NORGESHANDELSHØYSKOLE

Bergen, vår 2010

Masterutredning i fordypnings-/spesialområdet: Økonomisk styring

Veileder: Professor Øystein Gjerde, Institutt for foretaksøkonomi

ACERGY-

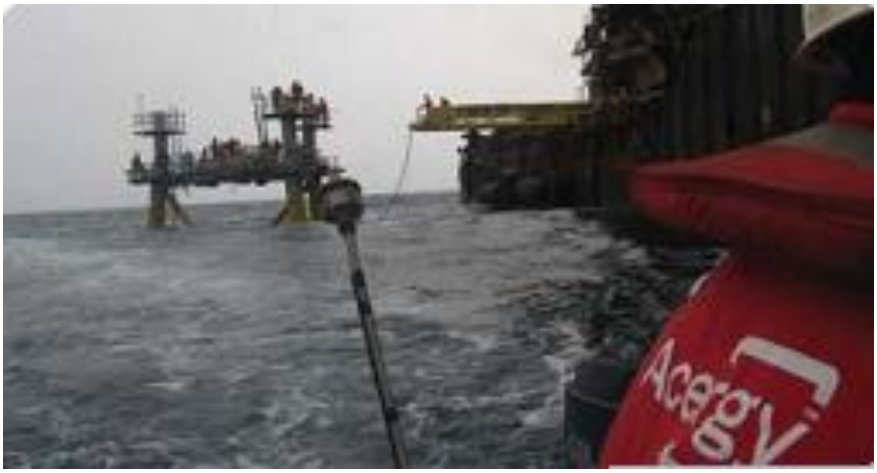
Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

av

André Bragstad Mjøs

og

Kristine Helene Henningsen



Masterutredningen er gjort som et ledd i siviløkonomutdannelsen 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

Vi har i denne masterutredningen hatt som utgangspunkt å bedømme hvorvidt Acergy sin aksje er riktig priset i markedet. Dette har vi gjennomført ved å foreta en fundamental verdsettelse av selskapet basert på totalkapitalmetoden. Den fundamentale verdsettelsen tar sikte på å estimere verdien til selskapets egenkapital for så å dividere den på antall utestående aksjer for å finne aksjeprisen.

I begynnelsen av oppgaven presenterer vi selskapet og bransjen for å gi leserne innsikt i hvilke forutsetninger Acergy jobber under. Videre utarbeider vi en strategisk analyse hvor disse forutsetningene blir vurdert. Analysen danner sammen med regnskapsanalysen grunnlaget for prognostisering av de fremtidige kontantstrømmene. Disse kontantstrømmene blir diskontert med avkastningskravet til totalkapitalen for å komme frem til nåverdien, som utgjør selskapets totalkapital. Ved å justere for en skattefordel og nettofinansiell gjeld finner vi verdien av selskapets egenkapital.

Avslutningsvis i oppgaven testes verdien vi har kommet frem til ved hjelp av en komparativ- og en sensitivitetsanalyse.

Vi har kommet frem til en aksjepris på 118 NOK mot markedsprisen 97 NOK. På bakgrunn av dette har vi gitt en kjøpsanbefalning på Acergy aksjen.

FORORD

Ved valg av emneområde for masteroppgaven har vi tatt utgangspunkt i hva som interesserer oss innen økonomi og finans, samt hvilke formål vi har med denne utredningen. Et av disse formålene er å ta i bruk de verktøy og de kunnskaper vi som studenter har tilegnet oss i løpet av mastergradsstudiet. Ved å skrive en verdsettelsesoppgave oppnår vi nettopp dette og i tillegg får vi skrive om noe som interesserer oss.

Vi bestemte oss for å velge bransje før selskap, for å begrense valgmulighetene og dermed bruke minste mulig tid på å finne et spennende selskap. Vi hadde tre kriterier for valg av bransje:

1: Interessant.

2: Ikke noe særlig forkunnskap om bransjen.

3: En bransje som kan være verdt å ha kunnskap om ved jobbsøking og senere i arbeidslivet. Valget falt derfor ned på Acergy og oljeservicebransjen.

Vi håper denne utredningen er spennende, og at den kan bidra til å gi et godt innblikk i selskapets situasjon nå og i fremtiden.

Vi vil rette en takk til vår veileder, professor Øystein Gjerde, for gode og raske tilbakemeldinger, og motiverende samtaler gjennom hele prosessen.

Bergen, juni 20

André Bragstad Mjøs Kristine Helene Henningsen

Innholdsfortegnelsen

Contents

Sammendrag 2

Forord 3

Innholdsfortegnelsen 4

1.0 Innledning 9

1.1 Valg av problemstilling 9

1.2 Oppbygging av utredingen: 9

2.0 Presentasjon av bransje og selskap 10

2.1 Acergy 10

2.1.1 Historie 11

2.1.2 Visjon, fokus og kjerneverdier 12

2.1.3 Segmenter 14

2.1.4 Ordrebok 16

2.1.5 Flåte 17

2.1.6 Joint Ventures og andre strategiske eiendeler 18

2.2 Oljeservicebransjen 18

2.2.1 SURF 19

2.2.2 IMR & Survey 20

2.2.3 Konvensjonell feltutvikling 20

2.2.4 Etterspørselen 20

3.0 Strategisk analyse 23

3.1 Intern analyse 24
3.1.1Vrio 24
3.1.1.1 Konklusjon 27
3.2 Ekstern analyse 27
3.2.1 PESTEL analyse 27
3.2.1.1 Politiske og lovmessige 28
3.2.2 Porter 35
3.2.2.1 Konkurrenter 36
4.0 Verdsettelsesmetoder 39
4.1 Fundamental verdsettelse 39
4.2 Komparativ analyse 40
4.3 Opsjonsbasert verdsettelse 40
4.4 Valg av verdsettelsesteknikk 41
4.4.1 Livssyklusen 41
4.4.2Fortsatt drift eller avvikling 42
4.4.3 Bransje 42
4.4.4 Konklusjon 42
5.0 Regnskapsanalyse 43
5.1 Presentasjon av regnskapstall 44
5.1.1 Omsetning 45
5.1.2 Operasjonelle kostnader 45
5.1.3 Capex 45

5.2 Presentasjon av balansetall 45
5.2.1 Eiendeler 46
5.2.2 Egenkapital 47
5.2.3 Gjeld 48
5.3 Historiske trender og nøkkeltall 48
5.3.1 Konkurrentsammenligning 49
5.3.2 Tidsserieanalyse 52
5.4 Normalisering 57
5.4.1 Normalisert EBITDA 58
5.4.2 Normale driftsinvesteringer 60
5.4.3 Endring i arbeidskapital 61
5.4.4 Omgruppering av balansen 62
6.0 Analyse av kredittrisiko 67
6.1 Likviditetsanalyse 68
6.1.1 Likviditetsgrader 68
6.1.2 Rentedekningsgrad 69
6.2Soliditetsanalyse 70
6.2.1 Egenkapitalandel 70
6.3 Syntetisk rating 70
7.0 Avkastning 72
7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen 73
7.2Avkastningskravet til gjeld 75

7.3Beregning av WACC 75

8.0Lønnsomhetsanalyse 76

9.0 Prognose 77

9.1 Omsetning 78

9.1.1 Asia og Midtøsten 79

9.1.2 Nord-Europa og Canada 79

9.1.3 Nord-Amerika og Mexico 80

9.1.4 Sør-Amerika 80

9.1.5 Afrika og Middelhavet 81

9.1.6 Selskapsnivå 81

9.2 Operasjonelle kostnader 81

9.2.1 Asia og Midtøsten 82

9.2.2 Nord-Europa og Canada 82

9.2.3 Nord-Amerika og Mexico 82

9.2.4 Sør-Amerika 83

9.2.5 Afrika og Midtøsten 83

9.2.6 Selskapsnivå 83

9.3 Administrasjonskostnader 83

9.4 Andre kostnader og inntekter 84

9.4.1 Asia og Midtøsten 84

9.4.2 Nord-Europa og Canada 84

9.4.3 Nord-Amerika og Mexico 84

9.4.4 Sør-Amerika 84

9.4.5 Afrika og Middelhavet 84

9.4.6 Selskapsnivå 84

9.5 Inntekt som følge av eierskap i samarbeidspartnere og joint ventures 84

9.5.1 Asia og Midtøsten 84

9.5.2 Nord-Europa og Canada 85

9.5.3 Nord-Amerika og Mexico 85

9.5.4 Sør-Amerika 85

9.5.5 Afrika og Middelhavet 85

9.5.6 Selskapsnivå 85

9.6 Engangsinvesteringer i prognoseperioden 86

9.7 Endring arbeidskapital 86

9.8 Normale driftsinvesteringer 86

9.9 Prognosen av selskapets samlet kontantstrøm til totalkapitalen 88

9.10 Oppsummering av prognosen 88

10.0 Fundamental verdsettelse av Acergy 89

10.1 Komparativ verdsettelse 90

10.2 Sensitivitetsanalyse 92

11.0 Konklusjon 95

Referanseliste 96

Vedlegg 99

1.0 INNLEDNING

1.1 VALG AV PROBLEMSTILLING

Aksjekursen til Acergy er svært volatil og aksjen er blant de 25 mest omsatte på Oslo Børs. Dette gjør selskapet svært aktuelt fra et investorperspektiv både med tanke på kortsiktig spekulasjon i aksjekursen, samt for store langsiktige investorer. Vi ønsker ved denne masterutredningen å finne verdien på selskapet Acergy ved hjelp av en fundamental verdsettelse, og da er det nettopp investorperspektivet vi inntar. Det er to fremgangsmåter for fundamentalverdsettelse; totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Vårt valg falt på totalkapitalmetoden som vi vil komme tilbake til senere i oppgaven.

En fundamental verdsettelse gjennomføres ved å estimere fremtidige kontantstrømmer og deretter diskontere disse ned til dagens verdi. Med en prognoseperiode på fem år før vi antar at selskapet går inn i steady state, vil vi få fem eksplisitte kontantstrømmer. Vi vil i tillegg til å beregne verdien på disse også forsøke å estimere verdien av selskapet utover tidshorisonten. Denne verdien kalles for terminalverdien og utgjør den største andelen av selskapets totale verdi. Ved å justere for blant annet gjeld finner vi verdien til egenkapitalen til Acergy som vi dividerer på antall utestående aksjer. Vi finner da aksjekursen til selskapet etter våre antakelser om fremtiden. Disse antakelsene er basert på historiske analyser samt markedsutsikter for bransjen generelt og Acergy spesielt. Problemstillingen vår blir derfor som følger:

Representerer dagens aksjepris optimismen analytikere uttrykker om oljeservicebransjen og Acergy, eller er aksjen over-/underpriset?

1.2 OPPBYGGING AV UTREDINGEN:

Oppgaven er bygget opp i seks hoveddeler. Vi starter med å presentere selskapet og bransjen for å gjøre leserne kjent med hvilke forutsetninger Acergy jobber under. Steg to er en strategisk analyse hvor vi ser på bransje- og selskapsspesifikke forhold. Hensikten med denne analysen er å avdekke hvilke muligheter og trusler selskapet står ovenfor eksternt, samt styrker og svakheter internt. Neste del består av en regnskapsanalyse hvor vi vil analysere historiske data for å kartlegge hvor godt selskapet er rustet for fremtiden. Dette gjøres blant annet gjennom normalisering, sammenligning av nøkkeltall med konkurrentene og tidsserieanalyse av selskapets historiske finansielle utvikling. Sammen med fremtidsutsiktene

utgjør denne analysen informasjonsgrunnlaget for prognosen, som er steg fire i oppgaven. I prognosen estimerer vi fremtidige kontantstrømmer. Disse kontantstrømmene brukes i steg fem, som er selve verdsettelsen. Innenfor denne delen beregnes ulike elementer som er nødvendig for å bruke kontantstrømmene fra prognosen til å verdsette selskapets totalkapital. Det gjøres også beregninger for å komme frem til selskapets egenkapital og videre til selskapets aksjepris. Siste del av oppgaven består av en komparativ- og en sensitivitetsanalyse. Vi vil da se på andre og mindre tidkrevende verdsettelsesmetoder for å se hvordan disse avviker fra verdien vi har kommet frem til. Det vil også bli gjort en analyse som avdekker hvordan aksjekursen vi kommer frem til vil endres dersom vi foretar endringer i de forskjellige estimatene og forutsetningene vi har lagt til grunn i vår verdsettelse.

2.0 PRESENTASJON AV BRANSJE OG SELSKAP

Nedenfor følger selskaps- og bransjespesifikk informasjon hentet fra Acergy og konkurrentenes årsrapporter og hjemmesider, samt nyhetsartikler. Ved å presentere denne informasjonen er det lettere for leser å følge antakelser og forutsetninger som blir gjort senere i oppgaven. Alle tall som blir presentert i denne utredningen er i millioner dollar dersom det ikke er spesifisert som noe annet.

2.1 ACERGY

Acergy opererer innen oljeservicebransjen på et globalt nivå. Tjenestene de utfører er representert i sluttfasen av oppstrømssyklusen i offshore olje- og gassindustri som utføres mellom havbunnen og -overflaten. Disse tjenestene kan deles opp i flere virksomhetsområder. Acergy leverer hovedsakelig sine tjenester innen tre virksomhetsområder som går inn under betegnelsen Subsea. De tre er SURF[1], IMR[2] og konvensjonell feltutvikling. For å kunne operere innen tre relaterte, men likevel forskjellige virksomhetsområder trenger Acergy en rekke spesialiserte driftsmidler, samt spesialkunnskap hos sine ansatte. Flåten Acergy disponerer består derfor av mange og differensierte fartøy slik at de kan utføre oppdrag på best mulig måte innenfor de ulike virksomhetsområdene. I tillegg til spesialiserte fartøy har de

[1] Subsea Umbilical Risers and flowlines

[2] Inspection, Maintenance and Repair

også annet spesialutstyr som for eksempel MATIS. MATIS er en ROV[3] utviklet av Acergy, som kan utføre oppdrag helt ned til 3000 meter under havoverflaten. Dette er betydelig dypere enn hva som er mulig å få til ved bruk av dykkere. Vi kommer nærmere inn på de tre virksomhetsområdene under presentasjonen av bransjen.

2.1.1 Historie

Selskapet ble startet tidlig på 1970-tallet under navnet Stolt Nielsen Seaway. Den gang leverte selskapet dykkere og fjernstyrte kjøretøy (ROV´er) for å støtte leting etter olje og gass i Nordsjøen. Siden starten har selskapet vokst betydelig, både organisk og gjennom oppkjøp. Innen 1992 hadde selskapet etablert en operasjonell base i Aberdeen (Skottland), og kjøpt opp Comex Services, et fransk dykke- og konstruksjonsselskap. Videre på 90-tallet vokste selskapet ytterligere, samtidig som selskapet begynte å operere både innen det fleksible og rigide strømningsrørmarkedet, samt EPIC[4] contract business.

Det første ultra- dypvannsprosjektet kom i 1997, utenfor kysten i Vest-Afrika. Ytterligere oppkjøp ble gjennomført mot slutten av 90-tallet og i begynnelsen av 2000-tallet, da selskapet ble til Stolt Offshore. Den raske ekspansjonen medførte en del problemer. Sammen med svak ledelse av enkelte prosjekter førte dette til operasjonelle tap. I 2003 fikk selskapet ett nytt senior management som førte til at selskapets fokus ble omdefinert mot et smalere segment av offshoremarkedet. Selskapet kvittet seg i den forbindelse med eiendeler som ikke lenger var en del av kjernevirksomheten og omstrukturerte organisasjonen. Disse endringene økte selskapets prestasjoner, og i 2006 skiftet selskapet navn til Acergy. Navnet Acergy er ment å reflektere de endrede realitetene av eierskap og de positive fremtidsutsiktene til bransjen som helhet.

Selskapet er i dag registrert i Luxemburg. Det har sitt hovedkontor i London, og er notert både på Oslo Børs og Nasdaq. Som et globalt selskap er Acergy representert i Europa, Midtøsten, Vest-Afrika, Stillehavet og Nord- og Sør-Amerika. På verdensbasis har de cirka 6500 ansatte, hvorav omtrent 400 er ansatte ved Stavangerkontoret.

[3] Remotely operated vehicle

[4] Engineering, procurement, installation and commissioning

2.1.2 Visjon, fokus og kjerneverdier

Acergy har en klar visjon som de daglig streber etter å nå. I tillegg har de tydelige kjerneverdier, og et bestemt fokus som motiverer og veileder de ansatte til å opptre slik Acergy ønsker å fremstå for sine kunder, eiere og investorer.

2.1.2.1 Visjon og kjerneverdier

Visjonen er å bli anerkjent av sine kunder, ansatte og aksjonærer, som leder i havbunnen til overflaten prosjektering og bygging.

Acergy sine kjerneverdier er sikkerhet, integritet, innovasjon, finansiell disiplin, samt å fremstå som ett Acergy. Dette innebærer at selskapet tar sikte på å ikke forårsake skade på mennesker, miljø, skip, eiendom eller utstyr når de utfører sine operasjoner. Et eksempel på hvor viktig det er med fokus på miljø og sikkerhet er ulykken i Mexicogulfen. 20 april 2010 eksploderte en British Petrolium eid plattform i Mexicogulfen, noe som har ført til en oljekatastrofe som kan komme til å koste 350 millioner dollar[5]. Det spekuleres i om denne katastrofen kunne vært unngått dersom riggen hadde vært utstyrt med en ekstra sikkerhetsventil[6]. Det er katastrofer av denne typen Acergy ønsker å forhindre, ved å mane de ansatte til å være sikkerhetsbevisste til enhver tid. Slike katastrofer er kostbare og kan gå utover integriteten til selskapet. For å opprettholde sin integritet er Acergy opptatt av å oppfylle sine forpliktelser under de høyeste etiske standarder. Innovasjon er også en viktig kjerneverdi, fordi innovasjon innen teknologi, drift og prosesser kan bidra til økt ytelse og større effektivitet i bedriften. Ved stadig innovasjon står selskapet sterkere i kampen om å vinne anbud i fremtiden. Den kjerneverdien som kanskje har vært av størst betydning for driften av Acergy de siste årene er finansiell disiplin. Acergy har hatt en solid vekst i omsetning og en betydelig reduksjon i operasjonelle kostnader, noe som skyldes at de ønsker å utøve finansiell disiplin i alle sine beslutningsprosesser. Den siste kjerneverdien, at de ønsker å fremstå som ett Acergy, handler om samhold gjennom fravær av interne grenser og effektivt samarbeid på tvers av deres verdensomspennende konsern. Med støtte i denne

---

[5] http://www.vg.no/nyheter/utenriks/artikkel.php?artid=10005922

[6] http://www.dagbladet.no/2010/05/01/nyheter/utenriks/oljeutslipp/11531297/

kjerneverdien har Acergy gruppert sine fem segmenter i to territorium. Dette har blitt gjort for å utnytte deres ressurser bedre og for å skape synergier mellom de ulike segmentene.

2.1.2.2 Fokus

Acergy har fokus på fem retningslinjer som avgjør hvordan de driver sin virksomhet.

Humankapital er sentral for deres suksess

Dette innebærer at de fokuserer på å ansette godt kvalifiserte arbeidstakere, samt stadig å videreutdanne dem i takt med de endringene som skjer i bransjen.

Prosjekter er kjernen i deres virksomhet

Acergy jobber på kontrakter fra sine kunder. Hvilken type jobb, samt omfanget og tidsperspektivet for jobben varierer fra kontrakt til kontrakt. Acergy ser derfor på disse kontraktene som prosjekter som skal gjennomføres i henhold til selskapets verdier og med fokus på å nå sin visjon.

Ingeniørarbeid er kjernen i deres prosjekter

Dette fremhever det faktum at det er kvaliteten på og evnen til innovasjon i ingeniørarbeidet Acergy utfører som er nøkkelen til suksess i prosjektene. I tillegg er det naturligvis viktig med støtte av god og presis prosjektledelse. Selskapets ingeniører utvikler løsninger for Riser Tower teknologi in-house. Disse løsningene har blitt installert i en rekke store prosjekter i løpet av de siste årene. Noen av de seneste installasjonene blir sett på som sentrale for fremtiden av dypvannsprosjekter ettersom teknologien er spesielt godt egnet for prosjekter av denne typen.

Konsistent arbeidsutførelse på verdensbasis, med både lokalt og globalt hensyn

Med denne retningslinjen ønsker Acergy å fremheve at de leverer samme kvalitet til sine kunder, uavhengig av hvor i verden de er lokalisert. Selskapet ønsker å skape gode relasjoner til lokalbefolkningen i områdene de opererer i, og driver med hensyn på det globale miljøet. Lokale relasjoner styrker deres posisjon i de ulike markedene og i tillegg gir det muligheter for å utvikle lokal ekspertise. Et slikt fokus er essensielt for Acergy med tanke på å skaffe seg goodwill, som igjen kan være avgjørende for å vinne kontrakter.

Langsiktige investeringer i ansatte, ressurser og "know how", samt i deres relasjoner til kunder og leverandører

Acergy tar sine beslutninger og styrer selskapet med fokus på langsiktighet. De har i den senere tid investert i forhold til fremtidsutsiktene for oljeservicebransjen, noe som tilsier større og mer komplekse prosjekter. Dette kommer blant annet av at oppdragene blir utført på stadig dypere farvann. Spesifikt kan det nevnes at Acergy i 2005 startet et foryngelsesprogram av flåten sin.

Acergy har et akademi som dekker alle funksjonene i deres organisasjon. De har også en rekke programmer som støtter opp rundt deres visjon, kjerneverdier og fokus. Blant disse programmene er TAQL[7] og PASS[8].

PASS er et sikkerhetsprogram for å oppnå målet om null skader, null skade på anleggsmidler og miljøet, samt ingen nestenulykker. PASS er anerkjent i offshoresektoren og mange eksterne organisasjoner trener sine ansatte gjennom dette programmet.

TAQL er Acergys tilnærming til total kvalitetsledelse ved å utfordre dagens praksis gjennom stadig utbedring av standard og kvalitet. Sentralt i TAQL er fokus på kundeforhold og det å ivareta kundenes interesser.

Acergy har også et innovativt visualiseringsprogram kalt Envision. Programmet er under utvikling og skal forsterke alle aspektene ved gjennomføring av prosjekter.

2.1.3 Segmenter

Vi vil i denne delen gi en kort beskrivelse av de ulike segmentene Acergy opererer innenfor. Fremtidsutsiktene for disse vil vi komme tilbake til under den strategiske analysen og i våre prognoser. Acergy opererer innen fem geografiske segmenter; Nord-Europa og Canada, Asia og Midtøsten, Afrika og Middelhavet, Nord-Amerika og Mexico, samt Sør-Amerika. Disse geografiske segmentene deler Acergy inn i teritorium 1 og teritorium 2. Teritorium 1 består av Nord-Europa og Canada og av Asia og Midtøsten. Territorium 2 består av Afrika og

[7] Total Acergy Quality Leadership

[8] Positive Attitude to Subsea Safety

Middelhavet, Nord-Amerika og Mexico og Sør-Amerika. Acergy har ulik profil i de forskjellige segmentene.

2.1.3.1 Asia og Midtøsten (AME)

Hovedkontorene er i Singapore, Jakarta og Perth. Innen dette segmentet utføres det ingeniør- og konstruksjonsprosjekter for SURF markedet. I tillegg drifter SapuraAcergy, et Joint venture selskap mellom Acergy og SapuraCrest petrolium Berhad, Sapura 3000, som er et tungt løft- og rørleggingsfartøy.

2.1.3.2 Nord-Europa og Canada (NEC)

Hovedbasene er i Aberdeen (Skottland), St Johns(Canada) og Stavanger. Innen dette segmentet utføres offshore ingeniør- og konstruksjonsprosjekter for SURF og IMR markedet samt administrering av prosjektspesifikke joint venture.

2.1.3.3 Afrika og Middelhavet (AFMED)

Hovedbasen er i Surenes (Frankrike), med flere fabrikasjonsavdelinger i blant annet Nigeria og Angola. I Afrika og Middelhavet utføres store offshore ingeniør- og konstruksjonskontrakter for SURF markedet i tillegg til at Acergy tilbyr sin ekspertise innen feltutvikling. Acergy styrer også flere prosjektspesifikke joint ventures som for eksempel OCEON[9], et nigeriansk joint venture selskap.

2.1.3.4 Nord-Amerika og Mexico (NAMEX)

Lokalisert i Houston hvor det gjennomføres ingeniør- og konstruksjonsprosjekter for SURF markedet i blant annet USA og Mexico. Kontoret i Houston gir også støtte til prosjekter som utføres i Sør-Amerika.

