gjør at de vil få renteinntekter på omtrent USD 4 millioner i 2005. Jeg vil videre anta at selskapet vil få 2% avkastning på gjennomsnittsbeholdningen av disse midlene i løpet av året.

4.2 Kostnader

4.2.1 Dagate relaterte kostnader

Prosafe har i hovedsak kostnader relatert til driften av de ulike FPSO-ene og riggene. Når det gjelder kostnadene knyttet til riggene så er ikke de omsetningsavhengig i samme grad som tradisjonelle driftskostnader. Kostnadene vil ikke øke proporsjonalt med inntektene dersom dagratene øker, og i tillegg vil det løpe kostnader i tider når riggene ikke er operasjonelle. Dermed blir dette skjønnsmessige vurderinger for hver rigg, og for 2009 har jeg satt et basisnivå som jeg antar vil stige med 1% i året i resten av levetiden. Grunnen til at jeg ikke

legger inn større vekst i kostnadene henger sammen med at effektivisering vil være med på å redusere effekten av at prisnivået og lønnsnivået øker. For å finne dette basisnivået på kostnadene har jeg valgt å se på historiske kostnader, og med hjelp fra Pareto Securities har jeg anslått følgende nivå for 2009:

Gjennomsnittlig kostnad pr dag i 2009 i USD

Safe Britannia	-35000
Safe Caledonia	-35000
Safe Lancia	-35000
Safe Regency	-35000
Jasminina	-35000
Safe Scandinavia	-35000
Safe Hibernia	-35000
MSV Regalia	-45000

Dette gir meg følgende tabell for utviklingen i gjennomsnittlige kostnader pr dag:

	2 004	2 005e	2 006e	2 007e	2 008e	2 009e	2 010e
Safe Britannia	-	-	-	-	-	(35 000)	(35 350)
Safe Caledonia	(30 000)	(30 000)	(35 000)	(35 000)	(35 000)	(35 000)	(35 350)
Safe Lancia	-	-	-	-	-	(35 000)	(35 350)
Safe Regency	-	-	-	-	-	(35 000)	(35 350)
Jasminina	-	-	-	-	-	(35 000)	(35 350)
Safe Scandinavia	(35 000)	(35 000)	(35 000)	(40 000)	(40 000)	(35 000)	(35 350)
Safe Hibernia	-	-	-	-	-	(35 000)	(35 350)
MSV Regalia	(35 000)	(45 000)	(54 000)	(50 000)	(50 000)	(45 000)	(45 450)

For riggene som er på langtidskontrakter i Mexicogolfen vil det ikke påløpe kostnader frem til 2009 på grunn av bareboat kontraktene.

For å beregne hvilke kostnader dette utgjør for selskapet kan en ikke multipliserer dagrate-kostnadene med utnyttelsesgraden, fordi det påløper kostnader også når riggene ikke er operasjonelle. Dette betyr at med en utnyttelsesgrad på 75% eller mer så vil det omtrent løpe kostnader hele året, slik at kostnadene blir beregnet som dagrate-kostnadene multiplisert med antall dager i året for hvert år i levetiden.

For FPSO-ene har jeg antatt at kostnadene vil stige med 1% pr år i forhold til dagens nivå. For å estimere hvilket nivå det vil være på kostnadene knyttet til fartøyene som blir levert i 2007, har jeg sammenlignet med dagratekostnadene for de andre fartøyene og satt dette til USD 25000. Dette gir følgende tabell for utvikling av disse:

	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010
FPSO Petroleo Nautipo	(18000)	(18 000)	(18 000)	(18180)	(18362)	(18545)	(18731)
FPSO Espoir	(22 000)	(22 000)	(22 000)	(22 220)	(22 442)	(22 667)	(22 893)
FPSO ABO	(22 000)	(22 000)	(22 000)	(22 220)	(22 442)	(22 667)	(22 893)
FPSO TUI	-	-	-	(25 000)	(25 250)	(25 503)	(25 758)
FPSO Devon	-	-	-	(25 000)	(25 250)	(25 503)	(25 758)
Al Zaafarana kontrakt	(4 800)	(4 800)	(5 000)	(5 050)	(5 101)	(5 152)	(5 203)
FSO Endeavor	(4 500)	(3 500)	(3 500)	(3 535)	(3 570)	(3 606)	(3 642)
FSO Madura Jaya	(1750)	(1750)	(1750)	(1768)	(1785)	(1803)	(1821)

Som for inntektene knyttet til fartøyene, så må også kostnadene korrigeres for eierandelene i de ulike FPSO-ene.

I tillegg vil det løpe kostnader for vedlikeholdskontrakten som blir avsluttet i mai 2006. Jeg har antatt at kostnadene vil utgjøre 90% av de tilsvarende inntektene for denne kontrakten, OML 123.

4.2.2 Andre driftsrelaterte kostnader

De andre driftsrelaterte kostnadene stammer fra catering virksomheten og andre ulike offshore tjenester som ble nevnt under avsnittet "andre inntekter". Siden dette er en tilnærmet nullmargin geskjeft så har jeg forutsatt at disse kostnadene vil være lik de tilsvarende inntektene fra og med 2006.

4.2.3 Rentekostnader

I 2004 hadde Prosafe en gjennomsnittlig lånerente på 4,5%. For senere år har jeg antatt en lånerente på 5,5%. Det vil bli kommentert senere i oppgaven hvordan denne størrelsen er

fremkommet. Rentekostnadene er da beregnet som lånerenten multiplisert med et gjennomsnitt av den rentebærende gjelden for året.

4.2.4 Skattekostnader

Selskapet gikk ut av det norske tonnasjeskatt systemet i 2005 og vil derfor få en ekstra skattekostnad på omtrent USD 140 millioner i fjerde kvartal av 2005. Denne kostnaden blir ikke betalt kontant, men blir satt som en egen gjeldspost som det betales 20 % av hvert år. Skatten betales et år på etterskudd slik at det kontantstrømmessig ikke vil skje noen utbetalinger av denne posten før i 2007. Jeg har som nevnt valgt å verdsette denne posten separat, og den vil bli gjennomgått som et eget avsnitt i kontantstrømanalysen.

Når det gjelder skattekostnaden knyttet til driften så er Prosafe i en litt spesiell situasjon. Selskapet har all sin operasjonelle virksomhet i skatteregimer med null skatt. Dermed vil det ikke påløpe skattekostnader på selve driften. På oppdrag utenfor Nigerias kyst må de imidlertid betale en skatt på 5 % av omsetningen og på noen oppdrag i Nordsjøen må de også betale skatt på noen av sine operasjoner, men disse utgjør en liten del av totalomsetningen. Siden jeg bruker en totalkapitalmetode får jeg dermed et problem med tanke på å bestemme en skattesats for totalkapitalen. Jeg estimerer EBIT for hver av eiendelene og vil videre beregne NOPLAT på følgende måte:

$$\text{NOPLAT} = \text{EBIT} \times (1-s)$$

Hvor s = skattesats

Siden kreditorene har en skattesats på 28 % på sine renteinntekter mens skattesatsen for driften er mellom 0-5 %, så får jeg en utfordring. Jeg har valgt å ikke ta høyde for dette problemet ved å gjøre den forenklingen at jeg setter skattesatsen lik 5 % og antar at denne skatten betales kontant samme året. Dette vil ikke være teoretisk riktig, men det spiller veldig liten rolle for totalverdien av selskapet.

Jeg vil bruke en normal skattesats på 28 % i beregningen av avkastningskravet til gjelden senere i oppgaven. Dette henger sammen med at selskapet har all sin gjeld i morselskapet,

som har hovedkontor i Norge. Dermed får de et normalt fradrag på 28 % av sine rentekostnader.

4.3 Avskrivninger

I følge årsrapporten for 2004 blir riggene skrevet ned over 35 år med en avskrivningssats på mellom 6 og 8 %. Avskrivningene for 2004 var på USD 30,6 millioner og jeg har antatt at disse er fordelt likt mellom de åtte riggene, slik at hver rigg i 2004 hadde en avskrivning på USD 3,825 millioner. Med en saldoavskrivning på 8 % så vil neste års avskrivning være 92 % av avskrivningen for året før pluss 8 % av de nye investeringene, slik at hver rigg i 2005 vil få følgende avskrivning:

$$\text{Avskrivning i 2005} = 0,92 \times \text{avskrivning i 2004} + 0,08 \times \text{investeringer i 2005}$$

Siden riggene er bygget på ulike tidspunkt så blir dette en forenkling, men skattesatsen er så lav (5%) at det vil ha en minimal effekt på verdien om en endrer litt på avskrivningene.

Det er gjort tilsvarende for FPSO-ene med en avskrivningssats på 15 %.

For de resterende eiendelene som bygg og utstyr har jeg forutsatt at avskrivningene holder seg på samme nivå som i 2004.

4.4 Dividende

For 2005 vil selskapet betale ut omtrent USD 1 pr aksje (Pareto Securities). Jeg antar at de vil holde seg på dette nivået i fremtiden også, slik at totale dividendeutbetalinger vil ligge på ca USD 34 millioner i året. Denne posten har ikke noe å si for verdsettelsen min, men vil kun påvirke balansestørrelsene som vil bli gjennomgått i neste avsnitt.

4.5 Balansen

Balansen viser en oversikt over selskapets eiendeler, gjeld og egenkapital. Siden de kun er informative i den forstand at de ikke spiller noen rolle for min kontantstrømbaserte verdsettelse, vil jeg kun kommentere kort de ulike postene.

4.5.1 Anleggsmidler

Immaterielle eiendeler

Denne posten består hovedsaklig av goodwill knyttet til oppkjøpet av Nortrans Offshore Ltd. i 2001. Etter de nye regnskapsprinsippene som ble innført i 2005, så skal ikke goodwill lenger avskrives, men vurderes for hvert år og eventuelt nedskrives eller oppskrives hvis en finner det nødvendig (Boye, 2005). Jeg har forutsatt at denne posten vil holde seg konstant på USD 128,3 millioner.

Andre faste eiendeler

For å beregne balanseverdien av fartøyene, riggene, bygningene og utstyret som Prosafe eier har jeg sett på balansen fra forutgående år, pluss på verdien av investeringene som er gjort i løpet av året og trukket fra avskrivningene.

4.5.2 Omløpsmidler

Betalingsmidler

Denne posten har jeg brukte som en utjevningsspost for å få balansen til å stemme. Jeg har gjort estimer for alle de andre størrelsene i balansen og satt denne verdien slik at summen av eiendelene stemmer overens med summen av egenkapital og gjeld.

Andre omløpsmidler

Dette er andre kortsiktige fordringer og denne posten har jeg satt til USD 50 millioner i 2005 og for senere år har jeg antatt at den vil stige i takt med omsetningen.

4.5.3 Gjeld

Rentebærende langsiktig gjeld

Denne størrelsen har jeg satt til USD 365,6 millioner i balansen for 2005, som er det samme som regnskapsstørrelsen for tredje kvartal i 2005. Jeg har så forutsatt at denne holder seg konstant frem til 2009 når noe av gjelden forfaller. For 2009 har jeg derfor forutsatt at denne posten reduseres med USD 100 millioner, og at den er konstant for senere år. Siden jeg har valgt en totalkapitalmetode så spiller det liten rolle for verdien om jeg endrer noe på denne posten.

Rentebærende kortsiktig gjeld

Dette er gjeld knyttet til kassekreditt og jeg har forutsatt at den vil holdes på samme nivå som i 2005, og dermed konstant på USD 17,4 millioner.

Langsiktig rentefri gjeld

Denne posten er i hovedsak den utsatte skatteposten som selskapet fikk i 2005. Denne blir redusert med 20% i året.

4.5.4 Egenkapital

Jeg har forutsatt at det ikke skjer noen nye emisjoner og denne posten blir derfor økt med posten ”tilbakeholdt overskudd” fra resultatregnskapet.

5 Avkastningskrav

Avkastningskravet til et selskap gjenspeiler risikoen knyttet til å investere i selskapet. Det reflekterer den avkastning man kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen gitt at risikoen er den samme, noe som betyr at avkastningskravet er en alternativkostnad. En rasjonell investor vil se på avkastningskravet som et minimumskrav til avkastning for at han skal investere i dette selskapet istedenfor å investere i et annet selskap eller prosjekt som har tilsvarende risiko. Formålet med dette kapitlet blir dermed å prøve og estimere hva kapitalmarkedet tilbyr av avkastning på prosjekter med samme risiko som Prosafe.

Beregning av avkastningskrav er vanskelig. Det er utopi å tro at en kan putte inn tall i en modell og få et svar som reflekterer hele selskapets risiko. Dermed vil jeg, selv om jeg bruker en teoretisk modell, også bruke skjønn for å få et avkastningskrav som best mulig reflekterer Prosafe sin risiko. Jeg har valgt å bruke en verdsettelsesmodell som tar utgangspunkt i kontantstrømmen til totalkapitalen, og jeg må derfor også finne et avkastningskrav som reflekterer alternativkostnaden til både aksjonærene og kreditorene. I tillegg må jeg ta hensyn til at jeg velger å verdsette Prosafe ut i fra et amerikansk ståsted. Som hjelp til dette formålet, har jeg valgt å bruke WACC (Weighted Average Cost of Capital):

$$\text{WACC} = k(s) \times \frac{E}{E+G} + k(g) \times \frac{G}{E+G} \times (1-s)$$

$k(s)$ = avkastningskrav til egenkapitalen

E = markedsverdi av egenkapitalen

G = markedsverdi av gjeld

$k(g)$ = avkastningskrav til gjeld

s = skattesats

Selv om jeg vil verdsette de to enhetene separat så vil jeg først finne et avkastningskrav for hele selskapet og deretter beregne avkastningskravene for de ulike enhetene.

5.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Det største utfordringen er å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, da det er vanskelig å finne en modell som gir et godt bilde av risikoen knyttet til den. En av de mest brukte modellene er modellen til Jack Treynor, Jan Mossin, John Lintner og William F. Sharp. Modellen blir kalt Capital Asset Pricing Modell eller bare CAPM (Bodie, Kane og Marcus, 2003).

En del av kursutslagene og dermed avkastningen for investorer i børsnoterte selskaper kan forklares ved endringer i aksjeindeksen. Dette skyldes at en rekke forhold, som for eksempel konjunkturutsikter og inflasjonsutsikter, vil påvirke alle aksjene som er notert på den aktuelle børsen. Denne risikoen blir betegnet som systematisk risiko og uttrykker noe om kovariansen mellom den enkelte aksjen og markedet. I CAPM-modellen er denne risikoen betegnet med den greske bokstaven "beta" (β). Utenom denne risikoen så finnes det også bedriftsspesifikk risiko, kalt usystematisk risiko. Denne risikoen gjelder spesielt for den enkelte bedriften og i CAPM antar man at denne risikoen kan diversifiseres bort. Man tar derfor ikke hensyn til den i modellen. Selve modellen kan uttrykkes på følgende måte ifølge den amerikanske læreboka:

$$E(R_i) = R(f) + (E(R_m) - R(f)) \times \beta(i)$$

Hvor

$E(R_i)$ = forventet avkastning til aksje i

$\beta(i)$ = betaverdi for selskap i

$R(f)$ = risikofri rente

$E(R_m)$ = markedets avkastning

Den norske modellen er litt annerledes og beregnes på følgende måte:

$$E(R_i) = R(f) \times (1-s) + (E(R_m) - R(f) \times (1-s)) \times \beta(i)$$

Hvor

s = skattesats

Med en betaverdi på 1 så vil modellene gi samme avkastningskrav til egenkapitalen, men med en beta ulik 1, så vil de gi forskjellige svar. Siden jeg verdsetter Prosafe ut i fra en amerikansk modell så velger jeg å bruke den førstnevnte.

Denne modellen er kritisert av flere, spesielt fordi den kun har en faktor, nemlig betaverdien, som skal reflektere hele den systematiske risikoen til aksjen. (Koller, Goedhart, Wessels 2005). Skeptikerne mener man bør benytte en flerfaktor modell for bedre å ta høyde for denne risikoen, men uansett hvilken modell en benytter så vil det være stor usikkerhet knyttet til avkastningskravene en kommer frem til. Jeg har derfor valgt å bruke CAPM, og for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen trenger jeg estimerer på tre størrelser; Markedets risikopremie, risikofri rente og betaverdien til selskapet.

5.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er per definisjon risikofri og er derfor ikke korrelert med noen andre størrelser. Den uttrykker den sikre avkastningen en kan få over et gitt tidsintervall og den varierer både med tanke på tid og rom. Det vil si at en 1-års risikofri rente ikke trenger å være lik en 10-års, og at den kan være ulik i forskjellige land. Problemet blir dermed å finne den riktige risikofrie renten for min verdsettelse. Investeringer i foretak er normalt langsiktige investeringer, og Koller, Goedhart og Wessels (2005) anbefaler derfor at man benytter langsiktige statsobligasjoner for å fastsette den risikofrie renten (10-års). Boye argumenterer derimot for å bruke en kortere rente på grunn av usikkerheten rundt inflasjonsanslag på lang sikt. Jeg velger derfor å bruke en amerikansk 5-års obligasjon som mitt anslag på risikofri rente. I følge Bloomberg er denne renten 4,27 % pr 17.01.2006. (Uthevet med fet skrift og understreket i tabellen nedenfor)

	COUPON	MATURITY DATE	CURRENT PRICE/YIELD	PRICE/YIELD CHANGE	TIME
2-Year	4.375	12/31/2007	100-02¾/4.33	0-00/-0.000	01/17
3-Year	4.375	11/15/2008	100-08/4.28	0-00+/-0.006	01/17
5-Year	4.250	01/15/2011	99-29+/ 4.27	0-01+/-0.009	01/17
10-Year	4.500	11/15/2015	101-10+ /4.33	0-04/-0.016	01/17