2.1.3.4 Sør-Amerika (SAM)

Lokalisert i Rio de Janeiro (Brasil), nærmere bestemt Macaé, hvor det utføres offshore ingeniør-, konstruksjons- og vedlikeholdsprosjekter for SURF og IMR markedet.

Inntektene til Acergy kommer fra flere forskjellig typer kunder. Ved å dele opp omsetningen etter klientell ser vi at 55 prosent kommer fra internasjonale oljeselskaper, 23 prosent kommer

[9] Global Oceon Enigneers Nigeria Limited

fra nasjonale oljeselskaper, 11 prosent kommer fra uavhengige olje- og gasselskaper og de resterende 11 prosentene kommer fra andre aktører.

2.1.4 Ordrebok

Ordreboken er viktig for forventninger om Acergy sin fremtid. Den gir en oversikt over hvilke prosjekter Acergy holder på med og hvor langt inn i fremtiden disse prosjektene vil vare. En stor ordrebok vil øke selskapets verdi, da det bidrar til forventninger om økte fremtidige inntekter. Fra årsrapporten for 2009 viser Acergy til en ordrebok tilsvarende 2,85 milliarder dollar. Dette var en økning fra 2,65 milliarder dollar som var verdien av ordreboken fra tredje kvartal. I tillegg til en økning i ordreboken leverte selskapet et resultat som var dobbelt så stort som analytikerne hadde spådd[10]. Acergy sitt gode år i 2009 har gitt dem forutsetninger for å bygge opp en stor kontantbeholdning, som igjen legger til rette for å kunne gjennomføre strategiske investeringer for fremtiden. Acergy har også i tidligere år bygget opp kontantbeholdningen som blant annet har blitt brukt til å forynge flåten. Selve foryngelsesprosessen startet i 2005 og har ført til at selskapet både øker og differensierer sin kapasitet ytterligere. Et eksempel på hvordan Acergy har brukt sin kapitalbeholdning er kjøpet av Borealis. I desember 2009 kjøpte de fartøyet og betalte kontant.

Acergy forventer å investere 90-100 millioner dollar i ”ongoing” driftsmessige investeringer i 2010 og 40 millioner dollar i annen CAPEX (Simon Crow, finansdirektør Acergy).[11] Dette kommer i tillegg til investeringen på 200 millioner dollar i Borealis i 2010 som vi utdyper ytterligere under presentasjonen av flåten. Slik markedsutviklingen er med større og mer komplekse prosjekter, vil disse investeringene sette Acergy i en god posisjon med tanke på fremtiden innen subsea.

Ordreboken til selskapet viser at det er under virksomhetsområdet SURF de har flest oppdrag i nærmeste fremtid. Hele 60 prosent av selskapets ordrebok er innenfor dette segmentet. Den øvrige fordelingen er fire prosent IMR og 36 prosent konvensjonell feltutvikling. Slik ordreboken ser ut for 2010 og fremover vil de sluttføre ca 60 prosent av dagens ordrebok i 2010 og 27 prosent i 2011. De resterende 13 prosentene har antatt fullførelsesdato som går utover kalenderåret 2011.

---

[10] http://www.hegnar.no/bors/resultatrapporter/article410559.ece

[11] http://www.dn.no/energi/article1841778.ece

Tabell 2.1 gir en oversikt over hvordan ordreboken er fordelt mellom de ulike segmentene, og gir en indikasjon på hvor stor aktivitet selskapet vil oppleve på kort sikt.

Ordrebok				
AME	NEC	NAMEX	SAM	AFMED
162	315	0,1	492	1879

Tabell 2.1: Ordrebok

Det kommer tydelig frem av tabellen at det trolig vil være stor forskjell i omsetning mellom de ulike segmentene i fremtiden. Dette er også tilfellet historisk sett.

2.1.5 Flåte

Som nevnt disponerer Acergy en flåte med differensierte fartøy som utfører ulike typer arbeidsoppgaver. Hvert fartøy er lastet med forskjellig utstyr som kabler, rør, ROV'er og lignende. En ROV brukes blant annet til undersøkelser og reparasjoner på undervannskonstruksjoner.

Acergy deler flåten de disponerer inn i fire hovedtyper fartøy; Fartøy brukt til konstruksjoner av ulik sort, fartøy brukt til konstruksjon av fleksible strømningsrør, fartøy brukt til kartlegging samt rørleggingsfartøy.

Acergy eier noen fartøy selv, men mesteparten av fartøyene de disponerer chartrer de på mer eller mindre langtidskontrakter. En fordel med denne strategien er at de ved nedgangstider ikke sitter med for store investeringer i driftsmidler. Normen i bransjen er å ikke disponere mer enn det antall fartøy som er nødvendig for å ta seg av det antall oppdrag de gjennomfører i et dårlig år. Oppdrag utover dette krever at selskapene leier fartøy for å gjennomføre prosjekter for sine kunder. Bakgrunnen for denne forsiktige investeringspolitikken er at bransjen tidligere har erfart hvor galt det kan gå dersom selskapene sitter med for store investeringer i anleggsmidler når nedgangstidene kommer.

Til tross for den forsiktige investeringspolitikken investerte Acergy nylig i et nytt fartøy, Borealis, i desember 2009. Denne investeringen ble gjort med hensyn til at Acergy sine oppdrag stadig blir utført på dypere farvann, noe som medfører at det kreves investeringer i spesialutstyr. Borealis skal gjennom betydelige tilpasninger før det i 2012 er klar til bruk som et fartøy spesialisert for dypvannsprosjekter. Dette fartøyet har blitt beskrevet som Acergy sin

nye pengemaskin[12]. Acergy solgte i 2009 fartøyet Acergy Piper på bakgrunn av at arbeid utført med dette skipet ikke lenger inngikk i Acergy sin kjernevirksomhet. På denne måten frigjorde de ressurser som kan rettes mot å utnytte fremtidige vekstmuligheter innen kjernevirksomhetsområdene, da spesielt innen SURF markedet. En annen endring i Acergy sin flåte er at Acergy Polaris returnerte i 2009 etter dry-dock klassifisering, og etter å ha gjennomgått et betydelig oppgradering og livsforbedrende program. I andre halvdel av 2010 forventer de å motta fartøyene Acergy Havila og Oleg Strashnov som vil bli levert til joint venture selskapet Seaway Heavy Lifting (SHL).

2.1.6 Joint Ventures og andre strategiske eiendeler

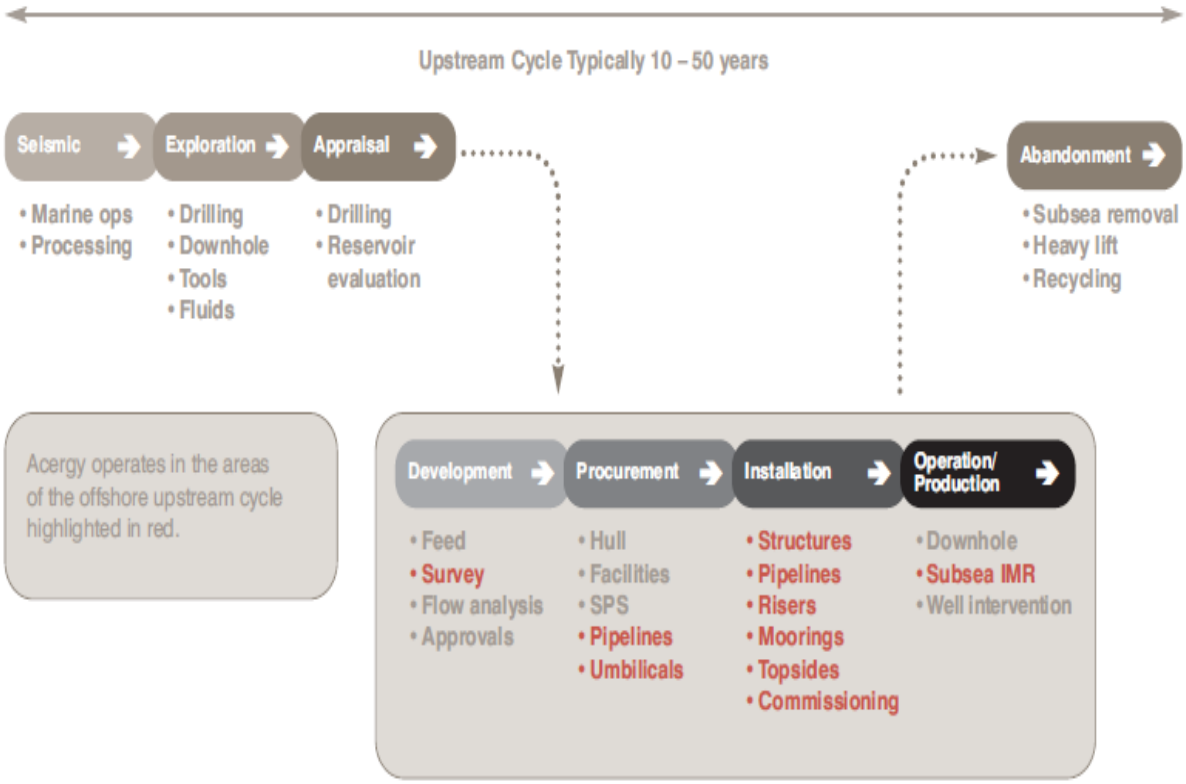
Acergy har gjennom samarbeidspartnere og joint ventures en strategisk plassering med tanke på tilgang til nødvendige ressurser. Deres samarbeidspartnere og joint ventures driver med alt fra produksjon av nødvendig driftsutstyr og materialer, til drifting av fartøyer. Samarbeidspartnere som gir Acergy tilgang på fartøy er SapuraAcergy og SHL. SapuraAcergy er som nevnt et joint venture selskap som Acergy driver sammen med SapuraCrest petroleum of Malaysia. SHL er en godt etablert offshoreentreprenør basert i Nederland. SHL drifter tunge løftningsskip som brukes til installasjon og fjerning av store offshorekonstruksjoner.

Andre samarbeidspartnere som gir Acergy tilgang på strategiske ressurser er NKT Flexibles og OCEON. NKT Flexibles produserer en rekke utstyr som er nødvendig for at Acergy skal kunne utføre sine prosjekter. Eksempler på dette er statiske strømningsrør og fleksible rør for undervannsoperasjoner. OCEON er et lokalt registrert selskap i Nigeria, hvor Acergy besitter 40 prosent eierandel. OCEON har ingeniør- og konstruksjonskompetanse innen flere områder av subsea bransjen. Ingeniører fra OCEON blir trent lokalt av utstasjonerte Acergy ansatte og gjennomfører trening ved Acergy sine internasjonale kontorer og fasiliteter.

2.2 Oljeservicebransjen

Acergy leverer sine tjenester i oppstrømssyklusen i offshore olje- og gassindustri. Som tidligere nevnt deler selskapet sine tjenester inn i tre virksomhetsområder. Figur 2.1 viser hvor i syklusen Acergy utfører sitt arbeid. Markert i rødt viser hvilke type arbeid som utføres innen de tre virksomhetsområdene.

[12] http://stocklink.no/Article.aspx?id=62209



Figur 2.1: Beskrivelse av Acergys operasjoner

De konkurrentene som oftest blir nevnt i sammenheng med Acergy er Subsea 7, Saipem og Technip. Dette kommer av at disse selskapene leverer relativt like tjenester og opererer innenfor de samme virksomhetsområdene som Acergy. Mer om konkurrentene kommer under den bransjespesifikke delen av analysen.

2.2.1 SURF

Dette virksomhetsområdet omfatter ingeniørarbeid og konstruksjon assosiert med subsea feltutvikling. Det innebærer legging av strømningsrør og rørsystemer på havbunnen og installering av subsea trær sammen med tilknyttet service. Dette er Acergys viktigste virksomhetsområde, da det er innenfor SURF de har størst andel av omsetningen og høyest marginer. Den økende trenden mot å operere på dypere farvann bidrar til at det bare er et fåtall av bedrifter som har kompetanse og økonomiske muskler til å drive innen dette virksomhetsområdet. Området blir av stadig større betydning innenfor denne bransjen, og selskapet tilbyr sine tjenster på verdensbasis innenfor SURF.

2.2.2 IMR & Survey

Arbeidet innenfor dette virksomhetsområdet går ut på undersøkelser av olje- og gassfasiliteter utført av spesialiserte Survey fartøy, dykkere og ROVer. Det utføres reparasjoner og vedlikehold etter behov. Tradisjonelt sett har markedet for IMR & Survey arbeid vært fokusert rundt Storbritania og den norske sektoren av Nordsjøen, Mexico gulfen og Brasil. Med 6000 stasjonære plattformer, 186 flytende produksjonsfasiliteter, 175 000 subsea strømningsrør og 3300 brønner i drift på verdensbasis er IMR & Survey markedet signifikant og voksende. Med tid blir gamle infrastrukturer ikke lenger levedyktige og vil bli erstattet av nye komplekse subsea infrastrukturer. Dette gjør at prognosene for IMR & Survey markedet tilsier en merkbar vekst på mellomlang til lang sikt. Det forventes at dette markedet av natur vil bli mer globalisert grunnet økt globalisering i subsea ingeniør- og konstruksjonsmarkedet. Fra ordreboken for 2009 er det lite aktivitet innen dette virksomhetsområdet.

2.2.3 Konvensjonell feltutvikling

Acergy fabrikerer og installerer stasjonære plattformer samt legger ned rørledninger og utfører oppkoblingsaktiviteter. Dette arbeidet skjer hovedsakelig på grunt vann. Her tilbyr Acergy sine tjenester for øyeblikket i Vest-Afrika og Øst-Asia. Behovet for denne typen tjenester blir drevet av oljeoperatørenes behov for fortsatt produksjon fra nåværende olje- og gassfasiliteter. Acergy har sett en økning i ordreboken fra 2008 til 2009 i oppdrag innenfor dette virksomhetsområdet.

2.2.4 Etterspørselen

Vi har sett på en del makrofaktorer av betydning for etterspørselen etter tjenester innenfor oljeservicebransjen.

Fokuset har vært på tilbud og etterspørsel etter energi, oljepris, lete- og utbyggingsaktivitet og produksjon, samt den stadig økende trenden med utvinning av olje og gass som forekommer på dypere farvann og utfordringene dette medfører. Vi vil se på hvordan disse faktorene har påvirket etterspørselen de siste årene. Fremtidsutsiktene for disse faktorene vil vi diskutere i den strategiske analysen.

2.2.4.1 Tilbud og etterspørsel etter energi

Både tilbud og etterspørsel etter energi påvirker etterspørselen etter tjenestene som Acergy leverer. Et økende energibehov vil trolig føre til større produksjon, noe som kan resultere i

høyere priser dersom etterspørselen øker mer enn tilbudet. Hvis dette skjer vil marginene i energimarkedet trolig gå opp, noe som kan bidra til at marginene for Acergy forbedres.

2.2.4.2 Oljepris [13]

Oljeprisen er en viktig faktor når det gjelder etterspørselen etter tjenester innen oljeservicebransjen. En høy oljepris bidrar til økt optimisme blant oljeselskapene fordi det slår positivt ut på deres vilje til å investere i lete- og utbyggingsprosjekter. Dette bidrar igjen til økt etterspørsel etter tjenester Acergy og resten av denne bransjen tilbyr. En lav oljepris virker i motsatt retning, da oljeselskapenes investeringsvilje minker, og de dermed utsetter prosjekter i påvente av en høyere oljepris.

Oljeprisen lå på høye nivåer i årene før finanskrisen og nådde rekordhøye nivåer like før finanskrisen inntraff med en oljepris opp mot 150 dollar fatet. Den høye oljeprisen i disse årene bidro til høy aktivitet innen oljenæringen. Oljeprisen falt dramatisk i kjølvannet av finanskrisen. Prisen var nede i under 40 dollar fatet, men fallet ble ikke langvarig. Oljeprisen begynte relativt raskt å ta seg opp igjen, men til tross for at prisen begynte å stige var den voldsom volatil. Dette preget oljenæringen i stor grad. Oljeprisen har bedret seg betydelig siden krisen og den store volatiliteten har blitt redusert. Det kommer mer om dette under den strategiske analysen. Det er en rekke faktorer som påvirker oljeprisen. Mye omtalt i media for tiden er uroen i euroområdet, askeskyene fra vulkanutbruddet på Island og oljekatastrofen i Mexicogulfen[14]. Samtlige av disse faktorene påvirker prisen i negativ retning. En annen påvirkningsfaktor er dollarkursen. Når denne styrker seg er det negativt for oljeprisen[15]. Investorene er for tiden lite risikovillige, da de kvitter seg med risikofylte papirer og søker mot tryggere plasseringer[16]. Dette har resultert i at dollaren har styrket seg mot andre valutaer som også trekker i negativ retning på oljeprisen. Mest sannsynlig vil disse faktorene være midlertidige, og ikke være gjeldende på lang sikt.

---

[13] http://bors.e24.no/e24.no/site/commodity/commodity_detail.page?magic=(cc%20(detail%20(tsid%20125630)%20(graph%20(period%203Y)%20(from%20null)%20(to%20null))))

[14] http://e24.no/olje/article3651545.ece

[15] http://e24.no/raavarer/article3657210.ece

[16] http://www.dn.no/energi/article1901651.ece

2.2.4.3 Lete- og utbyggingsaktivitet

Lete- og utbyggingsaktivitet er også viktige faktorer for å forstå hva som driver etterspørselen etter oljeservice. Økt lete- og utbyggingsaktivitet bidrar positivt på etterspørselen, da slike aktiviteter resulterer i økt behov for tjenester oljeservicebransjen leverer. Lave lete- og utbyggingsaktiviteter virker i motsatt retning, da det medfører mindre behov for oljeservicetjenester, og dermed virker dempende på etterspørselen.

På norsk sokkel har både lete- og utbyggingsaktiviteten blitt påvirket av finanskrisen.[17] Det er flere tilfeller der disse aktivitetene har blitt utsatt på bakgrunn av økt usikkerhet i markedene, samt lav og volatil oljepris. Disse faktorene bidrar til at økonomien i prosjektene blir usikre. Et eksempel på et felt som stoppet opp er Frøy[18]. Flere av Acergy sine kunder har også utsatt store SURF prosjekter i påvente av bedre økonomiske fremtidsutsikter. Til tross for flere utsettelser har leteaktiviteten ligget på relativt høye nivåer de to siste årene.[19] [20]

2.2.4.4 Dypere farvann

Det at utvinningen av olje og gass stadig flyttes til dypere farvann byr på en rekke utfordringer. Det medfører at det blir stilt strengere krav til teknologi og sikkerhet på både fartøy og utstyr, samt krav om økt kompetanse blant arbeidstakerne innenfor denne bransjen. Oljeselskapene etterspør i denne forbindelse mer moderne og større skip som er sikrere og mer tilpasset disse omgivelsene. En slik utvikling bidrar til økt etterspørsel etter relativt unge skip, da eldre skip ikke tilfredsstiller kravene de nye utfordringene byr på. Aktørene innen denne bransjen tilpasser seg stadig den nye trenden og investerer løpende for å tilpasse seg denne utviklingen. Eksempel på dette er Acergy sin investering i fartøyet Borealis og MATIS

[17] http://www.dn.no/energi/article1649340.ece

[18] http://www.offshore.no/nyheter/sak.aspx?id=28124

[19] http://www.npd.no/no/Nyheter/Nyheter/2010/Sokkelaret-2009/Sokkelaret-2009-Leteaktiviteten/

[20] http://www.npd.no/no/Nyheter/Nyheter/2009/Sokkelaret-2008/Sokkelaret-2008---Leteaktiviteten/

som nevnt tidligere, samt at de investerer betydelige ressurser i sine ansatte for at de skal være i stand til å møte disse utfordringene på en effektiv og sikker måte.

3.0 STRATEGISK ANALYSE

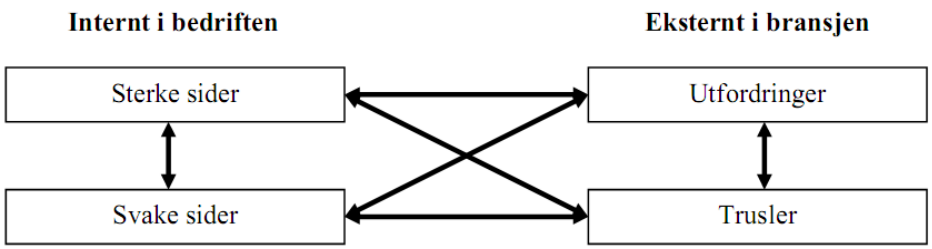
Før vi begynner med den strategiske analysen er det viktig å avgrense hvilken bransje selskapet operer innenfor. En slik avgrensning er nødvendig for at vi skal ha klart for oss hvilke faktorer vi skal analysere. Uten en klar definisjon av bransje vet vi blant annet ikke hvilke selskaper som er konkurrenter og hvilke fremtidsutsikter vi skal ta hensyn til. Som nevnt tidligere opererer Acergy innen oljeservicebransjen. Informasjonen vi benytter oss av innenfor denne delen er i hovedsak hentet fra selskapets og konkurrentenes årsrapporter og hjemmesider, samt nyhetsartikler. Vi ønsker med den strategiske analysen å få innsikt i underliggende økonomiske forhold i selskapet vi skal verdsette. Da spesielt om Acergy skaper eller har potensial til å skape en midlertidig eller varig strategisk fordel for selskapet, og med dette være i stand til å oppnå fremtidig superprofitt. Superprofitt innebærer at egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet[21].

Den strategiske analysen består av to deler, en analyse som går på interne forhold og en som går på eksterne. I den interne delen skal vi foreta en ressursbasert analyse for å identifisere styrker og svakheter ved selskapet og i den eksterne delen skal vi gjennomføre en bransjeorient analyse hvor vi kartlegger muligheter og trusler selskapet står ovenfor. For å gjennomføre dette vil vi benytte oss av en SWOT[22] analyse[23]. Ved hjelp av SWOT analysen kartlegger vi selskapets eksterne muligheter og trusler og interne styrker og svakheter. Analysen er et overordnet analyseverktøy. Det finnes ulike metoder for bruk av denne som kan gi god innsikt på både interne og eksterne forhold som påvirker selskapets posisjon i markedet.

[21] Knivsflå, Kjell Henry (2009)

[22] strengths, weaknesses, opportunities and threaths

[23] Løvendahl og Wenstøp (2005)



Figur 3.1: Swot analyse[24]

3.1 Intern analyse

Hensikten med den interne analysen er å kartlegge selskapets styrker og svakheter. Vi vil gjennomføre denne analysen ved å benytte oss av en VRIO [25] analyse[26].

3.1.1Vrio

Ved å ta utgangspunkt i en VRIO analyse kan vi karakterisere ressursene selskapet besitter som styrker eller svakheter ved å se på fire forhold:

Verdifull: Er ressursen verdifull for selskapet?

Sjelden: Er ressursen sjelden for konkurrentene, eller kan den relativt enkelt anskaffes?

Imiterbar: Er det lett for andre å kopiere eller imitere denne ressursen, slik at fordelen bare er kortvarig?

Organiserbar: Er selskapet som har denne ressursen i stand til å utnytte denne ressursen på en måte som hjelper selskapet i forhold til konkurrentene?

Vi vil videre gjennomgå selskapets ulike ressurser og se om de tilfredstiler disse forholdene. Arbeidskraften er en viktig ressurs for Acergy og nevnes som en kjerneressurs. Det er viktig med spesialiserte ansatte for å operere på et konkurransedyktig nivå i oljeservicebransjen. Acergy har som tidligere nevnt egne utdanningsprogrammer for sine ansatte. Dette er med på å kvalitetssikre de ansattes kompetanse. I lys av VRIO analysen kan vi si at arbeidskraften er

[24] Knivsflå (2009)

[25] value, rarity, imitability, organization.

[26] Barney (2002)

en verdifull ressurs, men den kan ikke sies å være sjelden. Acergy sine konkurrenter har også kompetente ansatte, men selskapet har kanskje et lite fortrinn på bakgrunn av Acergy akademiet, hvor de videreutdanner sine ansatte. Likevel er ikke godt kvalifisert arbeidskraft en ressurs som er vanskelig å kopiere for konkurrentene. Det er heller ikke en ressurs som Acergy kan organisere på en måte som gir særlig konkurransefortrinn. I oljeservicebransjen er det mye som står på spill for hvert eneste prosjekt som gjennomføres. Å kunne vise til kvalifiserte ansatte og en historikk av vellykkede gjennomføringer av prosjekter er viktig for å vinne anbudsrunder. Arbeidskraft kan derfor være et etableringshinder for potensielle nykommere.

Ledelsen er en sentral ressurs for å kunne drive effektivt og ikke minst overleve på sikt innenfor subsea bransjen. Acergy jobber kontinuerlig for å forbedre seg innenfor lederskap. I denne forbindelse har de et program som kalles Total Acergy Quality Leadership som innebærer å kontinuerlig forbedre de ansatte og kvaliteten på alt de gjennomfører. Selskapet har lang erfaring ettersom de har vært i bransjen i mange år. Dette styrker deres posisjon. Acergy har også en prosjektledelse som er dyktig og erfaren, noe som bidrar positivt når det kommer til å tilegne seg lønnsomme prosjekter. Denne ressursen har de samme karakteristika som arbeidkraft. Den er verdifull, men ikke vanskelig å kopiere. Den kan være et etableringshinder for potensielle nykommere, men er ikke en sjelden ressurs som kan organiseres på en måte som gir konkurransefortrinn.

En annen ressurs som er helt sentral for å tilegne seg store SURF prosjekter er flåten. Å ha en flåte som er differensiert og ”up to date” gjør det lettere å vinne anbudsrunder. Som vi kommer inn på senere i oppgaven er fremtidsutsiktene for bransjen preget av at verdens olje- og gassfelts produksjonsrater er fallende. Dette medfører at det er et økende behov for å finne nye felt for både utvikling og utvinning. De nye feltene er vanskeligere å få tilgang til og befinner seg i mer krevende og dypere farvann enn tidligere. Dette legger press på selskaper som Acergy, i forhold til kompetanse, erfaring og driftsutstyr. Acergy investerer stadig i utstyr som gjør dem i stand til å operere i slike omgivelser. Eksempler på dette er MATIS og investeringen i Borealis. Disse ressursene er i høyeste grad verdifulle for selskapet, men ikke sjeldne eller organiserbare da deres konkurrenter har lignende teknologi som de utnytter like effektivt. Ressursene kan også sies å være vanskelig imiterbare for nykommere i markedet da

det kreves mye erfaring og teknologi, samt kapital for å operere på en konkurransedyktig måte.

Selskapet er lokalisert flere steder i verden, noe som medfører at de kan knytte sterke relasjoner verden over. Gode relasjoner til kundene er viktig og bidrar blant annet til å skape langvarige kontrakter. I markedsområdene NEC, AFMED og SAM har Acergy de sterkeste relasjonene. Selskapet har operert innenfor AFMED og NEC i mange år, og det er innenfor disse områdene de har størst omsetning historisk sett. Spesielt sterke relasjoner har NEC i Russland. Når det gjelder SAM har de spesielt gode relasjoner knyttet til samarbeid med det nasjonale oljeselskapet i Brasil. Acergy jobber kontinuerlig for å beholde og skape nye kunderelasjoner. Det er derfor viktig at de klarer å opprettholde sitt gode omdømme i bransjen. Selskapet har hatt en klar strategi om å ha en sterk posisjon gjennom lokal tilstedeværelse i voksende markeder. Dette kan det sies at de har lyktes med, da de til tross for usikre og turbulente tider i økonomien har tilegnet seg flere viktige prosjekter verden over gjennom 2009.

I Acergys årsrapport for 2009 kommer det klart frem at fremtidens muligheter forventes å være i dypvannsområder i Atlantisk triangel som selskapet definerer som territorium 2. Dette er svært positivt for selskapet ettersom de har sterk tilstedværelse og er anerkjent i dette området. Acergy ser også på deres langsiktige lokale tilstedeværelse i Vest-Afrika som prioritet og nøkkelstyrke. Sammen med deres register over tidligere prosjektutførelser gir dette selskapet en sterk posisjon i forhold til å dra nytte av vekst i dette markedet. Dette gjennomføres ved å støtte klienter med å opprettholde nåværende produksjon.

Acergy sine forventinger til fremtiden er at på kort- og mellomlangsikt vil aktivitetene i territorium 2 bestå av aktiviteter utført i virksomhetsområdet konvensjonell feltutvikling. De forventer en vekst i denne perioden. På mellomlang og lang sikt vil SURF prosjekter være hovedvirksomheten i territorium 2. Selskapet har posisjonert seg godt geografisk og strategisk for å kunne kapitalisere på fremtidig vekst innen SURF virksomhet.

Lokaliseringen er en verdifull ressurs for Acergy. Den kan sies å være vanskelig imiterbar for nye inntrengere, men ikke sjelden siden det ikke et spesielt fortrinn for Acergy. Dette kommer av at deres konkurrenter også opererer på flere av disse områdene og dermed har like muligheter til å skaffe relasjoner.

Kostnadsnivået til Acergy som vi analyserer senere i oppgaven ligger under samtlige av selskapene som vi har karakterisert som deres nærmeste konkurrenter. De har dermed en fordel sammenlignet med sine konkurrenter, som kan utnyttes ved anbudsrunder. Det selskapet som ligger nærmest Acergy når det gjelder kostnadsnivå er Subsea 7, og det er påfallende at disse to selskapene er de selskapene med lavest omsetning. Det er derfor nærliggende å tro at etter hvert som Acergy vokser som selskap vil også de operasjonelle kostnadene vokse. Det er ikke gratis å vokse, uansett om det er organisk eller gjennom oppkjøp. Derfor er dette trolig en ressurs som vil forsvinne med tiden. Den er likevel verdifull for selskapet, og sjelden i den forstand at det vil ta tid for de andre selskapene å redusere sine kostnader til samme nivå. Den er organiserbar, men også imiterbar over tid. Med dette mener vi at konkurrentene kan ved å observere hvordan Acergy driver, bruke dem som benchmark for kostnadsstyring og dermed kopiere kostnadsstyringen til selskapet. Lave operasjonelle kostnader er derfor på det nåværende tidspunkt en viktig ressurs, men vi antar at den på sikt vil utvannes.

3.1.1.1 Konklusjon

Vi mener Acergy har en sterk posisjon i markedet med tanke på ressurser, lokalisering og hvordan de har plassert seg strategisk i forhold til å utnytte de muligheter som vil oppstå når markedet kommer inn i en vekstfase. En svakhet er at deres styrker ikke i stor nok grad er sjeldne eller organiserbare og dermed ikke nødvendigvis bidrar til varige konkurransefortrinn. Det faktum at bransjen er kapitalintensiv og krever spesialkompetanse fungerer som etableringsbarrierer for potensielle nykommere. Det er større sannsynlighet for at det vil forekomme konsolideringer enn nyetableringer.

3.2 Ekstern analyse

Ved denne analysen ønsker vi å kartlegge de mulighetene og truslene selskapet står ovenfor, og vi vil i denne forbindelse benytte oss av to verktøy; Porter`s five Fources og PESTEL analyse.

3.2.1 PESTEL analyse[27]

Dette er en analyse av makroforhold hvor politiske, økonomiske, sosiale, sosiokulturelle, lovmessige og teknologiske faktorer legges til grunn for å få innsikt i områdene selskapet

[27] Løvendahl og Wenstøp (2005)

operer innenfor. Hensikten med denne analysen er å analysere de forhold som bedriften står overfor i omgivelsene, og dermed karakterisere hvilke forhold som kan sies å være kritiske for selskapet.

3.2.1.1 Politiske og lovmessige faktorer

Acergy opererer i forskjellige regioner og land. Ulike typer uro i disse områdene, samt endringer i lover og regler, vil kunne påvirke selskapet betydelig og dermed være en kritisk faktor. Et eksempel på en politisk endring kan være at selskaper som er involvert i bransjer med høy forurensing blir pålagt å kjøpe klimakvoter. Det at deres konkurrenter opererer under de samme forholdene bidrar til at denne faktoren ikke er særegen for Acergy. Vi anser derfor trusselen fra denne faktoren som av mindre betydning.

3.2.1.2 Økonomiske faktorer[28] [29] [30]

At Acergy opererer i en bransje som er veldig konjunktursyklisk innebærer at den globale økonomiske utviklingen er av stor betydning for selskapene i oljeservicebransjen. Økonomien har de to siste årene, og vil i fremtiden bli preget av finanskrisen. På bakgrunn av dette vil vi komme litt inn på bakgrunnen for finanskrisen, samt se på fremtidsutsiktene for den økonomiske utviklingen.

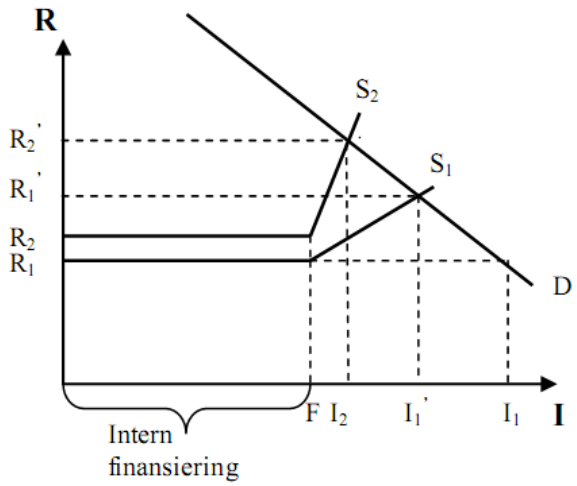
Økonomien har nylig vært igjennom en omfattende og dyp konjunkturnedgang forårsaket av finanskrisen. Problemene kan sies å ha oppstått i bank og finanssektoren. Pengepolitikken var i årene før finanskrisen preget av lave kortsiktige renter, noe som resulterte i høy gjeldsvekst og sterkt økende aktivapriser. Tradisjonell bankvirksomhet med basis i direkte lån til kunden ble i årene før finanskrisen i økende grad erstattet med verdipapirisering. Dette innebar at lånene ble tatt ut av bankenes balanse og videresolgt. Verdipapiriseringen resulterte i at bankene ikke lenger hadde den direkte kredittvurderingen av låntakerne. Det oppstod uheldige incentiver ved formidlingen av lånene da disse ble formidlet av agenter som fikk provisjon for salg, og dermed ikke selv bar noen risiko. Dette bidro til at også kunder med lav kredittverdiget, det såkalte subprime segmentet fikk tilgang til lån. Tanken bak å gi lån til

[28] Simon Hall (2001)

[29] Svein Gjerdrem (2007)

[30] Jan Tore Klovland, vår 2010.

disse var sterk tro på at boligprisene ville fortsette å stige og at de dermed kunne ta sikkerhet i boligen til disse kundene. Dette gikk bra for en periode, men da boligprisene begynte å falle ble bankene påført store tap. For å forklare hvordan problemene i banksektoren forplantet seg til resten av økonomien og dermed bidro til en dyp konjunkturnedgang vil vi ta utgangspunkt i kredittkanalene til Simon Hall (2001). Modellen bygger på at bedriftene vil foretrekke å finansiere en del av sine prosjekter med interne midler, utover dette må de ta opp eksterne lån. Lånerenten vil stige når andelen som finansieres internt eller verdien av lånesikkerhet faller. De to viktigste kanalene er bankutlånskanalen og porteføljebalansekanalen. Ved en monetær innstramming som var tilfellet under finanskrisen vil likviditeten i bankmarkedet synke, noe som bidrar til at det blir vanskeligere for bankene å tilegne seg midler til utlån, såkalt funding. Dårligere likviditet i bankene fører til at de blir strengere på sin utlånspraksis, og dermed vil kreve høyere sikkerhet og rente på sine utlån. Denne kanalen kalles bankutlånskanalen og utrykker likviditetssituasjonen i bankene, og dermed bankenes evne til å yte kreditt. Den andre kanalen kalles porteføljebalansekanalen og gir uttrykk for låntakers økonomiske situasjon. I tider med strammere pengepolitikk, som fører til nedgang i bedriftenes kontantstrøm eller nedgang i verdien av sikkerhetsstillelse, vil sannsynligheten for betalingsproblemer øke. Bankene vil i slike tilfeller kreve høyere rente og kutte ned på sin kredittgivning.



Figur 3.2: Kredittkanaler[31]

[31] Simon Hall (2001)

Figur 3.2 gir en god beskrivelse av det som skjedde under finanskrisen, og gir uttrykk for hvordan bankenes innstramming påvirker kredittpremien[32]. Tilbudet av finansiering er gitt ved grafene S, mens den fallende kurven D viser etterspørselen. Rentenivået er betegnet ved den vertikale aksen R og investeringsnivået vises ved den horisontale aksen I. Hvis det ikke hadde eksistert asymmetrisk informasjon ville bedriftene kunne lånt til risikofri rente (R1) hele veien. Siden dette ikke er tilfellet i praksis vil bankene kreve høyere rente etter hvert som ekstern finansiering og dermed sannsynligheten for betalingsproblemer øker. Ved en monetær innstramming som er tilfellet ved store finanskriser, vil tilbudskurven være brattere, i denne modellen er dette vist ved S2. Dette kommer av at en høyere rente vil minske verdien av kontantstrømmen til bedriftene, og dermed sikkerhetsstillelse for kreditt. Dette vil også øke sannsynligheten for betalingsproblemer. Kredittpremien øker da dramatisk, vist ved differansen mellom R2* og R1.

Det var dette som skjedde under finanskrisen. Når banksystemet strammet inn fikk det betydelig virkning for økonomien som helhet, da det både ble vanskelig og kostbart å tilegne seg kreditt, som i neste omgang virket dempende på etterspørselen. Oljeprisen falt som nevnt tidligere betydelig under finanskrisen, og da den begynte å stige var den veldig volatil. Dette kommer av at utviklingen i oljeprisen i stor grad er avhengig av hvordan økonomien utvikler seg. Det at det ble vanskelig å tilegne seg kreditt samt at oljeprisen var veldig volatil ga store utslag på investeringsaktiviteten i bransjen. Flere prosjekter stoppet opp som nevnt tidligere. Det ble satt i verk en rekke tiltak for å bedre tilstanden i økonomien. Rentene ble kuttet til nærme null i flere land. I tilegg ble det iverksatt såkalte kvantitative lettelser. Kvantitative lettelser innebærer at sentralbanken kjøper opp store mengder verdipapirer fra den private sektor, da i hovedsak fra bankene. Betalingen skjer med sentralbankpenger, slik at pengemengden øker. Dette vil blandt annet bidra til at likviditetssituasjonen i bankene bedres, noe som igjen vil kunne føre til at bankene blir mer tilbøyelig til å øke sine utlån.[33] Disse tiltakene ser ut til å ha virket. Problemene ser ut til å løsne der de startet. Bankene har begynt å låne ut penger igjen og prisen på kreditt, målt ved kredittpremien har sunket betraktelig. Oljeprisen har også kommet opp på relativt høye nivåer, og den store volatiliteten ser ut til å

[32] Kredittpremien betegnes som differansen mellom effektiv rente på obligasjoner med høy risiko og tilnærmet risikofrie renter. (Cooper og Lynch, 2001)

[33] Nikolov, Young og Robson (2009)

ha bedret seg. Det ser dermed ut til at økonomien er på vei oppover igjen, men det ser ikke ut til at det blir noen bounce back effekt[34]. Oppgangen bærer preg av å være mer trinnvis. Dette mye fordi det fremdeles er en del uroligheter i markedet. Som nevnt under etterspørselen har oljeprisen falt en del i nyere tid på bakgrunn av urolighetene i Sør-Europa, askeskyer samt en lavere risikoaversjon blant investorer. Flere land sliter også med stor gjeld etter tiltakene i forbindelse med finanskrisen. Disse faktorene vil ha en dempende effekt på oppgangen.

Til tross for disse negative faktorene har økonomien alt i alt bedret seg. Dette virker positivt på oljebransjen. Flere av utbyggingsprosjektene som stoppet opp under finanskrisen har blitt satt i gang igjen. Det jobbes blant annet nå hardt for å få fart på utbyggingen av Frøy feltet[35]. Acergy sine kunder har også vært klar på at de vil starte opp igjen flere SURF prosjekter etter hvert som tilstanden i økonomien tar seg opp, noe som det ser lysere ut for fremover. At potensielle kunder nå setter i gang prosjekter som har vært utsatt, vil trolig ikke gi noen effekt på kort sikt. Acergy tror på lik inntjening for 2010 som de hadde i 2009, men med en lavere EBITDA margin. På mellomlangsikt derimot er det svært sannsynlig at bransjen vil få seg en opptur. De utsatte prosjektene forventes å bli i iverksatt på kort til mellomlangsikt, noe som trolig vil føre til at installasjonsfasen av disse prosjektene blir påbegynt mot slutten av 2011 og fremover. Dette vil gi markedet en betydelig vekst på mellomlang sikt.

Når det gjelder leteaktiviteten i Norge har regjeringen foreslått å tilby oljeindustrien totalt 100 nye områder for oljeboring.

Det at det nylig ble gjennomført en avtale mellom Norge og Russland som legger til rette for områder i Barentshavet og Polhavet, den såkalte ``delelinjen``, bidrar til optimisme for hele oljebransjen. Dette gir Norge muligheter for å undersøke havbunnen, kartlegge ressursene som igjen kan bidra til aktivitet innenfor dette området[36]. Vekst i markedet på bakgrunn av ”delelinjen”er noe som vil ta tid, men på lang sikt kan dette være en stor mulighet.

---

[34] Bounce back effekten er en hypotese om at vekstraten i produksjonen etter at bunnpunktet er nådd vil avhenge av dybden og varigheten ved den aktuelle nedturen. (Wynne og Balke, 1993)

[35] http://www.offshore.no/nyheter/sak.aspx?id=28124

[36] http://e24.no/olje/article3625404.ece

Obama uttalte i slutten av mars at det skal åpnes for oljeleting i store kystområder på østkysten av USA, øst i Mexicogulfen og på Alaskas nordkyst. Man regner med at rundt to tredeler av de potensielle olje- og gassresursene langs østkysten nå vil bli tilgjengelige for kommersiell produksjon[37].

Alle disse faktorene bidrar til optimisme innen oljeservicebransjen, og kan gi store muligheter fremover.

Den store oljekatastrofen i Mexicogulfen som inntraff nå nylig har imidlertidig medført at åpning av nye områder i USA ikke vil bli gjennomført før årsaken til denne katastrofen er kjent[38]. Oljeboringen i Norge har også blitt påvirket av oljekatastrofen ved at havforskningsinstituttet nå stiller seg sterkt imot den foreslåtte tildelingen av nye områder fra regjeringen. De mener 39 av de 100 områdene bør stoppes[39]

Bakgrunnen for oljekatastofens påvirkning på leteaktiviteten er at ulykken fant sted på dypt vann. Det lekker olje helt nede på 1500 meters dyp. Dette fører til at lekkasjen er vanskelig å stoppe[40]. Denne ulykken viser hvor risikabelt det er å operere på stadig dypere farvann. Så lenge årsaken ikke er kjent vil det bidra til usikkerhet om lignende ulykker kan inntreffe andre steder.

Det har vært en økning av global offshore capex (kapitalkostnader) de siste årene, med unntak av 2009. Dette vil trolig medføre en økning av kontrakter innen IMR & Survey på mellomlang og lang sikt sammenlignet med dagens nivå. Det er også fortsatt en økning i installasjon av subsea utstyr som vil føre til behov for undersøkelser utført av spesialiserte fartøy. I tillegg vil reparasjoner og vedlikehold av tidligere installasjoner være økende.

3.2.1.3 Teknologiske faktorer

Den økende trenden mot å operere på stadig dypere farvann innenfor denne bransjen, resulterer i at det stadig stilles krav til aktørenes utstyr, med tanke på teknologi og kvalitet.

---

[37] http://e24.no/utenriks/article3588569.ece

[38] http://pub.tv2.no/nettavisen/nyheter/article2895350.ece

[39] http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/nordland/1.7117648

[40] http://www.dn.no/energi/article1904004.ece

Det vil også føre til økte utforsknings- og produksjonskostnader. Acergy jobber som nevnt kontinuerlig for å tilpasse seg disse forholdene, og selskapet kan i høyeste grad sies å ha lyktes med dette.

3.2.1.4 Sosiale og sosiokulturelle faktorer

Det at kundene stadig etterspør tjenester som medfører økt tendering mot hardere og komplekse omgivelser er sentralt her. Dette kommer av at oljereservene som tidligere har vært benyttet stadig tømmes, og for å opprettholde produksjonen må den flyttes til andre områder. På bakgrunn av dette vil trolig mengden oppdrag for Acergy innen konvensjonell feltutvikling i fremtiden ligge noe under dagens nivå. Vi vil se på fremtidsutsiktene rundt denne nye trenden innen hvert segment, samt nevne litt om fremtidsutsiktene for etterspørsel og tilbud etter energi. I Asia og Midtøsten er det økende etterspørsel etter energi som driver olje og gass søk, samt utvikling av infrastruktur i henhold til oljeproduksjon. Det forventes at utviklingsaktiviteten i denne regionen vil vokse for å utnytte utappede dypvannsressurser, noe som igjen vil kunne medføre store muligheter for SURF kontraktører som operer på dypt vann og i utfordrende miljø.

Nord-Europa og Canada har lenge vært viktig for offshore konstruksjonsselskaper og har derfor en velutviklet infrastruktur som gjør det mulig å oppnå høy lønnsomhet med rask utvikling fra funn til produksjon. Eksempler på lovende funn som er gjort her er; Dagny og Ermintrude. På lang sikt og med teknologisk nyvinning vil det trolig være mulig å drive olje og gassutvinning i de ekstremt utfordrende forholdene i Barentshavet og i de artiske områdene.

Innenfor Afrika og Middelhavet er det to faktorer som bidrar til at Acergy ser lyst på fremtiden. For det første forventes det at Angola sin dyptvannsproduksjon vil dobles innen 2015 på bakgrunn av utvikling med signifikante produksjonsmuligheter og nye funn de siste årene. For det andre forventes det at store kontrakter i Nigerias dypvanns offshorereserver, som tidligere opplevde vedvarende utsettelser, vil bli lagt ut på anbud.

Mexicogulfen har den mest notoriske hybrokarbon beholdningen i verden og aktivitetsnivået antas fortsatt å være høyt. Utviklingen i dypvannsområdene bidrar til gode muligheter for 2010. Det at Acergy gjennomførte Perdido prosjektet på nesten 3000 meters dyp i 2009 illustrerer Acergys muligheter til å operere suksessfullt i dypvannsområdene i Mexicogulfen.

Innenfor segmentet Sør-Amerika gjorde Statoil nylig et funn på dypt vann utenfor Brasil. Størrelsen på funnet er ikke kjent, men reservoarene i presaltstrukturene ligger 3.000 til 5.000 meter under havbunnen. Funnet er anslått å være på over 50 milliarder fat.[41] Dette bidrar til optimisme innen oljeservicebransjen og kan medføre økt etterspørsel etter tjenester innenfor virksomhetsområdet SURF.

Energi etterspørsel

I henhold til IEA[42] forventes verdens energikonsum å være 45 prosent høyere i 2030 enn dagens nivå. Denne veksten blir drevet av ikke-OECD økonomier, hovedsakelig av Kina og India hvor forventet forbruk vil overgå nåværende produksjon betydelig. Det økende behovet vil gi muligheter for Acergy dersom de klarer å utnytte disse vekstmulighetene.

Energi tilbud

Stadig flere av verdens oljefelt sin produksjon har nådd toppen og er i nedgang. Russland og Mexico har nå sluttet seg til Nordsjøen og De Forente Stater som områder i nedgang. Dette medfører et økende behov for substansielle investeringer for å bekjempe nedgangen i output fra eksisterende felt, som er antatt å falle med 2/3 frem mot 2030 i følge IEA. Det er antatt at en kapasitet på, rundt regnet, fire ganger Saudi Arabias nåværende produksjon må installeres for å veie opp for effektene av forventet reduksjon i produksjonen til dagens oljefelt. For gassektorene er det et lignende kapasitetsbehov, hvor behovet frem mot 2030 er på fire ganger Russland sin nåværende gassproduksjonskapasitet. Halvparten for å veie opp for reduksjon ved eksisterende gassfelt og halvparten er for å imøtekomme økende global etterspørsel.

3.2.1.4.1 Konklusjon

Økonomien ser ut til å være på bedringens vei. Oljeprisen er mindre volatil og ligger på et relativt høyt nivå. Dette bidrar til økt aktivitet innen oljeservicebransjen. Den nye trenden mot dypere farvann er positivt for Acergy, da de har gode muligheter gjennom god likviditet, teknologi og utstyr til å utnytte seg av denne. Den økende energietterspørselen i fremtiden bidrar også til gode muligheter for selskapet og bransjen generelt. Det kan også ligge store

[41] http://www.dn.no/energi/article1845320.ece

[42] Det internasjonale energibyrået

muligheter i fremtiden når det gjelder leteaktivitet. Selv om ulykken i Mexicogulfen har preget aktiviteten kan det på lengre sikt når årsaken til ulykken kommer frem, bli åpnet for oljeboring flere steder både i USA[43] og Norge. En trussel er det stadig fallende tilbudet av energi som kommer av at eksisterende oljeproduksjonsfelt har nådd toppen. Dette kan ha innvirkning på konvensjonell feltutvikling, som vil kunne oppleve lavere aktivitet i fremtiden.