Kilde: Bloomberg

5.1.2 Markedets risikopremie

Denne komponenten i modellen, $(E(R_m) - R(f))$, reflekterer investorers krav til avkastning for å flytte kapital fra risikofri plasseringer over i aksjemarkedet. Det er altså en generell risikopremie som gjelder for hele markedet, og for å finne data om markedspremien, har jeg valgt å se på studier som er gjort angående den historiske risikopremien på NYSE. Det er gjort opp til flere studier og de varierer i sine anslag. Hvis en ser på det aritmetiske gjennomsnittet for hele det 20. århundre så er risikopremien 7,7 % (Forelesningsnotater i FIE400 ved Knut Boye). Koller, Goedhart og Wessels argumenterer imidlertid for å bruke en noe lavere premie enn den historiske når en skal se på fremtidige kontantstrømmer, nærmere bestemt 5,9 %. Denne læreboka har imidlertid data som stammer fra 2003 og jeg mener derfor det er god grunn til å tro at risikopremien i dag er noe lavere. Det er flere grunner til det. Først og fremst har rentenivået vært veldig lavt i USA, og hvis en ser på de lange rentene i tabellen over så er 10-års renten tilnærmet lik 2-års renten, noe som indikerer et lavt rentenivå også i tiden som kommer. Av den grunn har jeg valgt en noe lavere markedspremie enn den læreboka anbefalte, og satt den til 5 %.

5.1.3 Betaverdi

Beta er en parameter som angir den markedsrelaterte risiko man påtar seg ved å investere i et verdipapir i et aksjemarked. Den reflekterer samvariasjonen med markedet og for markedet som helhet er beta pr definisjon 1. Selskaper med betaverdier som er større enn 1 vil svinge mer enn markedet i gjennomsnitt, mens foretak med en beta som er mindre enn 1 vil svinge mindre. Beta måles som kovariansen i avkastningene til markedet og investeringsobjektet dividert på markedets varians:

$$\beta(i) = \frac{\text{Kovarians}(E(R_i), E(R_m))}{\text{Varians}(R_m)}$$

Problemet med å finne et estimat for Prosafe sin beta mot NYSE, er at selskapet er notert på Oslo Børs og dermed blir rapportert i NOK. Dermed må jeg konvertere de historiske aksjekursverdien til USD før jeg kan finne en avkastning som kan sammenlignes med den amerikanske børsen. Dette har jeg gjort på følgende måte. Jeg målte den månedlige avkastningen til Prosafe i USD de siste fem årene og fant kovariansen med indeksen S&P 500

for den samme perioden. Dermed fant jeg en betaverdi som var tilnærmet lik 1. Til sammenligning så har Prosafe en betaverdi på 0,98 i forhold til Oslo Børs (Bloomberg). Hele utregningen ligger som en del av vedleggene til oppgaven og nedenfor vises bare et sammendrag av den.

$$\text{Kovarians (Prosafe, S\&P 500)} = 0,001888202$$

$$\text{Varians (S\&P 500)} = 0,001849717$$

$$\beta \text{ (Prosafe)} \approx 1,0$$

5.1.4 Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen

Etter å ha funnet estimater på de tre størrelsene kan jeg nå beregne et avkastningskrav for egenkapitalen på følgende måte:

$$k(s) = R(f) + (ER_m + R(f)) \times \beta = 4,27 + 5,0 \times 1,0 = 9,27 \%$$

5.2 Avkastningskrav til gjeld

Lånekostnaden til et selskap avhenger av flere elementer. For det første vil den være avhengig av den nominelle renten som foreligger i markedet. I tillegg vil det være risiko knyttet til gjelden, en risiko som reflekterer sjansen for at renter og avdrag ikke vil bli betalt som avtalt. Jeg vil ikke bruke en teoretisk modell for å finne gjeldskostnaden, men har etter samtaler med selskapet funnet at jeg vil bruke den gjennomsnittlige lånerenten for 2004, som var 4,5 %, som et utgangspunkt for mitt estimat. Hvis en ser på rentene i USA, så er de ca 1 % høyere nå enn de var i 2004, og dermed har jeg valgt å bruke en lånerente på 5,5%. Dette kan virke noe lavt, men hvis en ser på de lange rentene i USA, så er kurvene relativt flate og 10-års statsobligasjonen har en rente på 4,33% (Jmfør figuren xx). I tillegg har Prosafe fast rente på noe av gjelden, så det er vanskelig å finne et helt eksakt mål på denne størrelsen. Avkastningskravet til gjelden blir dermed:

$$k(g) = 5,5 \% \times (1-0,28) = 3,96 \%$$

5.3 WACC

Jeg trenger nå markedsverdien av gjeld og egenkapital for å kunne beregne WACC-en. Kursen på Prosafe var NOK 298 pr 17. januar, og med 34 077 441 aksjer får jeg en verdi på NOK 10,155. Dollarkursen var på denne datoen 6,7135, slik at markedsverdien var USD 1512,64 millioner. I mine estimater har Prosafe en total rentebærende gjeld på USD 383 millioner (jamfør balansen for 2005), fordelt med 365,6 på langsiktig og 17,4 på kortsiktig rentebærende gjeld. Jeg kan dermed beregne min WACC:

$$\begin{aligned}
 \text{WACC} &= k(s) \times \frac{E}{E+G} + k(g) \times \frac{G}{E+G} \times (1-s) \\
 &= 9,27 \times \frac{1512,64}{1512,64 + 383} + 3,96 \times \frac{383}{1512,64 + 383} \times (1 - 0,28) \\
 &= 8,20 \%
 \end{aligned}$$

Dette avkastningskravet reflekterer hele selskapet, og siden jeg skal verdsette hver enhet for seg selv, trenger jeg egne avkastningskrav for hver enhet. Her har jeg ikke brukt finansteori, men brukt informasjon jeg har fått i samtaler med selskapet. Riggene som Offshore Support Services kontrollerer er vanligvis på kortere kontrakter enn FPSO-ene. Dette gjør at det brukes mer gjeld i finansieringen av nye FPSO-er enn det gjør i forbindelse med riggene, fordi FPSO-ene har ekstra sikkerhet i de lange kontraktene. På den måten vil avkastningskravet til totalkapitalen bli lavere i Floating Production enheten, og for å ta høyde for dette har jeg trukket fra 50 basispunkter (0,5%) på avkastningskravet til denne enheten og lagt til tilsvarende i den andre enheten. Dette er helt klart en diskutabel avgjørelse men jeg hadde ikke så mange andre alternativer idet jeg ikke har noen markedsverdi av enhetene å forholde meg til. Ut fra dette har jeg kommet frem til følgende avkastningskrav til totalkapitalen for de to enhetene:

WACC for Offshore Support Services:

$$\text{WACC (OSS)} = 8,70 \%$$

WACC for Floating Production:

$$\text{WACC (FP)} = 7,70 \%$$

Diskusjonen over viser at det er mange usikkerhetsmomenter knyttet til det å beregne et avkastningskrav. Kritikken av CAPM og estimering av beta, markedspremier og lånerente er alle faktorer som gjør at dette ikke er en eksakt vitenskap. Alle mine estimater kan diskuteres og det er derfor viktig å gjøre en grundig sensitivitetsanalyse for å se på hvilke utslag det vil gi på totalverdien ved å endre på WACC-en. Denne sensitivitetsanalysen vil være avgjørende når jeg skal konkludere med en verdi.

Jeg har brukt avkastningskravet til hele selskapet i min verdivurdering av selskapets konsernkostnader, i og med at disse reflekterer hele selskapet.

Jeg trenger også et avkastningskrav når jeg skal finne verdien av den utsatte skatteposten. Dette er imidlertid en tilnærmet risikofri post, slik at jeg vil bruke risikofri rente som avkastningskrav, justert for skatt, siden jeg har en kontantstrøm etter skatt.

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= R(f) \times (1-s) \\ &= 4,27 \times (1-0,28) = 3,07 \% \end{aligned}$$

5.4 Oppsummering av avkastningskrav

De ulike beregningene i avsnittene over kan oppsummeres på følgende måte:

Markedspremie	5,0 %
Risikofri rente	4,27 %
Beta	1,000
Avkastningskrav til egenkapital	9,27 %
Lånerente	5,5 %
Skattesats	28 %
Avkastningskrav til gjeld	3,96 %
Gjeldsandel	20,20 %
Egenkapitalandel	79,80 %
Vektet avkastningskrav til egenkapital	7,40 %
Vektet avkastningskrav til gjeld	0,80 %
WACC for hele selskapet	8,20 %
WACC for Offshore Support Services (WACC (OSS))	8,70 %
WACC for Floating Production (WACC (FP))	7,70 %
WACC for felleskostnader	8,20 %
WACC for utsatt skatt	3,07 %

6 Innledning til kontantstrømanalyse

Før jeg gjennomgår selve kontantstrømanalysen så vil jeg kommentere de ulike elementene som inngår i mine forutsetninger for analysen.

6.1 Investeringer

Investeringene er en viktig del av en verdsettelse. Jeg vil her kommentere hvordan jeg har beregnet de ulike investeringene for hver enhet.

6.1.1 Offshore Support Services

Selskapet hadde investeringer på USD 15,9 millioner i 2004. Jeg gjør en liten forenkling og forutsetter at disse fordeles likt på hver rigg slik at investeringene pr rigg i 2004 settes til USD 1,9875 millioner. Det står i årsrapporten fra 2004 at slike investeringer normalt vil utgjøre USD 1,5 til 2 millioner, noe som viser at mine estimater virker fornuftige. For senere år har jeg antatt at disse vedlikeholdsinvesteringene vil øke med 1 % pr år.

6.1.2 Floating Production

FPSO-ene er spesialdesignet for et bestemt felt. Dersom man skulle få en ny kontrakt på et annet felt for et fartøy som har sluttført en kontrakt, så er det sannsynligvis nødvendig med investeringer på fartøyet. Men siden dette er umulig å spå, og siden en ikke vet når disse investeringene trengs, har jeg forutsatt en investeringsrate på 10 % av omsetningene etter kontraktsperioden. Dette gjelder ikke for FSO-ene og produksjons- og vedlikeholdskontrakten på Al Zaafarana, der jeg har forutsatt at det ikke er nødvendig med investeringer.

Investeringene på de to FPSO-ene som ferdigstilles i 2007, har jeg etter samtaler med selskapet satt til USD 300 millioner. Disse fordeles på følgende måte:

(Tall i USD millioner)

	2005	2006	2007
FPSO Polvo	30	65	65
FPSO TUI	0	70	70

Dette gir meg følgende investeringer i FPSO/FSO-er (tall i USD millioner):

Investeringer	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
FPSO Petroleo Nautipo	-	-	-	-	-	-	-	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)
FPSO Espoir	-	-	-	-	-	-	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)
FPSO ABO	-	-	-	-	-	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)
FPSO TUI	(70,0)	(70,0)	-	-	-	-	-	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)
FPSO Devon	(65,0)	(65,0)	-	-	-	-	-	-	-	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)
Al Zafarana contr.	-	-	-	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
FSO Endeavor	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
FSO Madura Jaya														
Totale investeringer	(135,0)	(135,0)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(2,8)	(5,2)	(9,4)	(9,4)	(12,5)	(12,5)	(12,5)	(12,5)	(12,5)

	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
FPSO Petroleo Nautipo	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FPSO Espoir	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	-	-	-	-	-
FPSO ABO	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	-	-	-	-
FPSO TUI	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)
FPSO Devon	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)
Al Zafarana contr.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FSO Endeavor	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FSO Madura Jaya													
Totale investeringer	(11,9)	(11,9)	(11,9)	(11,9)	(10,6)	(10,6)	(10,6)	(10,6)	(8,2)	(6,0)	(6,0)	(6,0)	(6,0)

6.1.3 Andre investeringer

For utstyr og bygg som selskapet eier har jeg satt investeringene lik avskrivningene for tilsvarende år. Disse utgjør en liten del av totale investeringer og er derfor ikke avgjørende med tanke på verdien.

6.2 Skrapverdi

Ifølge årsrapporten fra 2004 blir riggene skrevet ned til en skrapverdi på USD 3 millioner, og jeg har derfor brukt dette beløpet. For FPSO-ene står det ikke eksplisitt hvilken skrapverdi de blir skrevet ned til, og jeg har derfor valgt å bruke samme beløp som for riggene.

6.3 Endring i arbeidskapital

I balansen for 2005 har jeg forutsatt at ømløpsmidlene utenom betalingsmidler er lik den kortsiktige, rentefrie gjelden. Jeg har videre forutsatt at begge disse postene vil øke i takt med omsetningen slik at det ikke blir noen endring i arbeidskapitalen. Dette er en liten forenkling av modellen, men det vil ikke spille stor rolle for totalverdien av selskapet.

7 Kontantstrømanalyse (DCF)

Kontantstrømanalysen er gjort for hver enkelt eiendel og jeg vil gå igjennom beregningene av kontantstrømmene til en av riggene og en av FPSO-ene for å forklare hvordan det er gjort. I tillegg vil jeg gå gjennom kontantstrømanalysen for beregningen av felleskostnadene og den utsatte skatteposten.

7.1 Offshore Support Services

Jeg vil her vise hvordan kontantstrømanalysen er gjennomført for de ulike riggene. Tabellen under viser hvordan den diskonterte kontantstrømmen til totalkapitalen er funnet for riggen Safe Britannia.

Safe Britannia		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010...	2 019	2 020
Utnyttelsesgrad		100 %	100 %	100 %	100 %	90 %	75 %	75 %	75 %	75 %
Gjennomsnittlig dagrate	USD	42 800	42 800	42 800	42 800	49 000	120 000	121 200	132 555	133 880
Gjennomsnittlig kostnad pr dag	"	-	-	-	-	-	(35 000)	(35 350)	(38 662)	(39 048)
	USD									
EBITDA	millioner	15,6	15,6	15,6	15,6	16,1	20,1	20,3	22,2	22,4
Avskrivninger	"	(3,8)	(3,8)	(3,6)	(3,5)	(3,4)	(3,3)	(3,2)	(2,6)	(2,4)
Driftsresultat (EBIT)	"	11,8	11,9	12,0	12,1	12,7	16,8	17,1	19,5	20,0
Skatt	"	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,0)
NOPLAT	"	11,2	11,3	11,4	11,5	12,1	16,0	16,2	18,5	19,0
Avskrivninger	"	3,8	3,8	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2	2,6	2,4
Skrapverdi	"	-	-	-	-	-	-	-	-	3,0
Investeringer	"	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	-
Endring i arbeidskapital	"	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	USD									
Kontantstrøm til totalkapital	millioner	13,0	13,0	13,0	13,0	13,4	17,2	17,3	19,2	24,4
Diskonteringsperiode		-	-	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	13,5	14,5
Diskonteringsfaktor		1	1	0,959	0,882	0,812	0,747	0,687	0,324	0,298
Diskontert kontantstrøm til totalkapital	USD millioner			12,5	11,4	10,9	12,8	11,9	6,2	7,3

Riggen Safe Britannia ble bygget i 1980. Med en forventet levetid på 20 år så vil den generere kontantstrømmer frem til og med 2020. Skrapverdien på USD 3 millioner blir lagt til i det siste året og jeg har forutsatt at det ikke er nødvendig med investeringer i den siste perioden.

I min beregning av EBIT har jeg forutsatt at kostnadene løper alle dager i året mens inntektene er justert med utnyttelsesgraden av riggen. For å komme videre til NOPLAT har jeg korrigert EBIT med en skattesats på 5%.

Jeg forutsetter at kontantstrømmene tilfaller selskapet jevnt i løpet av året og derfor har jeg satt diskonteringsperiodene til 0,5 , 1,5 , 2,5 og så videre. Diskonteringsfaktoren er da beregnet på følgende måte:

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

Dermed kan en finne den diskonterte kontantstrømmen til totalkapitalen ved å multiplisere den nominelle kontantstrømmen med diskonteringsfaktoren for perioden.

For å finne verdien av kontrakten til Safe Britannia må en så se på lengden av kontrakten. I børsmeldingen fra 2003 er det satt opp følgende liste over når kontraktene løper ut for de ulike riggene på langtidskontrakt i Mexicogolfen:

Safe Britannia -	02.10.2008
Safe Lancia -	16.10.2008
Safe Regency -	03.10.2008
Safe Hibernia -	12.05.2008
Jasminia -	15.02.2008

Dette viser at Safe Britania har kontrakt frem til oktober i 2008, og verdien av denne kontrakten blir da som følger:

$$\begin{aligned} \text{Verdi av kontrakt} &= \text{Kontantstrøm i 2006} + \text{kontantstrøm i 2007} + \frac{10}{12} \times \text{kontantstrøm i 2008} \\ &= \text{USD 32,7 millioner} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Restverdi} &= \frac{2}{12} \times \text{kontantstrøm i 2008} + \sum_{t=2009}^{t=2020} \text{Kon tan } t\text{strøm}(t) \\ &= \text{USD 104,6 millioner} \end{aligned}$$

Total verdi for riggen blir da $32,7 + 104,6 = \text{USD } 137,3$ millioner

Slike beregninger er gjort for alle riggene og tabellen nedenfor viser resultat av det:

	Eierandel		Verdi av kontrakt	Restverdi	Totalverdi
Safe Britannia	100 %	USD millioner	33,0	109,3	142,3
Safe Caledonia	100 %	"	9,7	264,2	273,9
Safe Lancia	100 %	"	27,5	84,0	111,5
Safe Regency	100 %	"	28,4	84,2	112,5
Jasminina	100 %	"	12,3	53,1	65,4
Safe Scandinavia	100 %	"	33,6	159,9	193,4
Safe Hibernia	100 %	"	13,6	39,8	53,4
MSV Regalia	100 %	"	18,5	221,5	240,1

Prosafe eier 100 % av alle riggene slik at det ikke er nødvendig å foreta noen korrigeringer for eierandelene. Dermed får jeg en totalverdi av flåten på USD 1192,5 millioner.