3.2.2 Porter[44]

Ved å benytte oss av denne analysen kan vi kartlegge konkurranseevnen til selskapet, samt bedriftens evne til lønnsomhet. Denne modellen ser på fem ulike krefter som kan bidra til å forklare konkurransesituasjonen Acergy utsettes for. Konkurransekreftene kartlegger dynamikken i bransjen, og er avgjørende for hvordan selskapet vil posisjonere seg i forhold til sine konkurrenter. Disse kreftene er potensielle inntrengere, substitutter, konkurrenter, kunder og leverandører. Alle disse kreftene er avhengig av lønnsomheten i bransjen. Jo sterkere disse kreftene er, desto vanskeligere blir det å skape god lønnsomhet.

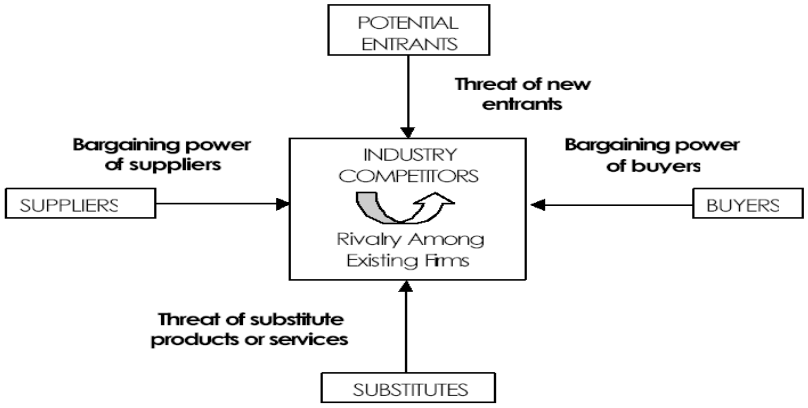


Figure 2: Competitive Forces Model (Porter, 1980, p.4)

Figur 3.3: Porter five fources[45]

[43] http://www.dn.no/energi/article1903801.ece

[44] Løvendahl og Wenstøp (2005)

[45] Fjell, Kenneth (2009)

3.2.2.1 Konkurrenter

Vi har konsentrert oss om å se på de konkurrentene som har lik kjernevirksomhet som Acergy, det vil si at vi har sett på hvilke type selskaper som leverer komplette tjenester under de tre virksomhetsområdene SURF, IMR og konvensjonell feltutvikling.
Med bakgrunn i dette opererer selskapet innenfor et konsolidert marked, det vil si at det ikke er så mange aktører som leverer de samme tjenestene. De tre hovedkonkurrentene er Seipem, Technip og Subsea 7. Konkurransen mellom disse er i hovedsak preget av å tilegne seg strategiske prosjekter. Acergy jobber strategisk for å være posisjonert i områder som preges av store vekstmuligheter. Dette har de som nevnt tidligere lyktes med ved at de blant annet har klart å vinne en rekke prosjekter i Vest-Afrika innenfor konvensjonell feltutvikling. Acergy står også sterkt i Brasil hvor de har skapt gode relasjoner med det nasjonale oljeselskapet. Dette er særdeles positivt for selskapet med tanke på fremtidige prosjekter i dette området.

3.2.2.2 Substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som dekker de samme behovene som tjenestene Acergy leverer. Undervannstjenestene krever spesialkompetanse og krevende teknologi. Slik vi ser det er det ingen nære substitutter.

3.2.2.3 Leverandører

Acergy tilegner seg tjenester og produkter gjennom eierskap i samarbeidspartnere og joint venture selskapene. Dette omfatter blant annet produksjonsutstyr og drifting av fartøyer. Det at de skaffer tjenester og produkter gjennom disse selskapene bidrar til at trusselen fra leverandører blir mindre. En mulig trussel kan være skipsverft og arbeidskraft.

Selskapene i denne bransjen benytter seg av skipsverft som leverer tjenester av typen reparasjon og bygging av skip. Det er relativt mange skipsverft både i Norge og internasjonalt, noe som fører til at selskapene har flere leverandører å velge mellom. Vi mener derfor at trusselen fra disse er lav.

Det er behov for arbeidskraft med spesialkompetanse for å utføre tjenestene innenfor denne bransjen. Som nevnt investerer Acergy kontinuerlig for å ha de beste folkene. Selskapet har lang og god erfaring innen bransjen, og har gjennom ulike typer prosjekter tilegnet seg ny og viktig erfaring. Med bakgrunn i dette har selskapet mange dyktige medarbeidere.

3.2.2.4 Kunder

Acergy`s største kunder er de internasjonale oljeselskapene. Disse er blant annet Shell, EnCana , OMV , Marathon , Chevron , ExxonMobile , Apache Energy og BG Group. Kundenes forhandlingsmakt sier noe om hvor stor innflytelse kundene har på selskapet og deres prissetting. Acergy sammen med de tre konkurrentene, er selskaper som leverer tjenester innenfor de tre virksomhetsområder SURF, IMR og konvensjonell feltutvikling. Når oljeselskapene skal velge leverandør ønsker de å bruke selskaper som kan levere tjenester innenfor alle disse områdene. Resultatet er at det er få leverandører. Dette bidrar til at kundene ikke har så mange å velge mellom, med mindre de velger å ”skreddersy” kjøp av tjenester fra flere små leverandører som har kompetanse innenfor de ulike områdene. En faktor som kan utgjøre en trussel for bransjen er at kundene begynner med vertikal differensiering. Det vil si at de istedenfor å bruke leverandører, kjøper opp selskaper slik at de får de tjenestene de trenger internt. Denne trusselen anser vi som lav ettersom det til nå ikke er noen av oljeselskapene som har benyttet seg av en slik fremgangsmåte. Dersom utviklingen i bransjen med mer komplekse og større prosjekter vedvarer kan denne trusselen bli reel i fremtiden.

Kundenes forhandlingsmakt anser vi som liten.

3.2.2.5 Potensielle inntrengere

Når vi skal kartlegge trusselen for nye inntrengere, er etableringsbarrierer sentralt. Jo mer kostbart og komplisert det er for nye inntrengere å etablere seg innenfor denne bransjen, desto høyere etableringsbarrierer. Etableringsbarrierer innenfor denne bransjen er ``know how``, kapitalbehov og stordriftsfordeler.

Ved å se på ``know how`` har mange av aktørene innen oljeservicebransjen operert i mange år, og dermed fremskaffet god kompetanse og erfaringer. Aktørene opererer under svært krevende og utfordrende omgivelser som bidrar til at det blir stilt strenge krav til deres ansatte og utstyr. Det at SURF prosjektene øker i størrelse og kompleksitet styrker selskapets posisjon og bedrer selskapets konkurranseevne. En ny inntrenger kan få problemer med å skaffe seg arbeidskraft med kvalifisert kompetanse, samt nødvendig driftsutstyr.

Innenfor denne bransjen kreves det store kapitalinvesteringer, da det stadig kreves ny teknologi til skip og annet utstyr for å kunne dekke de nødvendige behov. Disse

investeringene er svært kostbare. I kjølevannet av finanskrisen kan det ha blitt stilt strengere krav til å skaffe kapital til slike investeringer, noe som vil kunne være en hindring for potensielle nyetableringer.

Det at SURF prosjektene øker i størrelse og kompleksitet gjør dem mer kapitalintensiv. Dette reduserer konkurransen og faren for potensielle inntrengere. Acergy er i en sterk posisjon til å utnytte denne trenden når det gjelder kontantbeholdning, tidligere strategiske investeringer og erfaring. Den nye trenden gjør aktører mer åpen for konsolidering innenfor denne bransjen, og Acergy har uttalt seg positivt til å gå sammen med andre selskaper i fremtiden. En konsolidering vil kunne ha flere positive synergier, blant annet kan det øke kredittratingen til et selskap, noe som resulterer i at det blir lettere og billigere med ekstern finansiering.

Det er store felleskostnader som markedsføring og administrasjonskostnader innenfor subsea bransjen. Acergy oppnår stordriftsfordeler når disse kostnadene kan fordeles på et stort antall skip på deres flåte. Dette vi utgjøre en stor barriere for nye inntrengere, da disse vil ha et betydelig mindre omfang av skip.

3.2.2.6 Konklusjon

Acergy operer i en bransje med relativt liten forhandlingsmakt fra substitutter, kunder og leverandører. Deres største trussel anses å være konkurrentene, da disse har samme type teknologi og opererer på de samme områdene som Acergy. Til tross for sterk konkurranse klarer Acergy å utnytte sin strategiske posisjon til å øke ordreboken. Dette tyder på at det er plass til alle de fire store innenfor denne bransjen.

3.2.2.7 Oppsummering strategisk analyse

Selskapet har en sterk posisjon med tanke på ressursene de besitter. De har kvalifisert og erfaren arbeidskraft, en differensiert flåte, er lokalisert på en rekke steder som gjør de i stand til å utnytte mulighetene der de måtte dukke opp. De har også gode relasjoner både til kunder og andre samarbeidspartnere. En svakhet er at deres konkurrenter har lignende type ressurser, samt kapasitet til å utnytte disse på en tilsvarende måte som Acergy.

Når det gjelder mulighetene for selskapet er disse mange. De økonomiske utsiktene ser bedre ut, oljeprisen ligger på relativt høye nivåer, og tilgangen på kreditt har blitt bedre. Dette kan bidra til økt etterspørsel etter tjenestene selskapet leverer. På lengre sikt vil leteaktiviteten kunne bidra til økt optimisme. Samtidig vil den økende energietterspørselen være positiv for

hele bransjen. Konkurransesituasjonen i bransjen er relativt svak, da det er lav forhandlingsmakt fra substitutter, kunder og leverandører. Den største utfordringen er konkurrentene, samt det fallende energitilbudet som fremkommer på bakgrunn av den fallende oljeproduksjonen på eksisterende felt. Den fallende oljeproduksjonen påvirker ikke alle virksomhetsområdene Acergy opererer under, og trusselen som følge av dette er derfor ikke av stor betydning for selskapets fremtidige inntektsmuligheter.

4.0 VERDSETTELSESMETODER

Denne delen av oppgaven bygger i hovedsak på teori fra lærebøkene Penman (2007), Damodoran (2002) og Koller, Goedhart og Wessels (2005). Hensikten med verdsettelsen er å finne nåverdien av bedriftens egenkapital, og med dette kunne kartlegge om aksjen er feilpriset. Det finnes i hovedsak tre verdsettelsesteknikker. Disse er fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Metodene kan brukes hver for seg eller i kombinasjon med hverandre. De ulike metodene gir forskjellige verdier, men å bruke de sammen kan gi et bedre grunnlag for å finne den estimerte verdien av egenkapitalen. Dette fordi de ulike metodene baserer seg på forskjellig informasjon om selskapet.

Før vi drøfter hvilken metode som egner seg best for vår verdsettelse, vil vi gjøre rede for de ulike metodene.

4.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

Denne metoden er verdivurdering basert på analyse av underliggende og fundamentale forhold. Det tas utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, og da i hovedsak årsrapportene til selskapet. Denne metoden egner seg best for modne selskaper eller selskaper som har kommet langt i vekstfasen, ettersom man må ha tilgang til informasjon som strekker seg flere år tilbake i tid. Den fundamentale metoden innebærer å budsjettere fremtidige kontantstrømmer for deretter å neddiskontere disse med et rimelig krav. Dette kan gjøres ved hjelp av to metoder; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Ved å benytte egenkapitalmetoden finner man verdien direkte ved å verdsette egenkapitalen. Totalkapitalmetoden medfører at man beregner verdien av egenkapitalen mer indirekte ved at man tar verdien av totalkapitalen og trekker fra netto finansiell gjeld og legger til eventuelle skattefordeler. Begge metodene skal komme frem til samme verdi for selskapet dersom de utføres på konsistent måte.

4.2 Komparativ analyse

Dette er en metode hvor man sammenligner prisingen med komparative bedrifter eller eiendeler. Metoden kan utføres på to ulike måter, direkte eller indirekte. Den direkte metoden gjennomføres ved hjelp av multiplikatormodellen, og for den indirekte metoden benyttes substansmodellen. Multiplikatormodellen innebærer at man sammenligner markedsverdien av selskapet med ett eller flere sammenlignbare selskaper. Eksempler på slike multiplikatorer er Pris/Fortjeneste (P/E) og Pris/Bokført egenkapital(P/B). For å finne verdien av egenkapitalen til selskapet ved hjelp av multiplikatormodellen tar man utgangspunkt i for eksempel fortjeneste, dersom det er multiplen P/E som skal benyttes. Videre finner man det gjennomsnittlige P/E forholdet til de sammenlignbare selskapene som vil være den komparative multiplikatoren. Verdien av selskapets egenkapital finnes i dette tilfellet ved å multiplisere fortjenesten til selskapet med den komparative multiplikatoren. Samme fremgangsmåte gjelder for de øvrige multiplikatorene. Et problem med metoden er at verdien i stor grad avhenger av hvilke multiplikatorer som blir benyttet, ettersom den som beregner verdien i stor grad kan påvirke utfallet ved valg av multiplikatorer. Dette medfører at metoden bør benyttes med forsiktighet.

Substansmodellen går ut på å sammenligne markedsverdien av selskapets eiendeler og gjeld med komparative bedrifter. For at denne modellen skal være hensiktsmessig må det være mulig å identifisere eiendeler og gjeld og beregne markedsverdien av disse. Dette innebærer at metoden egner seg best i bransjer der det eksisterer sammenlignbare aktiva. Komparativ analyse er mindre omfattende og dermed også billigere enn fundamental verdsettelse.

4.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Denne metoden er en verdivurdering av fleksibilitet gjennom opsjonsprising. Metoden blir ofte benyttet som supplement til fundamental verdsettelse. Verdien blir da verdien fra den fundamentale verdsettelsen pluss fleksibiliteten. En slik fleksibilitet kan verdsettes ved hjelp av opsjonsbasert verdsettelse. En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge et aktivum på et forhåndsbestemt fremtidig tidspunkt eller periode, til en forhåndsbestemt pris[46]. En realopsjon er en opsjon som ikke gjelder et finansielt aktivum. Man kan verdsette realopsjonene på samme måte som finansielle verdier. For å illustrere dette kan vi se på en

[46] Persson (2009)

salgsopsjon som er retten til å selge et aktivum på et senere tidspunkt. Dette er det samme som et selskap som har en opsjon på å forlate eller selge et prosjekt dersom det ikke er lønnsomt.

Det som er viktig å være observant på er at fleksibiliteten ikke allerede inngår i vekstraten som er lagt til grunn ved beregning av verdien ved den fundamentale verdsettelsen. Dersom det ansees som en fleksibilitet at Acergy kan investere i et nytt skip dersom de finner det lønnsomt, må denne fleksibiliteten enten verdsettes i den fundamentale verdsettelsen gjennom høyere fremtidig vekst, direkte i prognosene av kontantstrømmene eller ved en opsjonsbasert verdsettelse. Når bedrifter tar viktige beslutninger er det ofte knyttet opp mot realverdier, og ikke finansielle verdier. Dette medfører at bruk av realopsjoner er det relevante her.

4.4 Valg av verdsettelsesteknikk

Hovedformålet med valg av verdsettelsesmetode er å få et så korrekt estimat som mulig på verdien av selskapets egenkapital. Vi må derfor finne den metoden som egner seg best for vårt selskap, og vi vil i den forbindelse se på faktorer som bransje, fase i livssyklus og fortsatt drift eller avvikling.

4.4.1 Livssyklusen

Hvor i livssyklusen selskapet befinner seg vil være av betydning for valg av verdsettelsesmetode. Et selskap som er i introduksjon og tidlig i vekstfasen vil ikke ha regnskapsinformasjon som strekker seg flere år tilbake i tid. Selskapet vil i disse tilfellene ha store muligheter for vekst fremover, noe som fører til at de historiske tallene ikke vil være tilstrekkelige for å vurdere fremtiden. I slike tilfeller bør en komparativ eller opsjonsbasert metode benyttes, da disse metodene i større grad fanger opp og tar hensyn til veksten. Ved å benytte komparativ verdsettelse kan man fange opp fremtidig vekst ved å sammenligne med selskaper som tidligere har oppnådd denne veksten, samt beregne bedriftens muligheter gjennom opsjonsprising. Fundamental verdsettelse bør benyttes dersom selskapet befinner seg i en moden fase og dersom det er i en lønnsom tilbakegang. Dette kommer av at selskapet i slike tilfeller har tilstrekkelig informasjon, samt at det ikke forventes at det historiske regnskapet vil endre seg i betydelig grad fremover. Hvis derimot tilbakegangen er ulønnsom og det er sannsynlighet for konkurs bør komparativ metode benyttes, og da i hovedsak substansverdimodellen. Ved denne metoden kan man beregne verdien av aktivaene selskapet kan få ut ved en eventuell avvikling. Opsjonsbasert metode kan også brukes supplerende for å

beregne opsjonen av å stoppe driften. Det kan være aktuelt i en situasjon der prisen på produktet/tjenesten selskapet selger har falt til et nivå som gir negative marginer. Selskapet kan da stoppe driften til prisen igjen stiger. Acergy kan sies å være i en moden fase og opererer innenfor en bransje i vekst. Dette kan tale for at en fundamental verdsettelsesteknikk er best egnet.

4.4.2Fortsatt drift eller avvikling

Komparativ verdsettelsesteknikk brukes dersom selskapet er i en avviklingsperiode og kan suppleres ved en opsjonsbasert verdsettelse med samme begrunnelse som over. Hvis selskapet er under fortsatt drift bør fundamental verdsettelse benyttes. Dermed taler også dette for en fundamental verdsettelse av Acergy.

4.4.3 Bransje

I selskaper der største delen av verdien er basert på hva eiendelene til selskapet kan skape, og markedsverdien av disse eiendelene er relativt enkle å fastsette, kan en komparativ verdsettelse være hensiktsmessig å benytte, da i hovedsak substansverdimodellen. Acergy opererer i en bransje der mye av verdien skapes ved hjelp av deres eiendeler. Denne metoden kan derfor være aktuell her. Det at en betydelig andel av deres verdiskapning også er avhengig av kompetansen og erfaringen til deres ansatte resulterer imidlertid i at denne metoden ikke i tilstrekkelig grad fanger opp all verdiskapningen selskapet genererer.

Multiplikatormodellen kan være aktuell å benytte da det innen denne bransjen finnes komparative børsnoterte selskaper å sammenligne med. Denne metoden bør ikke benyttes som en ``stand alone`` metode fordi verdien i stor grad vil avhenge av hvilke multiplikatorer som blir benyttet. På bakgrunn av dette anser vi den som bedre egnet som et sammenligningsgrunnlag.

Et annet moment som er av stor betydning ved valg av verdsettelsesteknikk er tilgjengeligheten av informasjon om selskap og bransje. Acergy er et børsnotert selskap og er dermed forpliktet til å offentliggjøre regnskapet sitt. Det er også et modent selskap som har regnskapstall flere år tilbake i tid. Dette bygger opp under valg av fundamental verdsettelse.

4.4.4 Konklusjon

Alt dette tatt i betraktning faller vårt valg på en fundamental verdsettelse. Vi vil benytte totalkapitalmetoden, da det er flere faktorer som trekker oss i denne retningen. En faktor er at

det er lettere å identifisere kontantstrømmer til totalkapitalen enn direkte til egenkapitalen. Ved å bruke egenkapitalmetoden er det en større utfordring å finne kontantrømmer til egenkapitalen og koble disse med riktig avkastningskrav. Det er også slik at totalkapitalmetoden er hovedfokus i kurset bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse ved NHH. Det er fra nettopp dette faget vi har rammeverket for oppgaven. På bakgrunn av dette er det naturlig for oss å benytte totalkapitalmetoden i vår verdsettelse av Acergy. Som en kryssjekk på at vårt estimat virker rimelig vil vi benytte oss av en komparativ analyse ved hjelp av multiplikatormodellen.

5.0 REGNSKAPSANALYSE

Vi vil i dette kapittelet foreta en strategisk regnskapsanalyse av Acergy, hvor hensikten er å få en forståelse av selskapets historiske økonomiske tilstand. Denne analysen vil sammen med den strategiske analysen danne grunnlag for å finne de fremtidige kontantstrømmene til bedriften, som igjen vil være grunnlaget for selve verdsettelsen. Denne delen bygger på selskapets og konkurrentenes årsrapporter og hjemmesider, læreboken Koller, Goedhart og Wessels (2005).

Acergy er et syklisk selskap, noe som i teorien tilsier at man skal bruke så mye som 10-15 år når man analyserer og verdsetter selskapet. Hensikten med å bruke så mange år er å få med seg selskapets utvikling for ulike konjunkturelle forhold, altså både gjennom opp- og nedgangskonjunktur.[47]

Økonomien har som nevnt nylig vært nede i en dyp lavkonjunktur forårsaket av finanskrisen, og i årene før krisen inntraff var økonomien i en høykonjunktur med blant annet høy oljepris. Med bakgrunn i dette mener vi at det er tilstrekkelig å benytte oss av fem år, siden vi innenfor de fem årene får et bilde av selskapets utvikling både igjennom en opp- og nedgangskonjunktur. I analysen har vi tatt utgangspunkt i offentlig rapporterte regnskapstall for hvert enkelt år. Vi har valgt å avstå fra å bruke reviderte tall da dette gir oss mer innsikt i hvordan tallene er fremskaffet.

Vi har valgt å benytte oss av en eksplisitt prognose på fem år, dette fordi vi har god informasjon av både selskap og bransje på kort og mellomlang sikt. Utover disse fem årene

[47] Koller, Goedhart og Wessels (2005)

har vi beregnet terminalverdien til selskapet, der den største andelen av selskapsverdien ligger.

I vurderingen av om vi skal analysere selskapet som helhet eller dele det opp i de ulike segmentene, mener vi at det kan være hensiktsmessig å dele det opp. Bakgrunnen for dette er at vi har tilgang til informasjon fra de ulike segmentene, samt at de ulike segmentene kan ha ulike fremtid både når det gjelder satsing fra Acergy og makroøkonomiske fremtidsutsikter. Selskapet deler som nevnt tidligere segmentene inn i territorium 1 som består av Nord-Europa og Canada og av Asia og Midtøsten, og territorium 2 som består av Afrika og Middelhavet, Nord-Amerika og Mexico og Sør-Amerika. Vi ser det derfor som hensiktsmessig å analysere disse områdene både hver for seg og som en helhet. Dette gir oss innblikk i hvordan profitt korrelerer mellom de ulike områdene. En slik informasjon vil være verdifull i forhold til å se om Acergy, gjennom geografisk differensiering, oppveier dårlige resultater i et område med gode resultater i et annet. Det gir oss også mer informasjon om hvordan Acergy investerer og hvilke geografiske områder de satser på. Et slikt innblikk vil være verdifullt når fremtiden skal prognostiseres. Vi kan da tilegne de ulike geografiske områdene forskjellige vekstfaktorer både ut fra historikk og generelle fremtidsutsikter i bransjen.

5.1 Presentasjon av regnskapstall

Vi har valgt å først kommentere regnskaps- og balansetall slik de fremstår i årsrapportene. For konkurrentsammenligningen og tidsserieanalysen i kapittel 5.3.1 og 5.3.2 har vi valgt å bruke normaliserte tall for Acergy. Dette har vi gjort fordi vi ønsker at de tallene vi bruker for Acergy skal være justert for inntekter og kostnader som ikke er relevante for fremtiden. I konkurrentsammenligningen har vi ikke normalisert regnskapstallene for konkurrentene. Bakgrunnen for dette er at vi ville redusere arbeidsmengden. Det at vi med trygghet kan gjøre dette uten at det vil påvirke sammenligningsgrunnlaget i negativ retning, er med støtte i de store talls lov[48]. Dette kommer av at ved sammenligner med flere selskaper får vi et godt bilde av konkurrentene versus Acergy, tiltross for at konkurrentene sine regnskapstall ikke er normalisert.

Vedlegg 1-5 viser utklipp fra årsrapporten av regnskapstallene for 2005-2009. Vi vil kommentere omsetningen, operasjonelle kostnader og capex for selskapet totalt sett basert på

[48] Finn Kinserdal (2009)

disse vedleggene. Vi ser at i 2009 har Acergy delt inn i territorium 1 og 2, mens for de øvrige årene har selskapet bare gruppert i de ulike segmentene. Vi kan likevel se hvordan inntektene og kostnadene har utviklet seg fra 2005 og frem til i dag, både på aggregert- og segmentnivå.

5.1.1 Omsetning

Det kommer tydelig frem fra at omsetningen økte kraftig fra 2005 til og med 2007. Fra 2008 begynte omsetningen å gå nedover og den negative trenden fortsatte i 2009, kraftig forårsaket av finanskrisen. Acergy antar at omsetningen i 2010 vil ligge på 2009 nivå, men med lavere EBITDA margin. Dette indikerer at selskapet tror at kostnadene vil bli noe høyere for 2010 enn de var i 2009. Videre kan vi fra lese ut ifra regnskapstallene at det er stor forskjell i omsetning for de ulike segmentene. Vi vil senere i regnskapsanalysen foreta en tidsserieanalyse for å se nærmere på hvordan inntekter og kostnader har utviklet seg for de ulike segmentene og territoriene.

5.1.2 Operasjonelle kostnader

De operasjonelle kostnadene hadde fra 2005 til og med 2007 en betydelig vekst. Vi ser en kraftig reduksjon i disse for 2008, noe som skyldes at Acergy i 2008 rettet fokus mot å redusere kostnader. Det fremkommer ikke i årsrapportene hva som inngår i operasjonelle kostnader og vi får derfor ikke innblikk i nøyaktig hvilke kostnader som har blitt redusert. Vi kan likevel si at deres fokus på kostnadsreduksjon har gjort at de har klart å levere gode resultater til tross for finanskrisen.

5.1.3 Capex

Hvis vi ser bort fra 2009, har Acergy en markant årlig økning fra og med 2005 i capex. Dette indikerer at de har gjort store investeringer de senere årene. Disse investeringene har satt Acergy i en god posisjon med tanke på å utnytte fremtidig vekst, spesielt i SURF markedet.

5.2 Presentasjon av balansetall

Tabell 5.1-5.3 viser en oversikt over utviklingen i balansen til Acergy fra 2005-2009. Oversikten er på selskapsnivå og ikke oppdelt i segmenter slik som resultatoppstillingen. Vi vil videre kommentere noen sentrale trekk ved utviklingen.

Eiendeler	2005	2006	2007	2008	2009
Anleggsmidler:					
Andre immaterielle eiendeler	4,3	4,1	3,7	3,8	9,4
Materielle eiendeler	457,7	645,6	787,8	907,6	821,8
Eierandeler i samarbeidspartnere og joint venture	27,8	68,2	98	140,2	190,3
Forskuddsbetalinger kundefordringer	40,2	53,6	77,4	29,4	43,3
Finansielle instrument	11,4	20,1		18,4	6
Pensjonsavsetninger	4,7	5,9	2	0,1	
Utsatt skatt	11,4	8,1	17,5	39,8	19,3
	557,5	805,6	986,4	1139,3	1090,1
Omløpsmidler:					
Varelager	23,3	23,5	30,6	38,5	22,4
Kundefordringer	395,2	557,7	725,4	354,5	297,9
Utsatt skatt	9,4	22,9	30,7		
Finansielle instrument				45,8	19,1
Eiendeler holdt for salg	42,8	16,7	1,1	75,5	263,6
Andre påløpte inntekter og forhåndsbetalte kostnader	37,1	61,2	55,7	233,5	212,8
Avsetninger	3,2	4,1	8,9	11	19,6
Kontanter og bankinnskudd	316	717,5	582,7	573	907,6
	827	1403,6	1435,1	1331,8	1743
Totale eiendeler	1384,5	2209,2	2421,5	2471,1	2833,1

Tabell 5.1: Eiendeler

5.2.1 Eiendeler

Vi ser utfra tabell 5.1 at enkelte poster har forandret seg betydelig fra 2005 til 2009. Acergy har fra 2005 gjort store investeringer i materielle eiendeler, bortsett fra perioden 2008 til 2009 hvor disse har blitt redusert med cirka 86 millioner dollar. Vi registrerer også at foryngelsesprosessen av flåten som startet i 2005 har ført til en kraftig økning i materielle eiendeler. Nedgangen fra 2008 til 2009 gjenspeiler at Acergy har solgt anleggsmidler som ikke lenger er en del av deres kjernevirksomhet.

Eierskap i samarbeidspartnere og joint venture økte signifikant fra 2005-2009. Dette er strategiske investeringer som Acergy har nytt godt av og vil nyte godt av i fremtiden. I tillegg økte posten eiendeler holdt for salg betydelig fra 2005-2009. Dette indikerer, som vi har vært inne på tidligere, at Acergy selger ut driftsmidler som ikke lenger er en del av kjernevirksomheten. Dette gjøres for å frigi midler som kan brukes til å foreta strategiske investeringer for fremtiden. Denne strategien kommer også tydlig frem når vi ser på hvor høy kontantbeholdningen for 2009 er. Acergy har uttalt at dersom de ikke finner akutuelle

investeringsmuligheter vil deler av denne kontantbeholdningen tilbakeføres til selskapets aksjonærer i form av dividendeutbetalinger eller tilbakekjøp av aksjer.

Kundefordringer har svingt kraftig fra år til år siden 2005. Finanskrisen er trolig en medvirkende faktor til den store reduksjonen i denne posten de to siste årene. Disse svingningene påvirker arbeidskapitalen som vi vil beregne senere i oppgaven. Siste eiendelsposten som har hatt markant endring er andre påløpte inntekter og forhåndsbetalte kostnader. Vi ser at denne posten har økt relativt mye de to siste årene.

Egenkapital:	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
Utstedt aksjekapital	385,5	389	389,9	389,9	389,9
Egne aksjer	-1	-17,5	-111,2	-229,4	-222,6
Overkurs	461,5	475	488,9	498,7	503,9
Egenkapital reserver				110,7	110,7
``Translation reserves``				-70,4	-12
Andre reserver	0,7	7,5	40,6	-70,4	-60,1
Tilbakeholdt fortjeneste	-391	-154,3	-79,5	158,6	358,2
Egenkapital som kan tilskrives eierne	455,7	699,7	728,7	787,7	1068
Minoritetsinteresser	26,4	18,7	18,1	13,7	31,2
Total egenkapital	482,1	718,4	746,8	801,4	1099,2

Tabell 5.2: Egenkapital

5.2.2 Egenkapital

Vi ser i tabell 5.2 at utstedt aksjekapital holder seg stabil og at selskapet har kjøpt tilbake et betydelig antall aksjer fra 2005 til 2009. Dette indikerer at selskapet har tro på fremtidig inntjening og at de har hatt betydelig overskuddskapital. Ved å se på tilbakeholdt fortjeneste er det også en positiv trend. Den har fra å være -391 millioner dollar i 2005 økt til 358,2 millioner dollar i 2009. Denne trenden er i tråd med økt tilbakekjøp av egne aksjer, samt at selskapet ønsker å ha penger på bok til å være finansielt kapabel til å utnytte investeringsmuligheter som dukker opp.

Gjeld	2005	2006	2007	2008	2009
Langsiktig gjeld					
Langsiktig gjeld	8,7	507,1	506,3	409,2	415,8
Pensjonsforpliktelse	11,3	29,5	36,8	21,2	27,2
Utsatt skatteforpliktelse	5	6,9	13,8	56,1	49,9
Provisjon				8	10,6
Finansielle instrument				57,1	2,2
Annen langsiktig gjeld	33,6	27,8	35,8	3,9	7
	58,6	571,3	592,7	555,5	512,7
Kortsiktig gjeld:					
Leverandørgjeld	574,2	675,7	719,8	651,6	624,1
Finansielle instrument	0,8	2,4	3,2	62,6	21,9
Betalbar skatt			157,3	69,1	97,9
Kortsiktig gjeld				10,1	
Gjeld tilknyttet eiendeler holdt for salg					174,9
Utsatt skatt		6,6	4,1		
Provisions				15,2	22,6
Utsatt inntekt	268,8	234,8	197,6	305,6	279,8
	843,8	919,5	1082	1114,2	1221,2
Total gjeld	902,4	1490,8	1674,7	1669,7	1733,9
Total egenkapital og gjeld	1384,5	2209,2	2421,5	2471,1	2833,1

Tabell 5.3: Gjeld

5.2.3 Gjeld

I 2006 tok Acergy opp et stort langsiktig lån som økte langsiktig gjeld til 507,1 millioner dollar. I de påfølgende årene har langsiktig gjeld blitt redusert med cirka 91 millioner dollar. Økningen fra 2005-2006 har bakgrunn i utstedelsen av konvertible obligasjoner, som genererte en inngående kontantstrøm lik 490,8 millioner dollar[49]. Forfallsdato er i driftsåret 2013.

5.3 Historiske trender og nøkkeltall

Ved å se på historiske trender, sammenligne historiske nøkkeltall og sammenligne med konkurrenter, får vi et godt grunnlag til å kunne prognostisere fremtiden for selskapet. Som en av de fire store aktørene innen sitt felt er det naturlig å sammenligne Acergys prestasjoner med de øvrige tre aktørene.Vi ser derfor på en rekke nøkkeltall for de fire selskapene. Et nøkkeltall gir oss informasjon om underliggende økonomiske forhold. Vi har to typer nøkkeltall, absolutte - og forholdstall. For at absolutte tall skal gi informasjon må de sees i

[49] Årsrapport Acergy (2006)

sammenheng med noe, da gjerne omsetning eller hvordan de har utviklet seg over tid. Vi har valgt å dele analysen av nøkkeltallene i to, ved å se på nøkkeltall i forhold til konkurrenter på selskapsnivå, samt gjennomføre en tidsserieanalyse av historiske resultater på segmentnivå.

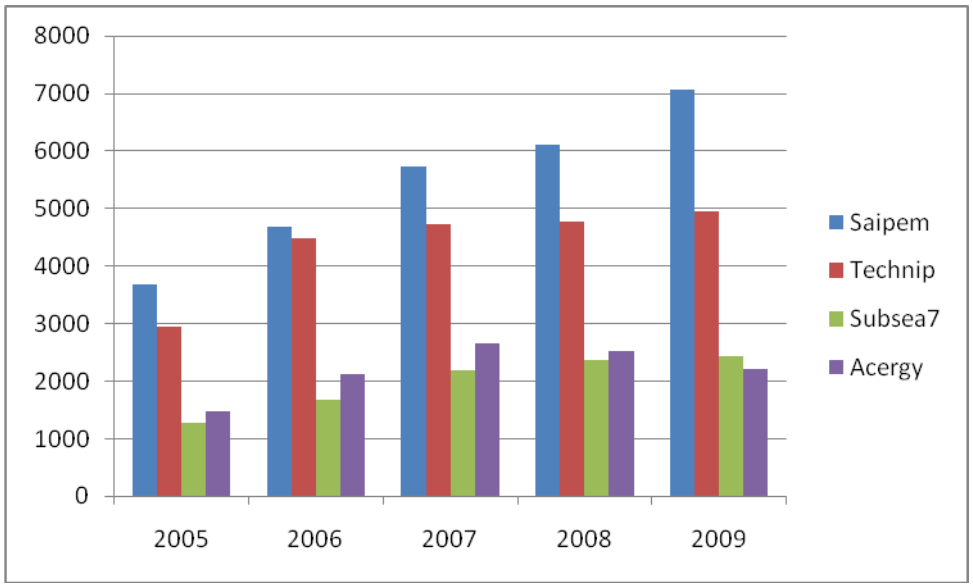
5.3.1 Konkurrentsammenligning

Ingen selskaper er like. Dette fører til at det ikke er rett frem å sammenligne de ulike nøkkeltallene direkte. For de aktuelle selskapene viser det seg at Acergy og Subsea 7 er relativt like i omsetning og virksomhetsområder, noe som resulterer i at det ikke er nødvendig å gjøre de store forandringene. For Saipem og Technip som har betydelig større omsetning og som driver innen flere virksomhetsområder, må det foretas justeringer før vi kan bergene nøkkeltallene. Justeringene gjøres i form av å trekke ut inntekter og kostnader som kan relateres til de samme virksomhetsområdene Acergy opererer innenfor. Saipem har delt opp inntekter og kostnader i fire deler; offshore, onshore, offshore drilling og onshore drilling. Ettersom Acergy driver offshore har vi trukket ut inntekter og kostnader som er relevant i denne sammenheng.

Technip har en lignende inndeling. Her grupperes inntekter og kostnader i offshore, subsea og onshore. På samme måte som for Saipem har vi trukket frem inntekter og kostnader som er relevant i forholdt til å danne et godt sammenligningsgrunnlag for Acergy.

Acergy og Subsea 7 oppgir sine inntekter og kostnader i dollar, mens Technip og Saipem oppgir sine inntekter og kostnader i euro. For å kunne sammenligne har vi regnet om alle tall til dollar, ved å bruke kurs for dollar og euro fra 31.12 i det aktuelle året. I figurene under er alle tall i millioner. Figurene viser oversikt over utviklingen de ulike selskapene har hatt i omsetning, operasjonelle kostnader i prosent av omsetning og EBITDA margin fra 2005 frem til og med 2009.

5.3.1.1 Omsetning



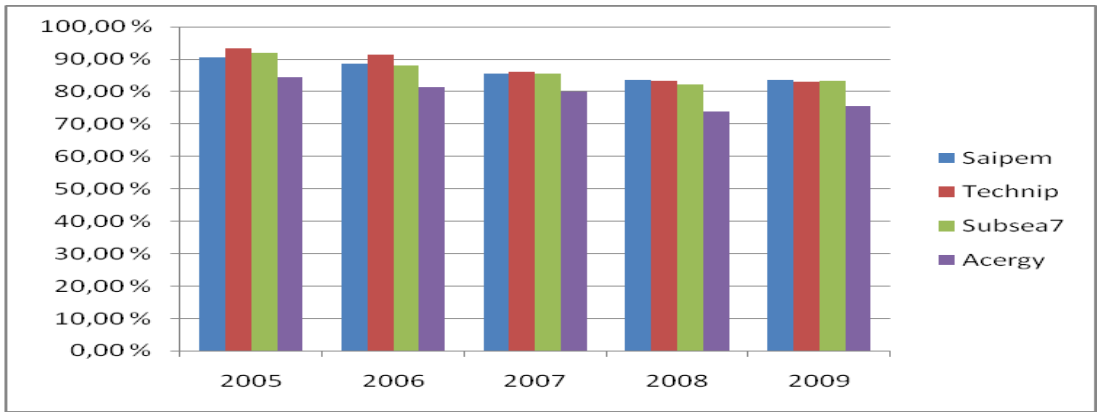
Figur 5.1: Omsetning

Vi ønsker å vise hvordan omsetningen blant de fire store har utviklet seg siden 2005 og frem til og med 2009. Dette gjør vi for å se om markedet er i vekst og hvilket av selskapene som eventuelt vokser mest. Som vi ser av figuren har Saipem og Technip vesentlig større omsetning enn Subsea 7 og Acergy. I tabell 5.4 ser vi at Acergy er det selskapet som har lavest gjennomsnittlig årlig vekst i omsetningen. Dette skyldes i stor grad at Acergy er det eneste selskapet som opplevde en nedgang fra 2008-2009.

Selskap	Gjennomsnittlig årlig vekst siste fem år
Saipem	18 %
Technip	15 %
Subsea 7	18 %
Acergy	13 %

Tabell 5.4: Gjennomsnittlig vekst i omsetningen

5.3.1.2 Operasjonelle kostnader i prosent av omsetningen



Figur 5.2: Operasjonelle kostnader

Med figur 5.2 ønsker vi å få frem hvor store de operasjonelle kostnadene er i prosent av omsetningen. Formålet med en slik figur er å få frem om kostnadene i bransjen er økende, fallende eller har lagt seg på et jevnt nivå. Et fallende kostnadsnivå slik vi ser i figuren kan tyde på hardere konkurranse og dermed mer kostnadsbevisst ledelse i bransjen. Lavere operasjonelle kostnader kan også tyde på høyere marginer i bransjen. Acergy har med god margin lavest operasjonelle kostnader i perioden, noe som er et tegn på at de styrer godt og i samsvar med det nevnte fokuset de har på finansiell disiplin i alle operasjonelle avgjørelser. Vi ser også at samtlige selskaper har redusert sine operasjonelle kostnader i prosent av omsetningen ganske markant i perioden. Hvis vi ser på gjennomsnittlig operasjonelle kostnader i prosent av omsetningen for perioden ligger de øvrige selskapene relativt likt, mens Acergy ligger 7-8 prosent under sine konkurrenter. Tabell 5.5 gir en oversikt over selskapenes gjennomsnittlige operasjonelle kostnader i prosent av omsetningen for de fem siste årene.

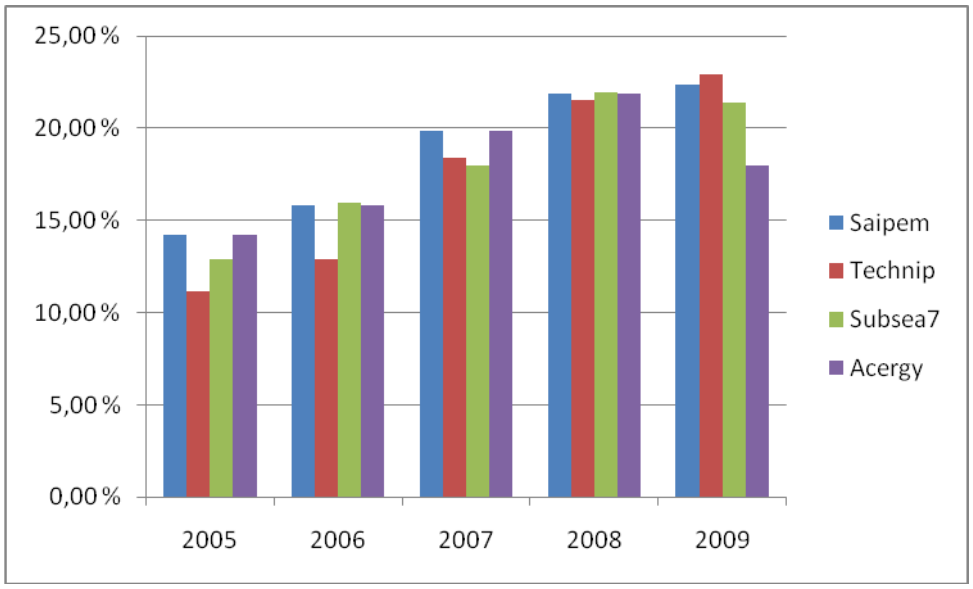
Selskap	Gjennomsnittlig operasjonelle kostnader i % av omsetning siste fem år
Saipem	86 %
Technip	87 %
Subsea7	86 %
Acergy	79 %

Tabell 5.5: Gjennomsnittlig operasjonelle kostnader i prosent av omsetningen

5.3.1.3 EBITDA margin

Figur 5.3 gir en oversikt over de ulike selskapene sine inntekter før rente, skatt, ned- og avskrivning. I verdsettelsen tar vi utgangspunkt i normalisert EBITDA for å finne de

operasjonelle kontantstrømmene som vi verdsetter selskapet på bakgrunn av. Det er derfor naturlig å se hvordan utviklingen har vært her. For Acergy har vi brukt normalisert EBITDA, mens vi for de øvrige selskapene ikke har normalisert. Vi ser at alle selskapene har gjort det godt fra 2005 og fremover, og at Acergy er det selskapet som har blitt rammet hardest av finanskrisen, med en betydelig nedgang fra 2008 til 2009. Det er tydelig at marginene i bransjen er stigende. Dette kan i stor grad skyldes utviklingen i bransjen som vi har beskrevet utførlig tidligere i oppgaven. Spesielt på bakgrunn av at SURF prosjektene utføres i omgivelser som er kapitalkrevende for selskaper som ønsker å levere sine tjenester innenfor disse områdene. Dette reduserer konkurransen fra øvrige aktører ettersom at de ikke er kapitalsterke nok. Med mindre konkurranse kan Acergy, Technip, Subsea 7 og Saipem påvirke prisene i markedet til sin fordel.



Figur 5.3: EBITDA magin

5.3.2 Tidsserieanalyse

For selskaper med flere virksomhetsområder kan det være hensiktsmessig å verdsette hvert virksomhetsområde for seg. Dette fordi de normalt har ulike verdidrivere, ulike fremtidsutsikter, samt ulik satsingsprofil for selskapet. Acergy driver som nevn innen tre virksomhetsområder noe som taler for at vi burde verdsette disse separat. Problemet er at vi ikke får godt nok informasjonsgrunnlag fra årsrapportene til å kunne gjennomføre en verdsettelse for hvert av disse områdene. Vi har likevel valgt å dele opp verdsettelsen, men ikke ut fra virksomhetsområder. Oppdelingen vi har benyttet oss av er, som nevnt i

innledningen til dette kapitelet, på segmentnivå. Acergy driver som nevnt innen fem ulike segmenter og det foreligger god informasjon om inntekter og kostnader som tilskrives hvert segment. Vi har også god informasjon om fremtidsutsiktene på segmentnivå, og hvordan Acergy investerer for fremtiden. På bakgrunn av dette har vi valgt å utføre en tidsserieanalyse av Acergy for hvert av segmentene. Dette innebærer at vi har sett på selskapets inntekter og kostnader ut ifra en inndeling i hvert segment, samt inntekter og kostnader på selskapsnivå. Ettersom majoriteten av inntekter er på segmentnivå, er omsetningen på selskapsnivå svært varierende. Dette medfører at vedlegg 11 gir lite verdifull informasjon. Vi kan likevel se at administrasjonskostnadene har vært økende fra 2005 frem til 2008, samt at de ble redusert noe fra 2008 til 2009. Samme trend ser vi for inntekt fra andel i samarbeidspartnere og joint venture. I denne sammenheng vil ikke inntekter og kostnader som ikke har blitt tilskrevet segmentene bli kommentert ytterligere. For de forskjellige segmentene har vi analysert utviklingen mer nøye ved at vi har sett på alle kostnader og inntekter i prosent av omsetningen og analysert utviklingen i disse over tid. Dette har gitt oss verdifull informasjon som vi kan benytte ved prognostiseringen av fremtidige kontantstrømmer. Tabell 5.6 viser en oversikt over utviklingen for territorium 1 og 2. I tillegg til å kommentere utviklingen for territoriene har vi kommentert utviklingen for segmentene som inngår i dem. Vedlegg 6-10 viser oversikt over hvordan utviklingen har vært på segmentnivå.

5.3.2.1 Territorium 1

TERRITORIUM 1 (AME og NEC)	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	Snitt (%)
Omsetning	654,5		957	46	997	4,18	1023,9	3	854,8	-17	**9**
Operasjonelle kostnader	547,2	84	775,5	81	803	81	688,5	67	656,7	77	**78**
Driftsresultat	107,3	16	181,5	19	194	19	335,4	33	198,1	23	**22**
Andre kostnader	0	0	0	0	0,1	1	1,8	20	0	0	**0**
Annen inntekt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	**0**
Andel resultat fra samarbeids-partnere og joint venture	11,3	2	15,1	2	2	20	-11,9	-1	10,4	1	**1**
Normalisert EBITDA	118,6	18	196,6	21	195,9	20	321,7	31	208,5	24	**23**

Tabell 5.6: Normalisert historisk utvikling i territorium 1

Vi ser ut fra de normaliserte tallene for de to segmentene som inngår i dette territoriet at det er en positiv trend når det gjelder kostnadsnivået, da de i prosent av omsetningen har blitt redusert. Omsetningen har også hatt en gjennomgående positiv årlig vekst med unntak av 2009.

5.3.2.1.1 Asia og Midtøsten

Når det gjelder operasjonelle kostnader i prosent av omsetningen, har de stort sett vært synkende for den gitte tidsperioden. Hovedunntaket er 2007, da dette segmentet hadde større operasjonelle kostnader enn inntekter. Vi ser også en liten økning i operasjonelle kostnader fra 2008-2009, noe som kan skyldes finanskrisen. Til tross for det høye kostnadsnivået i 2007 har gjennomsnittlige operasjonelle kostnader for de fem siste årene lagt på et nivå som er cirka fem prosent lavere enn for nivået i 2005. Det er derfor trolig at trenden for kostnadene i dette segmentet er mer fallende enn det gjennomsnittet for de siste fem årene tilsier. Salgsinntektene har hatt en positiv utvikling de siste årene. Årlig gjennomsnittlig økning i salgsinntekter har vært på hele 38 prosent. For perioden har Acergy hatt større kostnader enn inntekter fra joint venture selskaper, med unntak av 2009. Det vi kan lese ut av vedlegg 6 er at dette segmentet har hatt en positiv utvikling for den gitte tidsperioden, med både økende omsetning og en reduksjon i operasjonelle kostnader som prosent av omsetning. Dette har ført til at EBITDA marginen har økt betydelig og ligger på hele 32 prosent i 2009.