7.2 Floating Production

Tilsvarende vil jeg nå gå gjennom et av fartøyene, FPSO Petroleo Nautipo:

FPSO Petroleo Nautipo		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2 022	2 023
Gjennomsnittlig dagrate	USD	45 000	45 000	45 000	45 000	45 000	45 000	36 000	36 000
Gjennomsnittlig kostnad pr dag	"	(18 000)	(18 000)	(18 000)	(18 180)	(18 362)	(18 545)	(21 106)	(21 317)
	USD								
EBITDA	millioner	9,9	9,9	9,9	9,8	9,7	9,7	5,4	5,4
Avskrivninger	"	(3,3)	(3,0)	(2,6)	(2,2)	(1,8)	(1,6)	(1,2)	(1,3)
Driftsresultat (EBIT)	"	6,5	6,9	7,3	7,6	7,9	8,1	4,2	4,1
Skatt	"	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,2)	(0,2)
NOPLAT	"	6,2	6,5	6,9	7,2	7,5	7,7	4,0	3,9
Avskrivninger	"	3,3	3,0	2,6	2,2	1,8	1,6	1,2	1,3
Skrapverdi	"	-	-	-	-	-	-	-	3,0
Investeringer	"	-	-	-	-	-	-	(1,3)	(1,3)
Endring i arbeidskapital	"	-	-	-	-	-	-	-	-
	USD								
Kontantstrøm til totalkapital	millioner	9,5	9,5	9,5	9,4	9,3	9,3	3,9	6,8
Diskonteringsperiode		-	-	0,5	1,5	2,5	3,5	16,5	17,5
Diskonteringsfaktor		1	1	0,964	0,895	0,831	0,771	0,294	0,273
Dsikontert kontantstrøm til totalkapital	USD millioner			9,1	8,4	7,8	7,1	1,2	1,9

FPSO Petroleo Nautipo ble konvertert i 1998, og med en forventet levetid på 25 år så vil fartøyet generere kontantstrømmer frem til og med 2023.

EBIT er beregnet som gjennomsnittlig dagrate minus gjennomsnittlig kostnad pr dag, multiplisert med antall dager i året. De videre beregningene er tilsvarende som for riggene.

FPSO Petroleo Nautipo har kontrakt til og med 2012, noe som gir følgende verdier:

	Verdi av kontrakt	= USD 50,6 millioner
+	Restverdi	= USD 19,8 millioner
=	Totalverdi	= USD 70,4 millioner

Denne størrelsen må korrigeres fordi Prosafe kun eier 50% av fartøyet:

Totalverdi	= USD 70,4 millioner × 0,5
	= USD 35,2 millioner

Slik er gjort for alle fartøyer samt for drifts- og vedlikeholdskontraktene, med følgende resultat:

	Eierandel	Verdi av kontrakt	Restverdi	Totalverdi	
FPSO Petroleo Nautipo	50 %	USD millioner	25,3	9,9	35,2
FPSO Espoir	100 %	"	99,1	70,6	169,7
FPSO ABO	100 %	"	78,0	71,8	149,8
FPSO TUI	100 %	"	(13,9)	94,6	80,8
FPSO Polvo	100 %	"	28,9	84,6	113,5
Al Zaafarana kontrakt	100 %	"	7,5	4,0	11,5
FSO Endeavor	100 %	"	4,4	13,9	18,3
FSO Madura Jaya	50 %	"	0,6	5,8	6,4
OML 123		"	0,1	-	0,1

Dette gir en totalverdi av den eksisterende flåten på USD 585,2 millioner.

I tillegg har jeg lagt til en vekst i denne flåten, en PVGO. Jeg har forutsatt at de vil få en ny kontrakt pr år de neste tre årene. Dette er realistisk i følge meldinger fra selskapet, og for å finne verdien av denne PVGO-en har jeg forutsatt at en ny kontrakt vil ha samme verdi som

gjennomsnittsverdien for de to kontraktene som selskapet fikk for FPSO Polvo og TUI. Dette gir en verdi på $\frac{80,8+113,5}{2} = \text{USD } 97,1$ millioner.

Tabellen under viser selve utregningen.

Floating Production	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012
Anslått verdi av en ny kontrakt	97,1	97,1	97,1	97,1	97,1	97,1	97,1
Antall nye kontrakter	1	1	1	1	1	1	1
Total verdi	97,1	97,1	97,1	97,1	97,1	97,1	97,1
Diskonteringsperiode	1	2	3	4	5	6	7
Diskonteringsfaktor	0,929	0,862	0,801	0,743	0,690	0,641	0,595
Økt nåverdi av enheten	90,2	83,7	77,7	72,2	67,0	62,2	57,8
Akkumulert nåverdi ev enheten	90,2	173,9	251,7	323,8	390,9	453,1	510,9
Hjelpelinje	-	-	1	-	-	-	-
Totalt økt nåverdi av enheten	-	-	251,7	-	-	-	-

I disse beregningene har jeg brukt diskonteringsperioder på 1, 2, 3 og så videre, fordi jeg antar at de nye investeringene vil skje i slutten av året. Hjelpelinjen blir brukt for å finne hvilken verdi som skal brukes. I mitt hovedscenario har jeg forutsatt at de vil få en ny kontrakt pr år de neste tre årene og dermed har hjelpelinjen et ett-tall i kolonnen for 2008. Dersom jeg hadde økt dette estimatet til 4 år så ville ett-tallet kommet i år 2009, og PVGO-en ville økt til USD 323,8 millioner.

Totalverdien av Floating Production enheten blir da USD 585,2 millioner + USD 251,7 millioner = USD 836,9 millioner.

7.3 Konsernkostnader

I 2004 var felleskostnadene for selskapet USD 3,9 millioner. Jeg forutsetter at disse kostnadene vil holde seg på samme nivå, justert med en forventet prisstigning på 2,5% pr år. Tabellen på neste side viser hvordan nåverdien av disse er funnet.

Felles konsernkostnader		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2031	2032
	USD											
Konsernkostnader	millioner	(4,0)	(4,1)	(4,2)	(4,3)	(4,4)	(4,5)	(4,6)	(4,8)	(4,9)	(7,6)	(7,8)
Skatt	"	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4
	USD											
Konsernkostnader etter skatt	millioner	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(4,1)	(4,2)	(4,3)	(4,4)	(4,5)	(4,6)	(7,2)	(7,4)
Avskrivninger	"	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-	-	-	-	-
Investeringer	"	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	-	-	-	-	-
	USD											
Kontantstrøm til totalkapitalen	millioner	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(4,1)	(4,2)	(4,3)	(4,4)	(4,5)	(4,6)	(7,2)	(7,4)
Diskonteringsperiode			0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	25,5	26,5
Diskonteringsfaktor			0,961	0,889	0,821	0,759	0,702	0,648	0,599	0,554	0,134	0,124
Diskontert kontantstrøm	USD millioner		(3,7)	(3,5)	(3,4)	(3,2)	(3,0)	(2,9)	(2,7)	(2,6)	(1,0)	(0,9)

Jeg har brukt samme skattestas her som jeg brukte i kontantstrømanalysen for riggene og FPSO-ene (5 %), og den summerte totalverdien av felleskostnadene blir da USD 54,6 millioner.

7.4 Utsatt skattekostnad

Den utsatte skattekostnaden er en litt spesiell post. Som kommentert tidligere så er Prosafe i en spesiell skatteposisjon. De har all sin gjeld i morsselskapet, og siden hovedkontoret er i Norge, får de et skattefradrag på 28% av sine rentekostnader. Tabellen under viser kontantstrømanalysen for denne utsatte skatteposten.

Skatt		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	USD											
Restbeløp	millioner	140,0	112,0	89,6	71,7	57,3	45,9	36,7	29,4	23,5	18,8	15,0
	USD											
Skattekostnad	millioner		28,0	22,4	17,9	14,3	11,5	9,2	7,3	5,9	4,7	3,8
Frdrag	"		(5,6)	(5,6)	(4,9)	(4,1)	(4,1)	(4,1)	(4,1)	(4,1)	(4,1)	(4,1)
Reell skattekostnad	"		22,4	16,8	13,1	10,2	7,4	5,1	3,2	1,8	0,6	(0,3)
	USD											
Kontantstrøm (skatten betales 1 år etter)	millioner			(22,4)	(16,8)	(13,1)	(10,2)	(7,4)	(5,1)	(3,2)	(1,8)	(0,6)
Diskonteringsperiode			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Diskonteringsfaktor			0,970	0,941	0,913	0,886	0,860	0,834	0,809	0,785	0,761	0,739
Diskontert kontantstrøm	USD millioner		-	(21,1)	(15,3)	(11,6)	(8,8)	(6,2)	(4,1)	(2,6)	(1,4)	(0,4)

Fradragene er beregnet som 28% av rentekostnadene for året.