5.3.2.1.2 Nord-Europa og Canada

For Nord-Europa og Canada har utviklingen i inntekter totalt hatt en gjennomsnittlig vekst på nesten seks prosent for den gitte tidsperioden. Dette til tross for negativ utvikling både fra 2007-2008 og fra 2008-2009. Vi ser at veksten i omsetningen innenfor segmentet har vært betydelig lavere enn i Asia og Midtøsten. Dette trekker ned snittet for vekst i omsetning til territorium 1. For de operasjonelle kostnadene ser vi en positiv utvikling de seneste årene, med unntak av 2009. De operasjonelle kostnadene for perioden ligger på et relativt stabilt nivå, hvis vi ser vekk fra det lave nivået i 2008. Det er betydelig større svingninger i kostnadene i Asia og Midtøsten. EBITDA marginen for perioden har hatt en positiv utvikling fra år til år frem til og med 2008, mens i 2009 ser vi et kraftig fall. Tiltross for det kraftige fallet (33 % til 22 %) ligger EBITDA marginen for 2009 over nivået fra 2005.

5.3.2.2Territorium 2

TERRITORIUM 2 (NAMEX, SAM og AFMED)	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	Snitt %
Omsetning	811,3		1163,2	43	1649,5	42	1500,4	-9	1346,3	-10	16
Operasjonelle kostnader	652,6	80	925,8	80	1281,2	78	1097	73	919,4	68	76
Driftsresultat	158,7	20	237,4	20	368,3	22	403,9	27	426,9	32	24
Andre kostnader	5,6	1	0	0	0	0	0	0	4,8	0	0
Annen inntekt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Res fra JV og samarbeids-partnere	7	1	2,5	0	2,8	0	-0,3	0	1,9	0	0
Normalisert EBITDA	160,1	20	239,9	21	371,1	23	403,6	27	424	31	24

Tabell 5.7: Normalisert historisk utvikling i territorium 2

Vi ser at innenfor territorium 2 har det vært en negativ vekst i omsetningen fra 2007-2009. Til tross for dette har den gjennomsnittlige omsetningsveksten vært høyere for territorium 2 enn for territorium 1. Det har vært en positiv utvikling i operasjonelle kostnader gjennom perioden, ettersom de årlig har redusert kostnadene i forhold til omsetningen. Den gode kostnadskontrollen gjenspeiles i hvordan EBITDA marginen har utviklet seg. Fra å ligge på 20 prosent i 2005, har den gjennom vekst fra år til år vokst til 31 prosent i 2009. Dette gir et gjennomsnitt på 24 prosent årlig EBITDA margin for perioden.

5.3.2.2.1 Nord-Amerika og Mexico

Innenfor dette segmentet har salgsinntektene hatt store svingninger. Dette kommer av lite aktivitet i området for 2007 og 2008. Vi ser at det for de tre resterende årene har vært relativt stabil omsetning. Dette er det segmentet med lavest omsetning av alle segmentene Acergy opererer innenfor, selv på de årene hvor de har aktivitet. Operasjonelle kostnader i prosent av omsetningen har også vært svært varierende. Fra å ligge på i overkant av 100 prosent av omsetningen for 2005, utgjorde de kun 14 prosent av omsetningen i 2009. Oppsummert har vi en positiv trend for operasjonelle kostnader i prosent av omstetningen, men de er svært varierende og dermed ikke spesielt godt egnet til å basere prognosen på. EBITDA marginen har også hatt en positiv trend ved å gå fra å være negativ til veldig positiv i løpet av disse fem

årene. På bakgrunn av de store svingningene i operasjonelle kostnader og omsetning fra år til år, er imidlertid ikke disse tallene heller god informasjon å bygge prognosen på.

5.3.2.2.2 Sør-Amerika

Det har vært en kraftig vekst i omsetning for dette segmentet. Fra 2005 til 2009 har omsetningen nesten blitt seksdoblet. Den største prosentmessige veksten er fra 2006-2007. Det er også her de operasjonelle kostnadene i prosent av omsetningen er høyest. Dette indikerer at veksten har kostet. Likevel har det vært en positiv effekt ettersom at omsetningen har vokst fra 2007 til 2009, men de operasjonelle kostnadene har falt. EBITDA marginen har vokst årlig, med unntak av 2007, og gjennomsnittet per år ligger på 21 prosent. Fra 2005 og frem til 2009 har den vokst med cirka seks prosent.

5.3.2.2.3 Afrika og Middelhavet

Salgsinntektene har en økende trend totalt, noe som kommer av at inntektene økte betydelig i 2006 og 2007. Disse salgsinntektene har til gjengjeld blitt reduserte ganske kraftig de to siste årene, med hhv 16 og 15 prosent. Finanskrisen er trolig en medvirkende faktor til denne utviklingen. Det er dette segmentet som har hatt størst fall i omsetningen de siste to årene. For kostnadene sin del er utviklingen gjennomgående positiv med årlig reduksjon og cirka åtte prosent reduksjon fra 2005 til 2009. EBITDA marginen har stort sett økt fra år til år til tross for omsetningssvikt i 2008 og 2009. Dette er et resultat av fokus på kostnadsreduksjon. Gjennomsnittet for EBITDA marginen i perioden ligger på 24 prosent.

5.3.2.3 Sammendrag

Samtlige segmenter har redusert sine kostnadsnivå fra periodens begynnelse til periodens slutt. Den samme positive utviklingen ser vi også for omsetningen. Totalt viser trenden at omsetningen øker. Vi har likevel litt motstridene utvikling innen de forskjellige segmentene. For territorium1 har AME positivt utvikling i omsetning de siste to årene, mens NEC har hatt negativ. Dette er med på å redusere variasjonene i omsetning for territorium 1 som helhet. For operasjonelle kostnader har begge segmentene i territorium 1 en relativt lik positiv utvikling. Begge selskapene opplever et fall i kostnader i begynnelsen av perioden, og et hopp i kostnadsnivå fra 2008 til 2009. Også for territorium 2 finner vi motvariasjoner i utvikling for omsetningen i perioden. Mens AFMED har en reduksjon i omsetning for 2008 og 2009, har NAMEX positiv utvikling får begge årene, mens SAM har positivt utvikling for 2005-2008.

Også her ser vi at gruppering i territoriene gir en effekt av at de samlet sett har mindre variasjoner i omsetningen. Totalt for perioden vi har analysert har både territorium 1 og 2 hatt en vekst i omsetning, til tross for at begge opplevde et fall i 2009. Sammen med et fallende kostnadsnivå i prosent av omsetningen har perioden vært positiv. Vi ser en positiv trend i EBITDA for alle de fem segmentene, da den har økt gjennomgående for hele den eksplisitte prognoseperioden. Det som er mest oppsiktsvekkende fra tidsserieanalysen er de kraftige variasjonene i omsetning fra år til år i de ulike segmentene. Dette medfører at prognosen for fremtiden blir mer usikker. Totalt sett ser vi likevel en trend om at Acergy er et selskap som er i vekst.

5.4 NORMALISERING

Hensikten med normaliseringen er å komme frem til en normal kontantstrøm fra drift som vil være utgangspunkt for fremtidig prognose. Når vi skal sette en verdi på selskapet er det lite hensiktsmessig å se på tilfeldige hendelser da disse ikke vil ha noen verdi for fremtiden. Det foretas derfor justeringer for disse. Vi tar utgangspunkt i følgende modell når vi skal finne de normale kontantstrømmene:

Driftsresultat
+ av-/nedskrivninger

= EBITDA

+/- for justering av GRS
+/- earnings management

+/- unormale driftsposter; engangsposter, unormale svingninger

= ”Normalisert” EBITDA

- ”normale” driftsinvesteringer

+/- normal endring arbeidskapital

= Normal ”kontantstrøm” fra drift [50]

[50] Kinserdal, Finn (2009)

Stern Stewart, mannen bak EVA modellen, foreslo så mye som 400 forskjellige justeringer, men i praksis gjøres bare 8-10 justeringer[51]. Justeringene er i utgangspunktet en ambisiøs målsetning, da vi som eksterne analytikere har dårligere informasjon enn f.eks ledelsen i selskapet. Man kan også risikere å tilføre mer støy i tallene enn man fjerner. Det er også en tendens til at målefeilene utjevnes over tid. Vi har til tross for dette valgt å justere for noen forhold vi mener er nødvendige for å finne de normaliserte kontantstrømmene.

5.4.1 Normalisert EBITDA

Vi vil her komme frem til den normalisert EBITDA for de ulike år, og gi en beskrivelse av de justeringene vi har foretatt. Der hvor normaliseringen har vært mulig å relatere til segmentnivå har vi i tabellene under vist for hvilke segment justeringene har vært relatert til. For de øvrige har vi utelukkende sett på selskapsnivå.

5.4.1.1 Forskning og utviklingskostnader

Vi mener det er riktig å foreta justeringer for disse kostnadene, da de varierer mye over tid, samt at store kostnader til FOU for ett år kan skape skjevheter i selskapets resultat. Vi har derfor utjevnet disse kostnadene ved å finne et gjennomsnitt vi har justert for. For å komme frem til dette gjennomsnittet har vi beregnet FOU i prosent av omsetning, for så å finne et gjennomsnitt av de ulike prosentene som vi deretter multipliserer med omsetningen for det enkelte år. Vi kommer da frem til normalisert FOU. Justeringen blir da differansen mellom kostnader til FOU og normalisert FOU.

Normalisering FOU	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**Sum**
Omsetning	1475,8	2121,3	2651,2	2522,4	2208,8	10979,5
Kostnader til FOU	1,7	3,1	4,2	6,8	6,2	22
Fou i prosent av omsetning	0,12 %	0,15 %	0,16 %	0,27 %	0,28 %	0,97 %
Gjennomsnitt						0,19 %
Normalisert FOU	2,86	4,12	5,14	4,89	4,29	
Justering	-1,16	-1,02	-0,94	1,91	1,91	

Tabell 5.8: Justering FOU

[51] Kinserdal, Finn (2009)

5.4.1.2 Verdiforringelse

All verdikorreksjon skal fjernes fordi det ikke er relevant for fremtiden. Verdiforringelse er en form for verdikorreksjon, og vi velger derfor å fjerne disse. Verdiforringelse er lite relevant for fremtiden da det ikke skal påvirke resultatet i fremtiden at eiendelene har tapt seg i verdi.

2005	Territorium 1	Territorium 2	Selskap	Sum
Normalisering verdiforringelse	5,6		1,5	7,1
2006	Territorium 1	Territorium 2	Selskap	
Normalisering verdiforringelse			2,1	2,1
	2007			
2007	Territorium 1	Territorium 2	Selskap	
Normalisering verdiforringelse	0,1		0,2	0,3
	2008			
2008	Territorium 1	Territorium 2	Selskap	
Normalisering verdiforringelse	1,8			1,8
	2009			
2009	Territorium 1	Territorium 2	Selskap	
Normalisering verdiforringelse		4,8	9,8	14,6

Tabell 5.8: Justering verdiforringelse

5.4.1.3 Salg av eiendeler

Engangssalg karakteriseres som en unormal post og skal korrigeres for. Det har vært en del salg av eiendeler de tre årene frem til 2008. Dette kan komme av at Acergy i 2003 som nevnt startet med restrukturering for å fokusere på kjernevirksomhet og dermed solgte en del eiendeler som ikke lenger var en del av deres kjernevirksomhet. Gevinsten ved salg av disse eiendelene vil ikke lenger være relevant for den videre inntjeningen til bedriften.

2005	Territorium 1	Territorium 2	Selskap	Sum
Gevinst ved salg av eiendeler	1,7	5,6	0,2	7,5
2006	Territorium 1	Territorium 2	Selskap	
Gevinst ved salg av eiendeler	2,9	0	0	2,9
2007	Territorium 1	Territorium 2	Selskap	
Gevinst ved salg av eiendeler	0	13,2	-1	12,2
2008	Territorium 1	Territorium 2	Selskap	
Gevinst ved salg av eiendeler	0	0	0	0
2009	Territorium 1	Territorium 2	Selskap	
Gevinst ved salg av eiendeler	0	0	0	0

Tabell 5.9: Justering salg av eiendeler

5.4.1.4 Restrukturering provisjon

Det er bare kostnadsført til restrukturering i 2005 og beløpet er bare på 1,9 millioner. Dette beløpet er så lite og ubetydelig at vi har valgt og se bort fra denne posten.

5.4.1.5 Nedskrivning varelager

Denne posten skal det i utgangspunktet justeres for på samme måte som for FOU, men det at denne kostnaden bare forekommer i 2008 og 2009 medfører at dette blir vanskelig. Det er nedskrevet relativt mye i 2008 og litt i 2009. En mulig forklaring på dette kan være finanskrisen, siden det ikke ser ut som det er en vanlig trend å nedskrive varelageret i dette selskapet. Det at det var en relativt høy sum i 2008 og at den ble betydelig mindre i 2009 forsterker denne antagelsen. Vi har med bakgrunn av denne begrunnelsen valgt å justere for disse postene, da vi mener disse kostnadene ikke vil være relevante for fremtiden.

5.4.1.6 Pensjoner

Finanskostnadene under pensjonskostnader skal trekkes ut. Dette gjelder rentekostnader og avkastning. Justeringen blir da lik differansen mellom rentekostnader og avkastning pensjoner.

	2005	2006	2007	2008	2009
Pensjoner	(note 15)	(note 13)	(note 13)	(note 40)	(note 40)
Rentekostnader pensjoner	2,3	2,5	4,2	4,3	2,7
Avkastning pensjoner	2,4	2,6	3,5	3	1,8
Justering pensjoner	-0,1	-0,1	0,7	1,3	0,9

Tabell 5.10: Justering pensjoner

Det har også vært en pensjonsinnbetaling på 33,3 millioner i 2008. Dette kan i likhet med restrukturering provisjon sees på som en ekstraordinær post da den kan sies å være både uvanlig, vesentlig og uregelmessig. Selskapet opplyser selv at det er en engangsinnbetaling, og vi har derfor justert for denne.

5.4.2 Normale driftsinvesteringer

Når vi har kommet frem til normalisert EBITDA er neste steg å komme frem til normale driftsinvesteringer og trekke disse fra. De normaliserte driftsinvesteringene er de investeringene som må gjennomføres for å dekke slitasje på driftsmidlene, og karakteriserer

dermed hva som årlig må til for å dekke de driftsrelaterte avskrivningene. Vi utelukker derfor investeringer som gjelder kjøp av selskaper.

	2005	2006	2007	2008	2009
	note 22	note 20	note 20	note 6	note 16
Investeringer i bygg, maskiner, inventar etc.	77,3	193,2	245,8	292,9	171,8
Salg av bygg, maskiner, inventar etc.	51,8	81,1	35,3	12,2	73,6
Engangsinvesteringer	-	-	-	-	-
Netto innvesteringer	25,5	112,1	210,5	280,7	98,2
Normal omsetning	1475,8	2121,3	2651,2	2522,4	2208,8
Netto investering i prosent av omsetningen	1,73 %	5,28 %	7,94 %	11,13 %	4,45 %
Gjennomsnittsprosent	6,11 %				

Tabell 5.11: Justering normale driftsinvesteringer

Med bakgrunn i at Acergy i 2005 startet et foryngelses program av flåten sin, har de i årene etter 2005 hatt et relativt høyt investeringsnivå. Det høye salgsnivået i foregående år skyldes i stor grad at Acergy har solgt en rekke driftsmidler for å frigi midler til å konsentrere seg om sin kjernevirksomhet, samt å avslutte operasjoner i virksomhet som ikke lenger er sentral for selskapet. Vi ser en fallende trend fra 2007 med unntak av 2009 hvor det er et ekstremt høyt salg som kommer fra salget av piper som vi tidligere har nevnt.

5.4.3 Endring i arbeidskapital

Vi ønsker å finne den normale endringen i arbeidskapitalen. Dette gjøres for å kunne kartlegge hvor stor andel av kontantstrømmen som skal brukes for å dekke dette behovet i våre prognoser for fremtiden. Vi må i den forbindelse basere oss på historiske data. Tabell 5.12 viser arbeidskapitalen i prosent av omsetningen for de gitte årene.

	2005	2006	2007	2008	2009
Varelager	23,3	23,5	30,6	38,5	22,4
+ Kundefordringer	378,6	546,1	707,9	354,5	297,9
-Leverandørgjeld	422	525,8	523	651,6	624,1
-Lønnsavsetninger	5,81	7,56	11	11,63	14,3
-Betalbar skatt	9,1	71,7	193	142,1	109
Netto arbeidskapital	-35,01	-35,46	11,5	-412,33	-427,1
Normal omsetning	1475,8	2121,3	2651,2	2522,4	2208,8
Arbeidskapital i % av omsetningen	-2,37 %	-1,67 %	0,43 %	-16,35 %	-19,34 %
Lønnskostnader	58,1	75,6	110	116,3	143

Tabell 5.12: Arbeidskapitalen i prosent av omsetningen

Når det gjelder lønnsavsetningene har vi tatt utgangspunkt i tommelfingerregelen som sier at det er tilstrekkelig med 10 prosent av lønnskostnadene for det aktuelle året for å dekke dette behovet[52].

Ved beregningen av betalbar skatt har vi benyttet oss av formelen:

Skattekostnad= Betalbar skatt +/- endringer i utsatt skatt

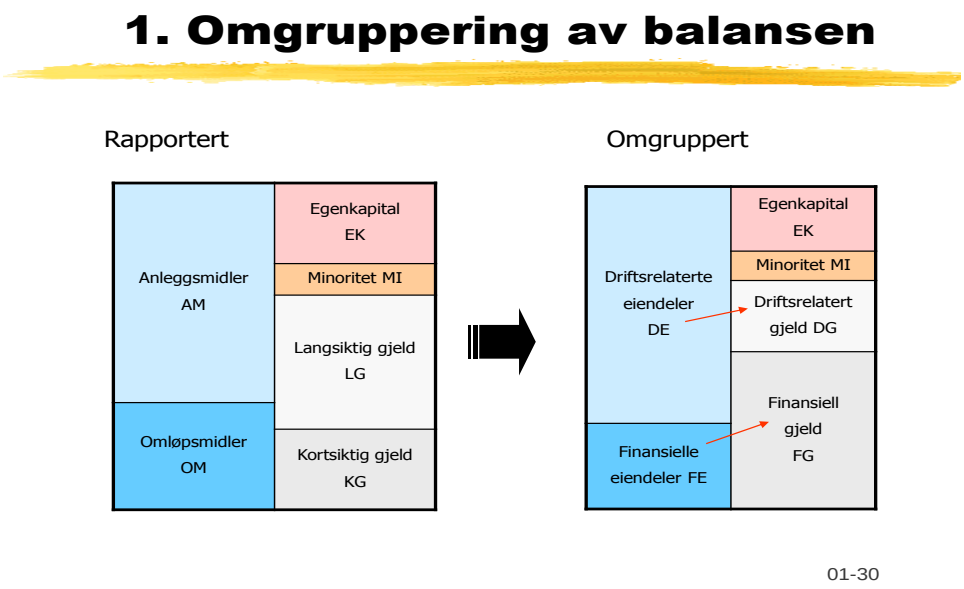
Vi ser at det er store variasjoner fra år til år, og vi har med bakgrunn i dette valgt å se på hver post som inngår for å komme fram til en forklaring på de store variasjonene. Varelageret ser relativt stabilt ut, litt høyere i 2007 og 2008, men det er ikke noen betydelige avvik. Det ser ut til at det har vært en økende trend i kundefordringene frem til 2008, da denne trenden ser ut til å ha snudd. Dette kan komme av at det har vært en oppgangskonjunktur frem til 2008, da finanskrisen inntraff og dro økonomien ned i en dyp nedgang som gjenspeiles i denne posten. Leverandørgjelden viser en relativt høy økning i 2008 og 2009 som også kan være forårsaket av finanskrisen. Lønnsavsetningene har hatt en gjennomgående økende trend. Betalbar skatt er relativt lav i 2005, noe som kan komme av at de har hatt et fremførbart underskudd som har redusert skatten betydelig. For de resterende årene ligger denne på rimelig høye nivåer. Arbeidskapitalen er gjennomgående negativ, med unntak av 2007 da selskapet hadde høye kundefordringer. Dette beløpet skal trekkes fra normalisert EBITDA.

5.4.4 Omgruppering av balansen

Hensikten med selve omgrupperingen er å tilpasse regnskapet til investororientert analyse. Investorer er interessert i å vite hva eierne har krav på av den merverdien selskapet skaper. Slik regnskapet foreligger i utgangspunktet er det mer rettet mot å gi kreditorer informasjon om den økonomiske tilstanden i selskapet og dermed selskapets evne til å betale gjeld.

I og med at vi har valgt å benytte totalkapitalverdimetoden i vår verdsettelse, er vi interessert i å finne netto finansiell gjeld som skal trekkes fra selskapsverdien. Netto finansiell gjeld er differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og kan finnes ved å omgruppere balansen. Slik balansen foreligger i utgangspunktet er den kreditorientert ved at eiendelene er delt inn etter likviditet (omløps- og anleggsmidler), og gjelden er delt inn etter forfallstidspunkt (kortsiktig- og langsiktig gjeld). Når vi omgrupperer balansen kan vi skille

mellom hvilke eiendeler og gjeld som er driftsrelaterte og hvilke som er finansielle, og dermed komme frem til netto finansiell gjeld.



Figur 5.4: Omgruppering av balansen[53]

Driftsrelaterte eiendeler er de som har med driften å gjøre, mens finansielle eiendeler er eiendeler som ikke er direkte driftsrelaterte.

Når det gjelder gjeldspostene er det slik at ikke rentebærende gjeld karakteriseres som driftsrelatert, da denne ofte er rentefri eller at renten betales indirekte gjennom prisen på varer og tjenester. Finansiell gjeld betraktes da som den gjelda som er rentebærende.

Å skille disse postene kan by på en del problemer da en post kan være både finansiell og driftsrelatert alt avhengig av hva den brukes til. Vi har med bakgrunn i dette valgt å gå gjennom hver enkelt post i klassifiseringen drift kontra finansielle.

[53] Kinserdal, Finn (2009)

5.4.4.1Eiendeler

Immaterielle eiendeler: Disse benyttes i utføringen av operasjoner tilknyttet driften av selskapet, og er dermed direkte knyttet opp til driften og kan karakteriseres som driftsmessige eiendeler.

Materielle eiendeler: Driftsrelaterte, samme argumentasjon som for immaterielle eiendeler.

Eierskap i joint ventures: Gjennom joint venture selskapene tilegner Acergy seg nødvendig utstyr og materiale, samt drifting av fartøyer. Dette omfatter driften av selskapet, og vi vil på bakgrunn av dette betrakte denne posten som driftsrelatert.

Forskuddsbetalinger: Dette er fordringer knyttet til selve driften, blant annet kundefordringer som er betalt på et tidligere tidspunkt og dermed balanseført. Vi anser dermed denne posten som driftsrelatert.

Finansielle instrumenter: Dette er ulike sikringsinstrumenter, blant annet valutasikring grunnet inntekter i utenlandsk valuta. Vi betrakter denne posten som finansiell.

Utsatt skatt: Betraktes som driftsrelatert eiendel, da skatten i hovedsak er driftsavhengig.

Varelager: Direkte knyttet til driften av selskapet og er derfor driftsrelatert.

Kundefordringer: Driftsrelaterte, da disse også er direkte tilknytet driften av selskapet.

Eiendeler holdt for salg: Da selskapet skal kvitte seg med disse eiendelene, er de ikke lenger relevant for driften av selskapet. Det kan tenkes at salg av disse eiendelene frigjør midler til å forbedre driften av selskapet, og dermed være knyttet til selve driften, men vi har valgt å betrakte disse som finansielle.

Andre påløpte inntekter og forhåndsbetalte kostnader: Vi har behandlet disse som driftsrelaterte, i og med at dette virker rimelig innenfor de opplysningene vi får tilgang til i notene. Omfatter blant annet inntekter til gode å fakturere kunden, forhåndsbetalte kostnader og konstruksjons kostnader.

Avsetninger: Dette inneholder penger selskapet setter av i forhold til oppsamlet skatt og tredje part obligasjoner. Vi antar at disse avsetningene har forbindelse med driften, og at de dermed er driftsrelaterte.