7.5 Totalverdi

Den totale verdien av den utsatte skatteposten bli da USD 71,4 millioner, og jeg får dermed følgende utregning av totalverdien:

Offshore support services	USD millioner	1 192,5
Flytende produksjon	"	836,9
Konsernkostnader	"	(54,6)
Utsatt skatt	"	(71,4)
Totalverdi	USD millioner	1 903,4

7.6 Netto rentebærende gjeld

For å finne verdien av egenkapitalen må jeg trekke fra netto rentebærende gjeld. Det vil si total rentebærende gjeld trukket fra de likvide midlene. Jeg finner disse størrelsene fra balansen fra 2005, og netto rentebærende gjeld er som følger (alle tall i USD millioner):

	Rentebærende langsiktig gjeld	365,6
+	Rentebærende kortsiktig gjeld	17,4
-	Likvide midler	262,7
=	Netto rentebærende gjeld	120,3

7.7 Verdi av egenkapital

Verdien av egenkapitalen blir da $1723 - 120,3 = \text{USD } 1602,7$ millioner.

Prosafe har 34077441 utestående aksjer pr 17.01.2006 og med en dollarkurs på 6,7135 får jeg følgende oppsummering:

Verdi av Prosafe ASA

Offshore Support Services	USD millioner	1 192,5
Floating Production	"	836,9
Konsernkostnader	"	(54,6)
Utsatt skatt	"	(71,4)
Totalverdi	"	1 903,4
Netto rentebærende gjeld	"	(120,6)
Verdi av egenkapital	"	1 782,8
Antall aksjer		34077441
Verdi pr aksje	USD	52
Verdi pr aksje	NOK	351

I mitt hovedscenario er altså verdien av Prosafe NOK 351 pr aksje, noe som er godt over dagens markedspris på NOK 298 (17.01.2006.). Dette er ikke ment som en eksakt verdi for selskapet, og jeg vil i neste kapittel se på hva som skjer med verdien dersom noen av inputfaktorene endres.

8 Sensitivitetsanalyse

Å finne en eksakt verdi av Prosafe er veldig vanskelig. Som det kom frem i det forrige kapitlet, så er det flere av forutsetningene som kan diskuteres og det er ofte stor usikkerhet knyttet til dem. Når jeg bruker skjønnsmessige vurderinger i mange av tilfellene så kan det være nyttig å se på hvor store utslag det gir for totalverdien av selskapet dersom noen av disse forutsetningene blir endret. Det er spesielt fire av dem jeg vil se på:

- 1 – Avkastningskrav
- 2 – Levetid
- 3 – Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad av riggflåten
- 4 – PVGO for Floating Production

8.1 Endring i avkastningskravene

Avkastningskravet er gjerne den av inputfaktorene som er vanskeligst å estimere. Det er flere ukjente størrelser i modellen, og selv om en finner gode estimater på disse størrelsene, så er det ikke sikkert at selve modellen alltid vil gi fornuftige anslag. Tabellen nedenfor gir i så måte en god innsikt i hvor sensitiv aksjekursen er for svingninger i avkastningskravene til de to avdelingene.

Verdi pr aksje i Norske kroner (med en dollarkurs på 6,7135)

	6 %	445	423	404	392	387	372	358
	7 %	420	398	379	367	362	347	333
	7,70 %	404	382	363	351	346	331	318
Floating Production	8 %	398	376	357	345	340	325	312
	9 %	379	358	338	326	321	306	293
	10 %	363	341	322	310	305	290	277
	11 %	349	327	308	296	291	276	263
WACC	6 %	6 %	7 %	8 %	8,70 %	9 %	10 %	11 %

Offshore Support Services

Tabellen viser at aksjekursen er sensitiv for endringer i avkastningskravet og hvis en ser på feltene som er uthevet med fet skrift og innringet, så er det ikke utenkelig at en kan finne gode argumenter for at alle disse verdiene er de mest fornuftige.

8.2 Levetid

Levetiden for de ulike riggene og fartøyene er en annen viktig forutsetning som kan diskuteres. Tabellen nedenfor viser endringer i aksjeverdien som følge av endringer i levetiden.

Verdi pr aksje i Norske kroner (med en dollarkurs på 6,7135)

	15	274	309	333	350
Floating Production (FPSO-er)	20	299	334	358	375
	25	316	351	376	392
	30	327	362	387	404
Antall år		35	40	45	50
					Offshore Support Services (rigger)

Tabellen viser at kursen er relativt sensitiv for endringer i levetiden.

8.3 Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad av flåten og dagratenivå

Dagratenivået er gjerne den forutsetningen som er mest usikker. Dersom oljeprisen holder seg på dagens nivåer, eller eventuelt stiger enda mer, vil sannsynligvis ratene bli høyere i 2009 enn det som er forutsatt i mitt hovedscenario. Dersom oljeprisen synker til nivåer som har vært mer ”normale”, så vil ratene sannsynligvis være noe lavere. Jeg har derfor sammenlignet dagratenivået i 2009 med utnyttelsesgraden av flåten for å se hvilke verdiutslag det gir.

Verdi pr aksje i Norske kroner (med en dollarkurs på 6,7135)

Dagrate nivå i USD i 2009	60000	200	215	230	244	259
	80000	252	271	290	309	328
	100000	305	328	351	374	397
	120000	358	385	412	439	466
	140000	411	442	473	504	535
		65 %	70 %	75 %	80 %	85 %

Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad av flåten etter kontraktperiode

Tabellen viser at det gir dramatiske utslag på verdien av aksjen dersom nivået på dagratene endres, noe som betyr at mitt estimat er veldig sensitivt for endringer i denne forutsetningen.

8.4 PVGO for Floating Production

Selskapet har et mål om å oppnå en til to nye FPSO-kontrakter pr år de neste fem årene. Slik det ser ut nå vil de i alle fall kunne få nye kontrakter i 2006 og 2007. Jeg har av den grunn lagt opp til at selskapet vil få en ny kontrakt pr år de neste tre årene. Tabellen under viser hvordan verdien av selskapet påvirkes av endringer i denne forutsetningen.

Verdi pr aksje i Norske kroner (med en dollarkurs på 6,7135)

Antall kontrakter pr år	1	302	319	336	351	365	379	391
	2	302	337,2	370	401	429	456	480
		0	1	2	3	4	5	6

Antall år med nye kontrakter

Hvis en ikke forutsetter noen vekst i nye kontrakter, ser en av tabellen at verdien er NOK 302 pr aksje, noe som er tett opp mot dagens børsverdi på NOK 298 (17.01.2006). Det kan derfor virke som om markedet ikke legger til grunn noen vekst i FPSO-markedet i sin verdivurdering av selskapet.

8.5 Scenario analyse

Helt til slutt i min sensitivitetsanalyse vil jeg se på tre forskjellige scenarioer. Et som er optimistisk, hovedscenarioet og et som er pessimistisk. Dette vil jeg gjøre for å vise hvor store utslag det gir i verdien om en endrer på flere forutsetninger på en gang.

Best case scenario

Hvis jeg legger til grunn et optimistisk syn på fremtiden, kan jeg tenke meg at levetiden på riggene økes til 45 år, dagratenivået økes til 120000, utnyttelsesgraden av riggflåten økes til 80% og jeg ser for meg at selskapet får en ny FPSO-kontrakt pr år i fem år.

Dette vil gi en totalverdi på NOK 506 pr aksje.

Hoved scenario

Her er verdien som vist NOK 351 pr aksje.

Worst case scenario

Med et pessimistisk syn på fremtiden kan jeg se for meg at dagratenivået er på USD 80000, utnyttelsesgraden av riggflåten reduseres til 70%, levetiden for FPSO-ene reduseres til 20 år og at selskapet ikke får noen nye FPSO-kontrakter.

Dette vil gi en totalverdi på NOK 211 pr aksje.

8.6 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

De ulike scenarioene viser at det ikke er nødvendig å endre alt for mye på forutsetningene før prisene endres radikalt. Nå er det ikke sannsynlig at verken det mest optimistiske eller det mest pessimistiske scenarioet vil gi et godt bilde av verdien av selskapet i dag, men det viser

at en aksjekurs er avhengig av mange faktorer som fort kan komme til å forandre seg dersom det skjer noe uforesett i markedet, det være seg både positivt eller negativt. Alt dette har jeg hatt i minne når jeg har satt et verdianslag på Prosafe.