Kontanter og bankinnskudd: Dette er finansielle eiendeler, men det er vanlig å bruke noe av dette for å dekke de årlige svingningene i arbeidskapitalen. En regel er at det som ikke går med til dette er finansielt og betegnes som overskuddslikviditet. Det som skal gå til dekking av endringer i arbeidskapitalen kan i følge Kinserdal beregnes ved å ta 10 prosent av kundeforinger og varelager. Det resterende er da overskuddslikviditeten.

Beregning av overskuddslikviditet	
Kundefordringer og varelager	320,3
10 % av kundefordringer og varelager	32,03
Kontanter og bankinnskudd	907,6
Overskuddslikviditet	875,57

Tabell 5.13: Bergning av overskuddslikviditet

Immaterielle eiendeler	9,4
Materielle eiendeler	821,8
Varelager	22,4
Eierskap i joint ventures	190,3
Forhåndsbetalte kundefordringer	43,3
Kundefordringer	297,9
Andre påløpte inntekter og forhåndsbetalte kostnader	212,8
Avsetninger	19,6
Utsatt skatt	19,3
Kontanter og bankinnskudd:	32,03
Sum driftsrelaterte eiendeler	**1668,83**
Kontanter og bankinnskudd	875,57
Finansielle instrumenter	25,1
Eiendeler holdt for salg	263,6
Sum finansielle eiendeler	**1164,27**
Sum eiendeler	**2833,1**

Tabell 5.14: Omgrupperte eiendeler

5.4.4.2Gjeld

Langsiktig gjeld: Dette er rentebærende gjeld, vi har derfor valgt å karakterisere denne som finansiell gjeld.

Pensjonsforpliktelse: Disse kostnadene fremkommer fordi man har ansatte i driften, og kan derfor sies å være driftsrelaterte, men selskapets drift vil ikke bli påvirket dersom denne kostnaden fjernes. Vi har derfor valgt å karakterisere denne som finansiell.

Utsatt skatteforpliktelse: Driftsrelatert.

Provisjon: Antar finansiell da den ikke er direkte knyttet opp mot selskapets drift. Inkluderer mange ulike poster

Finansielle instrument: Betraktes som finansiell.

Annen langsiktig gjeld: Denne posten inneholder skyldig bonus samt skyldige penger til joint ventures. Dette ansees ikke som rentebærende gjeld og vi betrakter dermed denne posten som driftsrelatert.

Leverandørgjeld: Knyttet direkte til driften og dermed driftsrelatert.

Betalbar skatt: Driftsrelatert av samme argumentasjon som for utsatt skatt.

Gjeld tilknyttet salg av eiendelene: Samme argument som for eiendeler holdt for salg, da disse eiendelene ikke lenger vil ha med driften å gjøre siden de skal selges ut. Gjeld forbundet med disse vil dermed også betraktes som finansiell.

Ikke regnskapsført inntekt: Dette er inntekt som er balanseført, men ikke regnskapsført. Vi karakteriserer dermed denne posten som driftsrelatert.

Minoritetsinteresser: Vi velger å karakterisere denne som finansiell gjeld.

Total egenkapital eks. minoritetsinteresser	**1068**
Annen langsiktig gjeld	7
Leverandørgjeld	624,1
Betalbar skatt	97,9
Ikke regnskapsført inntekt	279,8
utsatt skatteforpliktelse	49,9
Sum driftsrelatert gjeld	**1058,7**
Langsiktig gjeld	415,8
Gjeld tilknyttet eiendeler holdt for salg	174,9
Provisjon	33,2
Minoritetsinteresser	31,2
Pensjonsforpliktelse	27,2
Finansielle instrument	24,1
Sum finsansiell gjeld	**706,4**
Sum egenkapital og gjeld	**2833,1**

Tabell 5.15: Omgruppert gjeld

Ut i fra denne omgrupperingen kommer vi frem til en negativ netto finansiell gjeld på 457,87 millioner dollar. Dette beløpet skal vi justere for senere når vi gjennomfører selve verdsettelsen.

6.0 Analyse av kredittrisiko

Dette kapittelet bygger på nettsiden www.bedin.no[55], lærebøkerne Brealey, Myers & Allen (2008), Koller, Goedhart & Wessels (2005) og Bodie, Kane & Marcus (2008).

En analyse av kredittrisikoen danner grunnlag for hvorvidt en investor ønsker å investere i selskapet. Det er interessant for en investor å vite hvilken kredittrisiko selskapet er eksponert for, ettersom dette er av betydning for hvilken lånerente selskapet må betale ved ekstern finansiering. Kredittrisiko er sannsynligheten for å gå konkurs eller ikke kunne dekke sine forpliktelser etter hvert som de forfaller, og gir dermed utrykk for hvordan selskapet kan takle dårlige tider. Finanskrisen vi nylig har vært gjennom gjenspeiler viktigheten for en investor til å vurdere et selskaps kredittrisiko. Flere selskaper opplevde å ikke kunne dekke sine

[55] http://www.bedin.no/CWObjekter/Nokkeltall-kredittvurdering.pdf

betalingsforpliktelser, noe som endte med konkurs. Et selskap med høy kreditt risiko burde således gjenspeiles i et høyt avkastningskrav fra investorer.

For å kartlegge selskapets kredittrisiko vil vi gjennomføre en likviditets- og en soliditetsanalyse for selskapet, samt sammenligne disse med bransjetall.

6.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen ser på selskapets kortsiktige kredittrisiko. Analysen gir uttrykk for selskapets evne til å dekke sine gjeldsforpliktelser etter hvert som de forfaller til betaling, samt sannsynligheten for konkurs som følge av dårlig likviditet. For å gjennomføre denne analysen vil vi ta utgangspunkt i nøkkeltall som likviditetsgrad 1 og 2 og rentedekningsgraden til selskapet.

6.1.1 Likviditetsgrader

Likviditetsgrad 1 er omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld, mens likviditetsgrad 2 er de mest likvide omløpsmidlene dividert på kortsiktig gjeld. Likviditeten til en bedrift avhenger av hvor lang tid det tar å omgjøre eiendelene til penger. Hvor lang tid dette tar varierer fra eiendel til eiendelene. Varelageret er regnet som det minst likvide omløpsmidlet. Dette kommer av at varene i førsteomgang må produseres av råvarene for deretter å selges. Det er også vanlig at varene ligger på et ferdigvarelager i mellomtiden, og det kan ta tid før bedriften får betaling for produktet etter at varene er solgt. Derfor trekkes varelagret fra ved beregning av de mest likvide omløpsmidlene.

Likviditetsgrad 1	2005	2006	2007	2008	2009
Acergy	0,98	1,53	1,33	1,2	1,43
Subsea 7	0,88	1,28	1,43	1,36	1,61
Saipem	0,85	0,92	0,9	0,82	0,81
Technip	1,04	1,01	0,93	0,98	0,97
Bransjen	0,94	1,18	1,15	1,09	1,21

Tabell 6.1: Likviditetsgrad 1

En generell regel er at dette nøkkeltallet bør være større enn 1,5. Vi ser ut fra tallene at dette ikke er tilfellet for mer enn ett av årene for Acergy. Vi ser at Acergys likviditetsgrad 1 er gjennomgående høyere enn snittet for bransjen, noe som tyder på at deres likviditetssituasjon er god med tanke på hva som er vanlig innen bransjen. Dette gjenspeiler at Acergy er i en sterk likviditetsmessig posisjon, i forhold til å utnytte fremtidige vekstmuligheter i bransjen.

Likviditetsgrad 2	2005	2006	2007	2008	2009
Acergy	0,95	1,5	1,3	1,16	1,41
Subsea 7	0,84	1,22	1,39	1,33	1,56
Saipem	0,88	1,05	1,2	1,01	1,04
Technip	1,2	1,3	1,34	1,33	1,36
Bransjen	0,97	1,27	1,31	1,21	1,34

Tabell 6.2: Likviditetsgrad 2

Dette nøkkeltallet bør være større enn 1. Det er bare for det første året er dette ikke er tilfredsstillende for Acergy. Vi ser ved å sammenligne med bransjen at bare i 2006 og 2009 har selskapet høyere likviditetsgrad 2 enn bransjen. De resterende årene ligger Acergy litt under snittet, men avvikene er minimale, og vi vil karakterisere dem som av mindre betydning.

6.1.2 Rentedekningsgrad

Dette målet gir uttrykk for om selskapets resultat og netto finansinntekter er høye nok til å dekke kostnaden ved å belåne selskapet. Definisjonen er summen av netto driftsresultat og netto finansinntekt dividert på nettofinanskostnader. Nøkkeltallet bør være høyere enn tre slik at ikke dekning av finanskostnaden må gjennomføres ved å ta fra egenkapitalen eller ved opptak av ny gjeld. Det kan være verdt å nevne at rentedekningsgraden bare tar hensyn til dekning av finanskostnaden og ikke eventuelle avdrag.

Rentedekningsgrad	2005	2006	2007	2008	2009
Acergy	5,95	72,86	11,75	17,14	12,51
Subsea 7	7,06	16,05	12,46	6,7	7,76
Saipem	2,24	1,7	1,81	1,63	1,88
Technip	2,32	5,62	3,42	10,57	1,69
Bransjen	4,39	7,79	7,36	9,01	5,96

Tabell 6.3: Rentedekningsgrad

Acergy har gjennomgående veldig høy rentedekningsgrad, og tilfredsstiller i høyeste grad kravet på tre for hvert av årene. Ved beregning av snittet for bransjen har vi for 2006 fjernet Acergy sitt tall, da dette er unormalt høyt. Vi ser at snittet for bransjen er relativt høyt, noe som kan tyde på at en høy rentedekningsgrad er vanlig innenfor bransjen. Bare Saipem har gjennomgående lave rentedekningsgrader. Acergy ligger over bransjesnittet hvert år.

6.2 SOLIDITETSANALYSE

Soliditetsanalysen uttrykker selskapets langsiktige kredittrisiko og bedriftens evne til å tåle fremtidig underskudd. Ved vurderingen av bedriftens soliditet ser man på hvor stor andel av bedriften som er finansiert med egenkapital, og hvor stor andel som er finansiert med lånte midler. Vi vil i vår soliditetsanalyse se på nøkkeltall for egenkapitalandelen.

6.2.1 Egenkapitalandel

Dette nøkkeltallet sier noe om hvor mye egenkapital det er i bedriften i forhold til totalkapitalen. Egenkapitalandelen beregnes ved egenkapital multiplisert med 100, dividert på totalkapitalen. En høy egenkapitalandel indikerer at bedriften kan tåle mer tap**,** ettersom fremtidige underskudd kan føres mot egenkapitalen. Dette resulterer i at risikoen for konkurs reduseres dersom egenkapitalen øker.

Egenkapitalandel	2005	2006	2007	2008	2009
Acergy	34,82	32,52	30,84	32,43	38,8
Subsea 7	32,77	41,81	43,84	34,43	47,22
Saipem	27,53	16,63	19,67	19,85	24,76
Technip	26,96	29,97	27,12	30,69	31,7
Bransjen	30,52	30,23	30,37	29,35	35,62

Tabell 6.4: Egenkapitalandel

Acergy ligger gjennomgående over snittet for bransjen, noe som tyder på at soliditetssituasjonen i selskapet er god. Det er bare Subsea 7 som har høyere egenkapitalandel en Acergy alle årene, med unntak av 2005.

Konklusjon: Ut fra disse nøkkeltallene kan vi karakterisere både Acergys kortsiktige og langsiktige kredittrisiko som svært god. Dette innebærer at de har likvide midler til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller til betaling, samt at de har en god evne til å tåle tap. Vi kan derfor si at sannsynligheten for konkurs ansees som lav.

6.3 SYNTETISK RATING

Acergy er ikke ratet av noen av de store ratingselskapene, som for eksempel S&P[56]. Vi har derfor foretatt en egen syntetisk rating med utgangspunkt i de forholdstallene vi beregnet under kredittanalysen. I tillegg til dette har vi beregnet driftsrentabiliteten som sier noe om

[56] Standard and Poors

profitt i forhold til investert kapital. Driftsrentabiliteten har vi beregnet ved hjelp av følgende formel: ROCE= $EBIT_t$ (1-t) / (totale $eiendeler_{t-1}$ - kortsiktig $gjeld_{t-1}$)[57]

	2005	2006	2007	2008	2009
Ebit	152	286,7	357	460,8	342,7
Ebit (1-t)	109,44	206,424	257,04	331,776	246,744
Totale eiendeler	1109	1384,5	2209,2	2421,5	2471,1
Kortsiktig gjeld	643,8	843,8	919,5	1082	1114,2
Driftsrentabilitet	**23,53 %**	**38,18 %**	**19,93 %**	**24,77 %**	**18,18 %**

Tabell 6.5: Driftsrentabilitet

Vi ser ut i fra tabellen at driftsrentabiliteten har vært rimelig stabil, og den har lagt på relativt høye nivåer de siste fem årene.

Vi har tatt utgangspunkt i følgende modell for å foreta vår kredittvurdering av selskapet:

Rating	lg1	rdg	ekp	ndr	konkurs-sansynlighet	kredittrisiko-faktor
AAA	11,6	16,9	0,94	0,35	**0,0001**	**0,1**
	8,9	**11,6**	**0,895**	**0,308**		
AA	6,2	6,3	0,85	0,266	**0,0012**	**0,15**
	4,6	**4,825**	**0,755**	**0,216**		
A	3	3,35	0,66	0,166	**0,0024**	**0,25**
	2,35	**2,755**	**0,55**	**0,131**		
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096	**0,0037**	**0,4**
	1,45	**1,69**	**0,38**	**0,082**		
BB	1,2	1,22	0,32	0,068	**0,0136**	**0,6**
	1,05	**1,06**	**0,27**	**0,054**		
B	0,9	0,9	0,22	0,04	**0,0608**	**1**
	0,75	**0,485**	**0,175**	**0,026**		
CCC	0,6	0,07	0,13	0,012	**0,3085**	**3**
	0,55	**-0,345**	**0,105**	**-0,002**		
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016	**0,5418**	**9**
	0,45	**-1,17**	**0,03**	**-0,03**		
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044	**0,7752**	**27**
	0,35	**-1,995**	**-0,1**	**-0,058**		
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072	**0,9999**	**1000**

Tabell 6.6: Syntetisk rating[58]

[57] Johnsen, Thore (2009) , Corporate finance

Likviditetsgrad 1	BB	BBB	BBB	BB	BBB
Rentedekningsgrad	AA	AAA	AAA	AAA	AAA
Ek andel	BBB	BB	BB	BBB	BBB
Driftsrentabilitet	AA	AAA	AA	AA	AA
RATINGKLASSE	**A**	**A**	**A**	**A**	**A**

Tabell 6.7: Syntetisk rating

Med bakgrunn i tabellene 6.6 og 6.7 finner vi at Acergy kan karakteriseres som et selskap innen ratingklasse A. Vi mener dette er noe høyt, da det er vanlig for et gjennomsnittlig selskap på Oslo Børs å ha en kredittrating på BBB/BB. Vi vil derfor nedjustere ratingen til BBB.

7.0 AVKASTNING

Denne delen bygger på lærebøkene Brealey, Myers & Allen (2008), Bodie, Kane & Marcus (2008) og Koller, Goedhart & Wessels (2005).

Ved beregning av avkastningskravet vil vi ta utgangspunkt i WACC[59], hvor vi beregner avkastningskravet til totalkapitalen. WACC modellen bygger på Modigilani og Miller første proposisjon, som sier at selskapets verdi er uavhengig av hvordan det er finansiert, det vil si fordelingen mellom egenkapital og gjeld.[60] Denne teorien bygger på forutsetninger om perfekte kapitalmarkeder, noe som innebærer ingen skatter, ingen konkurskostnader, symmetrisk informasjon og ingen agentkostnader. I den virkelige verden er flere av disse forutsetningene ikke gjeldende, blant annet vil skatt og konkurskostnader påvirke selskapets verdi i betydelig grad. Et selskap vil kunne oppnå store skattefordeler ved gjeldsfinansiering, som igjen vil kunne øke selskapets verdi. Disse skattefordelene oppstår på bakgrunn av at egenkapitalen er gjenstand for dobbeltbeskatning da den skattelegges både på bedrifts- og investornivå, mens gjelden bare skattelegges av långiver. På den andre siden vil sannsynligheten for konkurs øke ved økt gjeldsandel som igjen vil kunne resultere i høyere konkurskostnader. Vi har til tross for dette likevel valgt å legge denne forutsetningen til grunn.

[58] Kinserdal, Finn (2009)

[59] Weighted Average Cost Of Capital

[60] Brealey, Myers & Allen (2008)

$$\mathbf{WACC = (E/E+D) \times k_e + (D/E+D) \times (1-t)\, k_d}$$

(E/E+D) - andel egenkapital

$\mathbf{k_e}$ – egenkapitalkravet

(D/E+D) – andel gjeld

t- skattesats

$\mathbf{k_d}$ – gjeldskravet

7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Ved beregningen av kravet til egenkapitalen vil vi benytte oss av kapitalverdimodellen (CAPM)[61]. Denne modellen bygger på en forutsetning om at investorer er veldiversifiserte, noe som innebærer at all usystematisk risiko er diversifisert bort, og at man derfor bare sitter igjen med den systematiske risiko. Den systematiske risikoen er bedriftsspesifikk risiko, mens den usystematiske er den markedsrelaterte risikoen som er knyttet til markedsbevegelsene og dermed ikke kan diversifiseres bort. Vi vil ikke legge til en likviditetspremie ved beregning av avkastningskravet. Bakgrunnen for dette er at Acergy som nevnt ligger på listen som en av de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs, og med dette fremstår som veldig likvide.

Kapitalverdimodellen sier at forventet avkastning til egenkapitalen er lik risikofrirente pluss markedspremien justert for samvariasjon med markedet.

$$\mathbf{ke = E(k_i) = r_f + [(E(r_m)) - r_f] \times \beta_i}$$

$\mathbf{k_e}$ - krav til egenkapitalen

$\mathbf{r_f}$ -risikofri rente

$\mathbf{E(r_m)}$ – markedspremien

$\boldsymbol{\beta_i}$ – betaverdien

[61] Brealey, Myers og Allen (2008)

Risikofri rente: Risikofri rente kan best finnes ved hjelp av lange renter på statsobligasjoner. Dette er fordi kortsiktige renter varierer mer enn langsiktige renter, noe som vil føre til en misvisende verdsettelse. Vi har valgt å benytte oss av renter på 10 års statsobligasjoner. Denne renta er pr 12.05.2010 på 3,54 prosent. Videre vil vi benytte oss av en skattesats på 25 prosent som vil bli begrunnet senere i utredningen. Justert for skatt blir risikofrirente som inngår i CAPM; (1-0,25)*0,0354= 2,66 prosent.

Markedspremien: Markedspremien er differansen mellom den forventede markedsavkastningen og den risikofrie renten. Vi vil benytte oss av den gjennomsnittlige historiske risikopremien på Oslo børs. Denne var fra 1958 til 2004 på 5,5 prosent og er etter skatt[62].

Betaverdien: Dette er et mål på den systematiske risikoen i selskapet. Betaverdien måler samvariasjonen mellom selskapets avkastning og avkastningen til markedsporteføljen. Dersom betaverdien er 1 tilsier det at selskapet har samme volatilitet i avkastningen som markedsporteføljen. Et selskap som har en betaverdi høyere enn 1 vil derfor ha høyere volatilitet i avkastningen enn markedsporteføljen, og motsatt vil en betaverdi lavere enn 1 tilsi at selskapet har lavere volatilitet i avkastningen. Betaverdien beregnes ved hjelp av følgende formel.

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

Kov(r, r_m) betegner samvariasjon mellom avkastning til bedriften r, og avkastningen til markedsporteføljen r_m

Var(r_m) måler volatiliteten i avkastningen til markedsporteføljen.

Vi gjorde en regresjonsanalyse i Exel for både Acergy og Subsea 7. Vi kom frem til en betaverdi på 1,53 for Acergy og 1,36 for Subsea 7. Regresjonsanalyse var basert på månedlig data for de siste fem årene, frem til april 2010. Vi har valgt å sammenligne betaverdien til Acergy med Subsea 7, da dette er det selskapet som er mest lik Acergy med tanke på

[62] Kinserdal (2009)

omsetning og virksomhetsområder. Vi ser at betaen for de to selskapene ligger over 1, noe som indikere at oljeserviceaksjer svinger mer enn markedet. Videre er det vanlig å justere beta mot 1, fordi et selskap sin beta over tid vil trekke mot den retningen. Dersom vi hadde justert betaen for Acergy hadde vi kommet frem til (2/3 *1,53 + 1/3 *1) = 1,35, som altså er tilnærmet lik betaen oppgitt i Dagens Næringsliv. Den oppgitte betaen i Dagens Næringsliv er estimert på basis av ukesavkastningen de siste 52 ukene[63]. Våre beregninger er basert på månedlig avkastning de siste 5 årene, og vi får derfor med oss tilstrekkelig historie i våre tall slik at det tas hensyn til både opp og nedgangskonjunktur. På bakgrunn av ovennevnte har vi valgt å benytte oss av vår estimerte betaverdi på 1,53.

Ved å benytte oss av disse tallene kan vi nå beregne selskapets egenkapitalkrav

R_e = 2,66% +(5,5%*1,53) =**11,1%**

7.2 AVKASTNINGSKRAVET TIL GJELD

Dette avkastningskravet blir fastsatt av finansielle långivere og settes på bakgrunn av den risikofrie renta og kredittpremien.

Avkastningenkravet til gjeld = R_f +kreditrisikopremie

Kredittrisikopremien er en funksjon av finansiell gearing og operasjonell risiko. Denne kan måles som konkurssannsynlighet multiplisert med tap ved konkurs[64] [65]. En vanlig fremgangsmåte for å komme frem til denne premien er å ta utgangspunkt i et syntetisk ratingsystem. Som nevnt kom vi frem til at Acergy kunne klassifiseres innen ratingklasse BBB.

Verdien av kravet til gjelden blir følgende:

Kredittratingen BBB gir en kredittrisikofaktor på 0,4 som innebærer at kredittpremien blir på (2,66 % *0,4) =1,06. Avkastningskravet til gjelden blir følgende: 2,66 % +1,06= 3,72 %.

7.3 BEREGNING AV WACC

[63] Knivsflå, Kjell Henry (2009)

[65] Kinserdal, Finn (2009)

Som nevnt over har vi valgt å benytte oss av formelen for WACC for beregning av avkastningskravet til totalkapitalen. Andel egenkapital finner vi ved å ta markedsverdien av selskapets egenkapital og dividere dette på totalkapitalen. Markedsverdien av egenkapitalen finner vi ved å multiplisere dagens aksjepris med antall utestående aksjer. På bakgrunn av at vi har brukt nyhetsartikler til å forsterke presisjonen til våre kontantstrømmer har vi valgt en dato for når vi ikke lenger kunne bruke ny informasjon. Valget falt på 19.05.2010 fordi vi på dette tidspunktet trengte å finne Acergy sin aksjepris for å kunne bergene markedsverdien til egenkapitalen. Det er denne aksjeprisen vi benytter som sammenlignligningsgrunnlag for den prisen vi selv kommer frem til i vår verdsettelse. Per 19 mai var aksjeprisen 15,32 USD (97 NOK) og antall utestående aksjer er 194.953.972. Markedsverdien av egenkapitalen blir da på 2986,7 millioner dollar. Ved beregningen av gjeldsandelen vil vi ta utgangspunkt i omgrupperingen vi gjorde tidligere, hvor vi kom frem til at den finansielle gjelden var på 706,4 millioner. Totalkapitalen blir følgende (2986,7+706,4) 3693,1 millioner dollar. Vi får en egenkapitalandel på 81 prosent og en gjeldsandel på 19 prosent. Avkastningen til totalkapitalen blir da følgende:

WACC = 81%* 11,1% + 19% *(1-0,25)*3,72% = 9,52%

8.0 LØNNSOMHETSANALYSE

Dette kapittelet bygger på selskapets og konkurrentenes årsrapporter og hjemmesider,samt lærebøkene Bodie, Kane and Marcus (2008), Brealey, Myers & Allen (2008). Vi vil i denne delen gjennomføre en lønnsomhetsanalyse for å analysere selskapets egenkapitalrentabilitet gjennom de fem analyseårene, samt sammenligne med de historiske avkastningskravene for å kunne kartlegge om selskapet har evne til å oppnå fremtidig superprofitt. Superprofitt er avkastningen selskapet skaper utover egenkapitalkravet. Egenkapitalrentabiliteten måler prosentvis avkastning på investert kapital. I tabell 8.1 vises selskapets og konkurrentenes egenkapitalrentabilitet, samt et beregnet gjennomsnitt for bransjen. Vi har tatt utgangspunkt i følgende formel for å beregne egenkapitalrentabiliteten: (Årsresultat / inngående egenkapital).