8.7 Verdianslag

Etter å ha foretatt en detaljert kontantstrømanalyse kom jeg frem til en verdi i mitt hovedscenario på NOK 351 pr aksje den 17.01.2006. Etter at jeg har gjort en sensitivitetsanalyse, der jeg ser at spesielt dagratenivået spiller en avgjørende rolle for verdien, setter jeg følgende anslag på verdien av Prosafe:

Verdi Prosafe : NOK 320 – NOK 350 pr aksje

Dette er etter min vurdering et rimelig anslag på verdien av aksjen ut fra mine beregninger og forutsetninger. Verdi-intervallet er godt over dagens markedspris på NOK 298 og jeg har derfor en sterk kjøpsanbefaling på aksjen.

9 Rimelighetsvurdering og konklusjon

9.1 Rimelighetsvurdering

Dersom en ser på mitt hovedscenario med en aksjekurs på USD 52 pr aksje, så gir dette følgende verdier av de ulike multiplikatorene.

P/E(1)	16,5
P/B	4,1
EV/EBIT(1)	14,7

Hvor

ett-tallet indikerer at det er brukt earnings fra 2006.

Alle disse størrelsene virker rimelige, selv om P/B-multiplikatoren gjerne er noe høy. Hvis en sammenligner med andre selskaper, som for eksempel Consafe og SBM Offshore, så har de estimerte P/E-verdier for 2006 på henholdsvis 15,2 og 20,4 (Bloomberg). Dermed kan jeg slå meg til ro med at mitt hovedscenario gir rimelige anslag på verdien av Prosafe.

9.2 Konklusjon

Jeg har i denne utredningen gjort en analytisk tilnærming til verdsettelsen av Prosafe. Dette har gitt meg god innsikt i selskapet og jeg har fått frem ulike sider som viser hvor vanskelig en slik verdsettelse er. Mange vurderinger skal gjøres og sensitivitetsanalysen viser at det er forståelig at analytikere kommer frem til ulike verdier av det samme selskapet. Nå var ikke min hovedmålsetning å finne frem til en bestemt verdi, men intervallet som jeg mener verdien ligger innenfor, gjør at jeg har en kjøpsanbefaling på aksjen. Spesielt tror jeg selskapet har store muligheter til å vokse i FPSO-markedet, og dersom dagratenivået holder seg i nærheten av dagens nivå, er det ingen tvil om at det er en stor oppside i aksjen.

10 Kilder og appendiks

10.1 Kilder

South-Western College Pub, USA, "Strategic management : competitiveness and globalization"-4th ed, Hitt, Ireland, Hoskisson (2001)

Wiley, "Valuation : Measuring and managing the value of companies"-4th ed, University edition, Koller, Goedhart, Wessels (2005)

Wiley, "Corporate finance: theory and practice"-2nd ed, Damodaran (2001)

McGraw Hill, "Investments"-4th ed, Bodie, Kane, Marcus, Perrakis, Ryan (2003)

McGraw Hill, "Principles of Corporate Finance"-7th ed, Brealey Myers (2003)

Forelesningsnotater i FIE 424 (Verdsettelse og fusjoner) fra Knut Boyes forelesninger (2005)

Forelesningsnotater fra ECO 421 (Finansieringsteori) fra Steinar Ekerns forelesninger (2005)

Årsrapport, Prosafe (2004)

Kvartalsrapport, tredje kvartal, Prosafe (2005)

Hjemmesider:

www.Prosafe.no

www.Oslobors.no

www.Bloomberg.com

www.Finance.Yahoo.com

www.dn.no

www.norgesbank.no

10.2 Appendiks

Resultatregnskap og Balanse

Alle tall i USD millioner

Resultatregnskap	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Driftsinntekter	257,6	296,9	306,5	355,0	381,5	424,4	426,8
Driftskostnader	(122,1)	(148,5)	(132,3)	(127,5)	(125,6)	(186,3)	(187,9)
EBITDA	135,5	148,5	174,2	227,5	255,9	238,1	238,9
Avskrivninger av varige driftsmidler	(51,1)	(48,5)	(44,7)	(86,4)	(76,8)	(68,7)	(61,7)
Goodwill avskrivninger	-	-	-	-	-	-	-
Driftsresultat (EBIT)	84,4	100,0	129,5	141,1	179,1	169,4	177,2
Renteinntekter	1,4	3,8	4,6	4,0	4,6	6,9	10,0
Rentekostnader	(18,1)	(20,9)	(20,1)	(20,1)	(17,4)	(14,6)	(14,6)
Andre finansposter	6,7	83,0	-	-	-	-	-
Netto finansposter	(10,0)	66,0	(15,5)	(16,1)	(12,7)	(7,8)	(4,6)
Resultat før skatt	74,4	166,0	114,1	125,0	166,4	161,7	172,7
Skatt	(4,3)	(150,0)	(5,7)	(6,3)	(8,3)	(8,1)	(8,6)
Årsresultat	70,1	16,0	108,4	118,8	158,1	153,6	164,0
Utbytte	(27,3)	(34,1)	(34,1)	(34,1)	(34,1)	(34,1)	(34,1)
Tilbakeholdt overskudd	42,8	(18,1)	74,3	84,7	124,0	119,5	130,0
Balanse							
Eiendeler	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Goodwill	128,3	128,3	128,3	128,3	128,3	128,3	128,3
Rigger	375,0	360,9	348,0	336,3	325,6	316,0	307,2
Skip	187,6	199,6	319,3	396,3	347,3	305,7	270,3
Andre varige driftsmidler	11,0	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Sum Anleggsmidler	701,9	698,3	805,1	870,4	810,7	759,4	715,3
Omløpsmidler	38,3	50,0	51,6	59,8	64,2	71,5	71,9
Betalingsmidler	121,6	262,4	201,9	198,9	264,6	421,1	583,7
Sum omløpsmidler	159,9	312,4	253,5	258,7	328,8	492,5	655,6
Eiendeler i solgt virksomhet	121,5	-	-	-	-	-	-
Sum eiendeler	983,3	1 010,7	1 058,6	1 129,0	1 139,6	1 252,0	1 370,9
Egenkapital og gjeld							
Aksjekapital	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7
Annen egenkapital	405,8	387,7	462,0	546,7	670,7	790,2	920,1
Sum egenkapital	450,5	432,4	506,7	591,4	715,4	834,9	964,8
Rentefri langsiktig gjeld	5,3	145,3	117,3	94,9	77,0	62,6	51,2
Rentebærende langsiktig gjeld	392,8	365,6	365,6	365,6	265,6	265,6	265,6
Annen rentefri kortsiktig gjeld	40,8	50,0	51,6	59,8	64,2	71,5	71,9
Rentebærende kortsiktig gjeld	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4
Gjeld fra solgt virksomhet	76,5	-	-	-	-	-	-
Sum egenkapital og gjeld	983,3	1 010,7	1 058,6	1 129,0	1 139,6	1 252,0	1 370,9

Safe Hibernia		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2 011	2012	2 013	2 014	2015	2 016	2 017	2018	2 019	2 020	2021	2 022	2 023	2024	2 025
Utnyttelsesgrad		100 %	100 %	100 %	100 %	80 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Gjennomsnittlig dagrate	USD	22 800	22 800	22 800	22 800	32 833	80 000	80 800	81 608	82 424	83 248	84 081	84 922	85 771	86 629	-	-	-	-	-	-	-	-
Kostnad pr dag	"	-	-	-	-	-	(35 000)	(35 350)	(35 704)	(36 061)	(36 421)	(36 785)	(37 153)	(37 525)	(37 900)	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	USD millioner	8,3	8,3	8,3	8,3	9,6	9,1	9,2	9,3	9,4	9,5	9,6	9,7	9,8	9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Avskrivninger	"	(3,8)	(3,8)	(3,6)	(3,5)	(3,4)	(3,3)	(3,2)	(3,1)	(3,0)	(2,9)	(2,9)	(2,8)	(2,8)	(2,6)	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	"	4,5	4,6	4,7	4,8	6,2	5,9	6,0	6,2	6,4	6,5	6,7	6,9	7,0	7,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Skatt	"	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	-	-	-	-	-	-	-	-
NOPLAT	"	4,3	4,3	4,5	4,6	5,9	5,6	5,7	5,9	6,1	6,2	6,4	6,5	6,6	7,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Avskrivninger	"	3,8	3,8	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Skrapverdi	"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Investeringer	"	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i arbeidskapital	"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kontantstrøm til totalkapital	USD millioner	6,1	6,1	6,1	6,0	7,2	6,8	6,8	6,9	6,9	7,0	7,1	7,1	7,2	12,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Diskonteringsperiode		-	-	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5	14,5	15,5	16,5	17,5	18,5	19,5
Diskonteringsfaktor		1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Dsikontert kontantstrøm til totalkapital	USD millioner			5,8	5,3	5,9	5,0	4,7	4,3	4,0	3,7	3,5	3,2	3,0	4,8	-	-	-	-	-	-	-	-
MSV Regalia		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2 011	2012	2 013	2 014	2015	2 016	2 017	2018	2 019	2 020	2021	2 022	2 023	2024	2 025
Utnyttelsesgrad		83 %	65 %	100 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %
Gjennomsnittlig dagrate	USD	95 000	125 000	115 000	160 000	160 000	160 000	161 600	163 216	164 848	166 497	168 162	169 843	171 542	173 257	174 990	176 740	178 507	180 292	182 095	183 916	185 755	187 613
Kostnad pr dag	"	(35 000)	(45 000)	(54 000)	(50 000)	(50 000)	(45 000)	(45 450)	(45 905)	(46 364)	(46 827)	(47 295)	(47 768)	(48 246)	(48 729)	(49 216)	(49 708)	(50 205)	(50 707)	(51 214)	(51 726)	(52 244)	(52 766)
EBITDA	USD millioner	16,0	13,2	22,3	25,6	25,6	27,4	27,6	27,9	28,2	28,5	28,8	29,1	29,3	29,6	29,9	30,2	30,5	30,8	31,2	31,5	31,8	32,1
Avskrivninger	"	(3,8)	(3,8)	(3,6)	(3,5)	(3,4)	(3,3)	(3,2)	(3,1)	(3,0)	(2,9)	(2,9)	(2,8)	(2,8)	(2,7)	(2,7)	(2,6)	(2,6)	(2,5)	(2,4)	(2,3)	(2,1)	(1,9)
EBIT	"	12,2	9,5	18,7	22,1	22,2	24,1	24,5	24,8	25,2	25,5	25,9	26,2	26,6	26,9	27,2	27,6	28,0	28,3	28,8	29,2	29,7	30,2
Skatt	"	(0,6)	(0,5)	(0,9)	(1,1)	(1,1)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
NOPLAT	"	11,6	9,0	17,7	21,0	21,1	22,9	23,2	23,6	23,9	24,3	24,6	24,9	25,2	25,6	25,9	26,2	26,6	26,9	27,3	27,7	28,2	28,6
Avskrivninger	"	3,8	3,8	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,4	2,3	2,1	1,9
Skrapverdi	"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,0
Investeringer	"	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,3)	(2,3)	(2,0)	(1,8)	(1,6)	(1,2)	(0,9)	(0,2)	-
Endring i arbeidskapital	"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kontantstrøm til totalkapital	USD millioner	13,4	10,8	19,3	22,4	22,4	24,1	24,3	24,6	24,8	25,0	25,3	25,5	25,8	26,0	26,3	26,8	27,4	27,9	28,5	29,1	30,1	33,6
Diskonteringsperiode		-	-	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5	14,5	15,5	16,5	17,5	18,5	19,5
Diskonteringsfaktor		1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Dsikontert kontantstrøm til totalkapital	USD millioner			18,5	19,8	18,2	18,0	16,7	15,5	14,4	13,4	12,4	11,6	10,7	10,0	9,3	8,7	8,2	7,6	7,2	6,8	6,4	6,6

Betaberegning

Kovarians (PRS,S&P500)	0,0018882
Varians S&P 500	0,00184972
Beta	1,0

S&P 500

Dato	Kurs	Avkastning
29.12.2000	1320,28	
31.01.2001	1366,01	0,034636592
28.02.2001	1239,94	-0,092290686
30.03.2001	1160,33	-0,06420472
30.04.2001	1249,46	0,076814355
31.05.2001	1255,82	0,005090199
29.06.2001	1224,42	-0,025003583
31.07.2001	1211,23	-0,010772447
31.08.2001	1133,58	-0,064108386
28.09.2001	1040,94	-0,08172339
31.10.2001	1059,78	0,018099026
30.11.2001	1139,45	0,07517598
31.12.2001	1148,08	0,007573829
31.01.2002	1130,2	-0,015573828
28.02.2002	1106,73	-0,020766236
29.03.2002	1147,39	0,036738861
30.04.2002	1076,92	-0,061417652
31.05.2002	1067,14	-0,009081455
28.06.2002	989,82	-0,072455348
31.07.2002	911,62	-0,079004263
30.08.2002	916,07	0,00488142
30.09.2002	815,28	-0,110024343
31.10.2002	885,76	0,086448827
29.11.2002	936,31	0,057069635
31.12.2002	879,82	-0,060332582
31.01.2003	855,7	-0,027414698
28.02.2003	841,15	-0,017003623
31.03.2003	848,18	0,008357606
30.04.2003	916,92	0,081044118
30.05.2003	963,59	0,050898661
30.06.2003	974,5	0,011322243
31.07.2003	990,31	0,016223704
29.08.2003	1008,01	0,017873191
30.09.2003	995,97	-0,011944326
31.10.2003	1050,71	0,054961495
28.11.2003	1058,2	0,007128513
31.12.2003	1111,92	0,050765451
30.01.2004	1131,13	0,017276423
27.02.2004	1144,94	0,01220903
31.03.2004	1126,21	-0,016358936
30.04.2004	1107,3	-0,016790829
31.05.2004	1120,68	0,012083446
30.06.2004	1140,84	0,017989078
30.07.2004	1101,72	-0,034290523
31.08.2004	1104,24	0,002287333
30.09.2004	1114,58	0,009363906
29.10.2004	1130,2	0,014014248
30.11.2004	1173,82	0,038594939
31.12.2004	1211,92	0,032458128
31.01.2005	1181,27	-0,025290448
28.02.2005	1203,6	0,018903384
31.03.2005	1180,59	-0,019117647
29.04.2005	1156,85	-0,02010859
31.05.2005	1191,5	0,029952025
30.06.2005	1191,33	-0,000142677
29.07.2005	1234,18	0,035968204
31.08.2005	1220,33	-0,011222026
30.09.2005	1228,81	0,00694894
31.10.2005	1207,01	-0,017740741
30.11.2005	1249,48	0,035186121
30.12.2005	1248,29	-0,000952396

Prosafe

Dato	nok	Kurs i NOK	Kurs i USD	Avkastning
29.12.2000	136	15,4496		
31.01.2001	120	13,668		-0,115316901
28.02.2001	135,5	15,21665		0,1133048
30.03.2001	118,5	12,9165		-0,151160078
30.04.2001	143	15,7014		0,215607943
31.05.2001	126	13,4568		-0,142955405
29.06.2001	119	12,7568		-0,05201831
31.07.2001	126,5	13,8644		0,086824282
31.08.2001	118	13,3694		-0,035702951
28.09.2001	103	11,6081		-0,13174114
31.10.2001	112	12,6		0,085448954
30.11.2001	99	11,0979		-0,119214286
31.12.2001	120	13,392		0,206714784
31.01.2002	122	13,3712		-0,001553166
28.02.2002	121	13,6246		0,018951179
29.03.2002	140	15,82		0,161135006
30.04.2002	138,5	16,4538		0,040063211
31.05.2002	138	17,3052		0,051744886
28.06.2002	115	15,3295		-0,114167996
31.07.2002	111,5	14,59535		-0,047891321
30.08.2002	110	14,597		0,00011305
30.09.2002	82	11,0782		-0,241063232
31.10.2002	94	12,643		0,141250384
29.11.2002	98	13,3868		0,058830974
31.12.2002	94,5	13,6269		0,017935578
31.01.2003	104	15,028		0,10281869
28.02.2003	103	14,3788		-0,043199361
31.03.2003	106	14,575		0,013645089
30.04.2003	118	16,8504		0,156116638
30.05.2003	122	18,239		0,082407539
30.06.2003	131	18,1828		-0,003081309
31.07.2003	132,5	18,179		-0,000208989
29.08.2003	126	16,6446		-0,084405083
30.09.2003	120	17,04		0,023755452
31.10.2003	126,75	17,833725		0,046580106
28.11.2003	129,5	18,9847		0,064539237
31.12.2003	134	20,1		0,058747307
30.01.2004	152,5	21,7465		0,081915423
27.02.2004	159	22,6893		0,043354103
31.03.2004	147,5	21,54975		-0,050224114
30.04.2004	149	21,7093		0,007403798
31.05.2004	147	21,8148		0,004859668
30.06.2004	157	22,6551		0,038519721
30.07.2004	156	22,23		-0,018763987
31.08.2004	153	22,2768		0,002105263
30.09.2004	171	25,479		0,14374596
29.10.2004	155,5	24,4446		-0,04059814
30.11.2004	161,5	26,2922		0,075583155
31.12.2004	164	26,9616		0,025460022
31.01.2005	185,5	29,14205		0,080872426
28.02.2005	204	32,8032		0,125631176
31.03.2005	199	31,4022		-0,042709248
29.04.2005	180	28,53		-0,091464929
31.05.2005	194	30,0506		0,053298283
30.06.2005	196,5	30,08415		0,00111645
29.07.2005	230	35,42		0,17736416
31.08.2005	258	40,506		0,143591191
30.09.2005	245	37,436		-0,075791241
31.10.2005	225	34,605		-0,075622396
30.11.2005	242	35,9128		0,037792227
30.12.2005	286,5	42,48795		0,183086532