Egenkapitalrentabilitet	2005	2006	2007	2008	2009
Acergy	39,87 %	49,10 %	21,38 %	41,14 %	33,15 %
Subsea 7	15,90 %	47,67 %	40,25 %	32,20 %	41,81 %
Saipem	17,30 %	19,86 %	42,05 %	27,51 %	19,79 %
Technip	5,28 %	8,65 %	4,02 %	14,04 %	5,07 %
Bransje	19,59 %	31,32 %	26,93 %	28,72 %	24,96 %

Tabell 8.1: Egenkapitalrentabilitet

Vi ser ut fra disse tallene at Acergy gjennomgående har hatt en relativt høy egenkapitalrentabilitet. Selskapet ligger godt over gjennomsnittet for samtlige av årene, med unntak av 2007. Vi ser også at egenkapitalrentabiliteten for bransjen generelt er høy. Med unntak av Technip har alle selskapene høy og rimelig stabil egenkapitalrentabilitet.

For å kartlegge om selskapet har mulighet til å skape fremtidig superprofitt har vi beregnet det historiske egenkapitalkravet til bransjen ved hjelp av kapitalverdimodellen. Vi har forutsatt at beta og markedspremien er konstant. Når det gjelder den risikofrie renten har vi benyttet gjennomsnittlig årlig tiårs statsobligasjonsrente etter skatt for hvert av årene[66]. Tabell 8.2 sammenligner selskapets egenkapitalrentabilitet med egenkapitalkravet.

ACERGY	2005	2006	2007	2008	2009
Egenkapitalrentabilitet	39,87 %	49,10 %	21,38 %	41,14 %	33,15 %
Egenkapitalkrav	11,11 %	11,35 %	11,86 %	11,63 %	11,30 %
Superprofitt	28,76 %	37,75 %	9,52 %	29,50 %	21,86 %

Tabell 8.2: Superprofitt (egenkapitalrentabilitet > egenkapitalkrav)

Vi ser at selskapets egenkapitalkrav ligger stabilt på litt i overkant av 11 prosent gjennom hele perioden, og at egenkapitalrentabiliteten som nevnt ligger på høye nivåer. Acergy sin egenkapitalrentabilitet er høyere enn egenkapitalkravet for alle årene i analyseperioden, og det kan derfor konkluderes med at de har god evne til å skape fremtidig superprofitt.

9.0 Prognose

Prognose for fremtiden baseres på historisk utvikling, fremtidsutsikter for bransjen, ordreboken til Acergy, samt faktorer som vi har vært inne på under den strategiske analyse. I

[66] www.norges-bank.no

samsvar med funn i PESTEL og porter analysene, hvor vi fant at fremtidsutsiktene er positive og at konkurransen i markedet er lav, har vi lagt inn betydelig vekst både i den eksplisitte prognoseperioden og for terminalverdien. På grunn av store svingninger i omsetning fra år til år vil ikke omsetningen bli prognostisert på bakgrunn av historikk. Det er mer naturlig å se fremtidig omsetning i sammenheng med dagens ordrebok og hvor stort potensialet i markedet er for å øke ordreboken i fremtiden. Vi ser fra årsrapporten at mesteparten av prosjektene i ordreboken ferdigstilles i løpet av en treårs periode. Det er derfor ikke tilstrekkelig å se utelukkende på ordreboken ved prognose av fremtidig omsetning. Det er også slik at Acergy har inntekt som ikke synliggjøres i ordreboken. Dette er korttidsoppdrag, hvor Acergy typisk leier ut et skip for en kortere periode. Vi har dessverre ikke mer utfyllende informasjon om hvor stor andel av Acergy sin omsetning som er knyttet til utleie av skip for en kortere periode, og disse inntektene utgjør trolig en liten andel av selskapets totale inntekter. Vi har derfor ikke inkludert denne type inntekter i prognosen.

9.1 Omsetning

Som vi har vært inne på under den strategiske analysen er fremtidsutsiktene for bransjen positive. Spesielt for årene utover 2011. Vi har derfor lagt til grunn god vekst for Acergy i denne perioden, en vekst vi vil begrunne ytterligere senere i oppgaven. På bakgrunn av veksten vi har lagt inn, spesielt mot slutten av den eksplisitte prognoseperioden, har vi redusert omsetningen for 2015 (T). Dette har vi gjort for at veksten som vi har lagt inn i terminalverdien ikke skal baseres på den betydelige veksten vi allerede har lagt inn for fem års prognosen. Ingen selskaper vokser inn i himmelen, og alle selskapers vekst er begrenset av at de over tid ikke kan vokse mer enn den samlede veksten i verdensøkonomien. Vi har også prøvd å legge inn en mer jevn vekst i prognosene enn det som er tilfellet historisk sett. Vi har for eksempel sett enorme svingninger i omsetningen med vekst på 200 prosent fra et år til ett annet etterfulgt av et betydelig fall neste år for segmentet AME. Slike store svingninger vil ikke forekomme i våre prognoser.

Fremtidsutsiktene når det gjelder virksomhetsområder antyder at SURF også i fremtiden vil være dominerende. For konvensjonell feltutvikling vil det være ett fall i aktiviteter på grunn av at verdens oljeproduksjon på de eksisterende feltene er fallende. Innen IMR vil trolig Acergy oppleve vekst. Dette er på bakgrunn av spesielt to faktorer. Den ene faktoren er at rørledninger har begrenset levetid og derfor trenger kontinuerlig oppfølging. Den andre

årsaken er at det trolig vil bli stilt strengere krav til sikkerhet og vedlikehold som følge av oljekatastrofen i Mexicogulfen[67]. Dersom dette skjer vil oljeserviceselskapene oppleve vekst innen IMR.

For segmentene har vi forespeilet følgende endringer i omsetningen:

9.1.1 Asia og Midtøsten

Omsetningen for 2009 er høyere enn ordreboken per 31.12.2009. Det indikerer et fall i fremtidig omsetning på kort sikt for dette segmentet. Det kan likevel være at Acergy vil få oppdrag som gjør at ordreboken holder samme nivå som i dag eller eventuelt øker. For å si noe om dette ser vi mot fremtidsutsiktene i dette segmentet. Fremtidsutsiktene for AME viser til, som vi var inne på i strategidelen, en vekst i behov for energi i området. Denne veksten gir grunnlag for økt aktivitet i form av SURF prosjekter. Dette gir igjen forutsetninger for å si at det vil være vekst i dette segmentet på lengre sikt, mens det ikke er noen grunn til å anta noen signifikant økning i omsetning for Acergy innen dette segmentet på kort sikt. De eksakte estimatene fremkommer av vedlegg 12 som viser vår prognose. Når det gjelder prosentmessig fremtidig vekst indikerer det fremtidige energibehovet at det er muligheter for at Acergy vil oppleve vekst i dette segmentet. Til tross for denne fremtidsutsikten er det likevel ikke slik at selskapet automatisk vil nye godt av denne veksten. Ettersom AME ikke er ett av satsingsområdene tror vi kun på minimal vekst i beregningen for terminalverdien. Veksten som er lagt til grunn gjenspeiler Norges Bank sitt inflasjonsmål på 2,5 prosent.

9.1.2 Nord-Europa og Canada

Omsetningen for 2009 er betydelig høyere enn ordreboken per 31.12.2009. Dette indikerer at Acergy sine operasjoner i NEC går mot dårligere tider på kort sikt. Fremtidsutsiktene er mer positive. Som vi var innen på under den strategiske analysen har selskapet lang fartstid innen dette segmentet. Dette har ført til gode relasjoner i Russland, noe som kan gjør det lettere å få prosjekter i tilknytning til Sthokman feltene. Det er også mulig med fremtidig nyvinning innen teknologi og økt kompetanse at det kan utvinnes olje og gass i dette segmentet, som påpekt i PESTEL analysen. Dette er i så tilfellet langt inn i fremtiden og vil ikke komme til syne i vår eksplisitte prognose for de neste fem årene. Vi antar at omsetningen i NEC på kort sikt vil følge den negative utviklingen i AME, men i mindre grad. Dette fordi begge områdene

[67] **http://www.dn.no/energi/article1906159.ece**.

har betydelig høyere omsetning enn ordebok og fordi fremtidsutsiktene for segmentene ligger lengre frem i tid. På lengre sikt er vi mer optimistisk for NEC enn AME. Dette er fordi Acergy har gode relasjoner i området, noe som er viktig for å vinne kontrakter i fremtiden. Vi antar at de positive fremtidsutsiktene for dette segmentet slår inn allerede i 2013, med en omsetningsvekst på 10 prosent fra 2012 til 2013 og med 20 prosent fra 2013 til 2014. I beregningen av terminalverdien for dette segmentet har vi lagt til grunn en vekstrate på fire prosent. Dette baserer seg på at vi tror på en vekst utover inflasjonsmålet fra Norges Bank, med bakgrunn i optimismen beskrevet over. De eksplisitte prognosene for NEC ligger presentert i vedlegg 13.

9.1.3 Nord-Amerika og Mexico

Som påpekt i den strategiske analysen sluttførte selskapet et prosjekt på nesten 3000 meters dyp innenfor dette segmentet i 2009. Som vi ser av ordreboken er den på 0,1 millioner dollar. Vi antar at de i tillegg får noen mindre oppdrag som gjør at omsetningen de neste årene vil ligge på nivå med 2007 og 2008. Fremtidsutsiktene for Mexicogulfen er særdeles usikre, mye på grunn av den nevnte oljekatastrofen. Katastrofen kan resultere i mer arbeid innen IMR, men hvorvidt Acergy kan utnytte denne uviklingen er noe usikkert. Dette kommer av at vi ser at de trolig vil oppleve mye vekst i spesielt AFMED og SAM. Vi ser derfor NAMEX som et område de ikke vil satse på fordi selskapet ikke vil kunne utnytte en vekst i alle segmentene samtidig. Som vekst i terminalverdien har vi valgt å legge Norges Bank sitt inflasjonsmål på 2,5 prosent til grunn.

9.1.4 Sør-Amerika

Sør-Amerika er et område hvor det satses stort. Spesielt gjelder dette i Brasil. Det investeres store summer i Brasil, og Statoil gjorde, som tidligere nevnt i PESTEL analysen, et stort funn på dypt vann utenfor Brasil[68] [69]. Dette gjør at fremtiden ser lys ut. For SAM gir historikken informasjon om økende aktivitet her fra 2005 til og med 2008, med et lite fall i 2009. I samsvar med den strategiske analysen hvor vi påpeker at Acergy har gode relasjoner i dette segmentet, tror vi at selskapet vil kunne dra nytte av veksten i SAM. Denne veksten gjenspeiles i omsetningen allerede fra 2010, og vi har prognostisert med vekst for alle årene frem mot terminalverdien. Forutsetningen om vekst allerede fra 2010 er hovedsakelig tatt på

[68] http://www.offshore.no/nyheter/sak.aspx?id=29162

[69] http://www.dn.no/energi/article1845320.ece

bakgrunn av ordreboken for dette segmentet. Vi antar videre en vekst i dette segmentet på fire prosent utover eksplisitt prognoseperiode med bakgrunn i at fremtiden ser lys ut. Dermed legges en vekst som er høyere en inflasjonsmålet til grunn.

9.1.5 Afrika og Middelhavet

Ordreboken er betydelig større enn omsetning fra 2009. AFMED er også det segmentet hvor Acergy har høyest omsetning per dags dato. Gjennom mange og godt utførte prosjekter stiller Acergy sterkt her i fremtiden. Basert på ordreboken vil trolig Acergy oppleve vekst på kort sikt. Fremtidsutsiktene er også positive her. Som nevnt i PESTEL analysen er det ventet at Angola sin dypvanns produksjon vil dobbles innen 2015. Under den strategiske analysen kommenterte vi at installasjonsfasen av prosjekter som tidligere har vært utsatt i det nigerianske farvannet vil bli påbegynt mot slutten av 2011 og fremover. På bakgrunn av dette tror vi på en liten vekst i 2010. Spesielt stor vekst anslår vi at det vil komme fra 2012, grunnet Borealis sin inntreden i markedet. Som vekst i terminalverdien har vi også her lagt fire prosent til grunn på bakgrunn av samme argumentasjon som for NEC og SAM. Troen på både SAM og AFMED styrkes av at Acergy som tidligere nevnt har en inndeling av segmentene som gir dem synergier i form av å utnytte driftsutstyr på en mer effektiv måte. Det kan derfor tenkes at inntreden av Borealis vil gi Acergy et fortrinn til å utnytte vekst i begge disse segmentene.

9.1.6 Selskapsnivå

Omsetningen på selskapsnivå har vært lav og varierende historisk sett**.** Ettersom inntekter stort sett genereres i de ulike segmentene er det vanskelig å forutsi hvordan inntekter på selskapsnivå vil bli i fremtiden. Det er ikke mulig å spå på fremtidsutsiktene eller ordreboken for å støtte de antakelsene vi gjør. Vi anslår derfor at de ligger på gjennomsnittet fra de foregående fem årene, altså 2,9 millioner dollar årlig inntekt.

9.2 Operasjonelle kostnader

Acergy er det av de fire selskapene vi har sett på som har lavest operasjonelle kostnader i prosent av omsetningen. Vi ser også at Subsea 7 ligger nærmest Acergy sitt lave kostnadsnivå. Subsea 7 og Acergy er de minste selskapene i forhold til omsetning. Under den strategiske analysen argumentert vi for at Acergy har en liten fordel med sitt lave kostnadsnivå. Vi tror at denne fordel vil forsvinne i fremtiden. Bakgrunnen for dette er at vi tror på en solid vekst i omsetningen til Acergy og ser at de to selskapene med høyest

omsetning også har det høyeste kostnadsnivået. Vi har derfor lagt til grunn at de operasjonelle kostnadene for 2015 (T) vil ligge på 80 prosent, siden dette er gjennomsnittet for bransjen de siste årene. Ved prognosene av operasjonelle kostnader har vi passet på at utviklingen blir i samsvar med den antatte veksten i EBITDA margin på kort sikt. På lengre sikt vil den sannsynligvis falle igjen på grunn av økte kostnader forbundet med stadige tilpasninger i forhold til utviklingen i markedet, og på grunn av den sterke konkurransen fra de øvrige aktørene.

9.2.1 Asia og Midtøsten

Her er det en positiv trend i bransjen, Acergy og AME. Vi antar at de operasjonelle kostnadene vil ligge noe under gjennomsnittet for de fem foregående årene (86 prosent) på grunn av kraftig fall i perioden (90 – 73 prosent). Likevel tror vi at de vil stige noe i forhold til nivået i 2008 og 2009 hvor de var spesielt lave. Vi antar derfor at de vil ligge på 78 prosent av omsetningen for de neste tre årene, for så å falle til 75 prosent de to siste årene. For terminalverdien har vi satt operasjonelle kostnader lik 80 prosent av omsetningen på bakgrunn av informasjonen over.

9.2.2 Nord-Europa og Canada

Innenfor dette segmentet er det relativt stabile operasjonelle kostnader i prosent av omsetningen historisk sett. Vi ser ingen grunn til at disse skal avvike på kort sikt, og antar derfor at de ligger rundt gjennomsnittet for de fem foregående årene. På bagrunn av dette har vi antatt at de vil ligge på 79 prosent i 2010, og på 78 prosent de resterende årene. De operasjonelle kostnadene for terminalverdien er satt lik 80 prosent av omsetningen med bakgrunn i argumentasjonen over.

9.2.3 Nord-Amerika og Mexico

I Nord-Amerika og Mexico har det vært svært ustabil historiske operasjonelle kostnader i prosent av omsetningen. Vi antar at operasjonelle kostnader fra de årene med lav omsetning er mest relevant å sammenligne med. Dette kommer av at vi som nevnt under 9.1 omsetning tror på lav omsetning i fremtiden. De operasjonelle kostnaden for 2008 inkluderer regionale kostnadsdelingsordninger. I denne forbindelse har segmentet fått tilbakeført midler som er høyere enn de kostnadene de hadde i 2008. Dette anser vi som uvanlig og vi har derfor sett

bort fra dette i prognosen. Vi antar at de operasjonelle kostnadene vil ligge på 95 prosent i 2010 og på 90 prosent av omsetningen de neste fire årene.

9.2.4 Sør-Amerika

Historisk har kostnadsnivået ligget mellom 70 og 80 prosent, med unntak av for 2007, da det var en del høyere. Vi antar at det vil fortsette å ligge mellom 70 og 80 prosent også de neste fem årene. I 2010 har vi lagt kostnadsnivået på 79 prosent som er noe høyere enn 2009 nivå. Dette kommer av at selskapet som nevnt forventer en lavere EBITDA margin i 2010 enn i 2009. For de neste fire årene har vi lagt kostnadsnivået noe lavere siden vi antar en liten økning i EBITDA marginen fra og med 2011, basert på utviklingen med flere SURF prosjekter hvor Acergy har størst marginer. For kontantstrømmen terminalverdien baseres på har vi lagt til grunn et kostnadsnivå på 80 prosent av omsetningen på bakgrunn av tidligere argumentasjon.

9.2.5 Afrika og Midtøsten

I forhold til historisk utvikling har operasjonelle kostnader innen dette segmentet vært fallende. Vi tror at kostnadsnivået vil ligge på 2009 nivå i 2010, for så å falle litt å ligge på 68 prosent for de siste fire årene. Bakgrunnen for dette er at vi ikke tror den fallende trenden vil fortsette i noe særlig stor grad, men heller vil stabilisere seg på 68 prosent.

9.2.6 Selskapsnivå

Med bakgrunn i historikken anslår vi at operasjonelle kostnadene på selskapsnivå vil ligge på 35 millioner dollar i all fremtid.

9.3 Administrasjonskostnader

Disse kostnadene har vi kun på selskapsnivå. De har historisk sett vært stigende de siste fem årene, med unntak av at de falt litt fra 2008 til 2009. Administrasjonskostnadene ligger på et nivå som har variert fra 7-10 prosent av selskapets totale omsetning. Vi anslår en utvikling der disse vil stabilisere seg på 10 prosent av omsetningen med bakgrunn i at dette er på nivå med de to siste driftsårene. Årsaken til at vi baserer prognosen på de årene med høyest prosentmessige administrasjonskostnader, er at vi tror Acergy vil vokse som selskap i fremtiden og at det vil føre til høyere administrasjonskostnader.

9.4 Andre kostnader og inntekter

9.4.1 Asia og Midtøsten

Det er ikke registrert noen andre inntekter eller kostnader for AME. Det er ingenting som tyder på at dette vil endre seg i fermtiden. Vi antar derfor at disse postene forblir lik null.

9.4.2 Nord-Europa og Canada

Det er ikke registrert noen andre inntekter eller kostnader av særlig størrelsesorden for NEC. Det er ingenting som tyder på at dette vil endre seg i fermtiden. Vi antar derfor at disse postene forblir lik null.

9.4.3 Nord-Amerika og Mexico

Det er ikke registrert noen andre inntekter eller kostnader for NAMEX. Det er ingenting som tyder på at dette vil endre seg i fermtiden. Vi antar derfor at disse postene forblir lik null.

9.4.4 Sør-Amerika

Det er ikke registrert noen andre inntekter eller kostnader for SAM. Det er ingenting som tyder på at dette vil endre seg i fermtiden. Vi antar derfor at disse postene forblir lik null.

9.4.5 Afrika og Middelhavet

I Afrika og Middelhavet har det tidligere vært registrert andre kostnader av relativt lav størrelsesorden. Vi antar at det ikke vil forekomme verken andre inntekter eller andre kostnader for dette segmentet i fremtiden.

9.4.6 Selskapsnivå

På selskapsnivå har Acergy hatt både andre kostnader og inntekter de fleste årene historisk sett. Disse beløpene er relativt små sett i forhold til omsetningen til selskapet. Vi antar derfor at de følger gjennomsnittet for de foregående årene.

9.5 Inntekt som følge av eierskap i samarbeidspartnere og joint ventures

9.5.1 Asia og Midtøsten

I Asia og Midtøsten har selskapets resultat fra eierskap i samarbeidspartnere og joint ventures vært negativ i tre av de siste fem årene. I 2009 var det riktig nok positiv. Gjennomsnittet for de foregående fem årene har vært – tre prosent. Grunnet den positive utviklingen for 2009

antar vi at resultatet fra samarbeidspartnere og joint venture selskapene for de neste fem årene vil være positivt. Terminalverdien har vi satt til tre prosent som er lik utviklingen de tre siste årene av prognoseperioden.

9.5.2 Nord-Europa og Canada

I Nord-Europa og Canada ser vi at det har blitt registrert positive resultater fra denne kilden gjennom de siste fem årene. Acergy vil trolig oppleve en økning i inntekt her på grunn av leveransen av to skip til SHL. Denne leveransen er ventet å skje i siste halvdel av 2010. Vi har på bakgrunn av tilgjengelig informasjon lagt til grunn en prosent i inntekt for 2010, som er gjennomsnittet for de fem foregående årene. For de neste årene tror vi det blir en økning i inntekt fra denne kilden og har lagt til grunn to prosent i 2011 og 2012 mens vi har lagt til grunn tre prosent for de resterende årene. Vi antar at inntekten vil falle ned til det historiske gjennomsnittet på en prosent over tid, noe som vises i terminalverdien.

9.5.3 Nord-Amerika og Mexico

I Nord-Amerika og Mexico har det ikke tidligere blitt registrert noen inntekt som følge av eierskap i samarbeidspartnere og joint venture. Vi antar at det forblir slik i fremtiden.

9.5.4 Sør-Amerika

Sør-Amerika har ikke tidligere hatt noen inntekt fra denne kilden. Vi antar at det forblir slik i fremtiden.

9.5.5 Afrika og Middelhavet

Innen dette segmentet har det tidligere vært litt inntekt fra samarbeidspartnere og joint venture historisk sett. Vi antar at inntekt fra denne kilden i fremtiden vil ligge på snitt med de fem foregående årene, det vil si 0,32 prosent.

9.5.6 Selskapsnivå

Inntekter fra denne kilden tilskrives normalt selskapet. Disse inntektene har vært økende historisk sett med unntak av 2008-2009. Vi antar at inntektene i 2010 vil ligge på 2009 nivå, men at de vil øke i tiden fremover. Økningen baseres på en forventing om fremtidig oppsving i økonomien generelt og at dette vil føre til at Acergy sine samarbeidspartnere vil levere bedre resultater.

9.6 Engangsinvesteringer i prognoseperioden

For prognoseperioden har vi lagt inn en engangsinvestering i 2010. Dette er på bakgrunn av uttalelser fra Acergy i media om at de skal investere store summer i 2010. Vi har tidligere nevnt disse investeringene under kapittelet 2.2.4 ordrebok og de beløper seg til ca 350 millioner dollar. Skattejustert blir engangsinvesteringen på 262,5 millioner dollar.

9.7 Endring arbeidskapital

For å kartlegge hvordan endring i arbeidskapitalen vil utvikle seg gjennom prognoseperioden vil vi se på fremtidsutsiktene innen hver post som inngår. Varelagret har som nevnt under 5.4.3 endring i arbeidskapital utviklet seg relativt stabilt historisk. Vi vil anta at denne trenden også vil gjelde i fremtiden. Kundefordringene har falt de to siste årene, noe som kan være forårsaket av finanskrisen. Vi vil tro at etter hvert som økonomien bedrer seg vil denne posten øke. Tidligere har vi nevnt at selskapets kunder har uttrykt at de vil gjenoppta SURF prosjektene som ble stoppet opp under krisen, noe som vil resultere i en økning i denne posten. Finanskrisen gjenspeiles også i leverandørgjelden som har økt betydelig de to siste årene. Med samme begrunnelse som for kundeforingene vil vi anta at denne posten vil reduseres fremover. Med bakgrunn i historiske data tror vi den betalbare skatten vil ligge på et relativt høyt nivå også i fremtiden. I beregningen av endring i arbeidskapital for prognoseårene har vi tatt utgangspunkt i endringen i omsetningen fra et år til et annet og multiplisert med den prosentvise endringen i arbeidskapitalen. Lønnsavsetningene har historisk hatt en økende trend. Vi vil for fremtiden tro at denne vil jevnes ut.

Med bakgrunn i dette vil vi anta følgende endring i arbeidskapital i prognoseperioden:

Endring arbeidskapital i prosent av omsetningen:	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
	-15 %	**-5 %**	**-5 %**	**0 %**	**1 %**	**1 %**

Tabell 9.1: Endring arbeidskapital

9.8 Normale driftsinvesteringer

Som nevnt har selskapet hatt et høyt investeringsnivå fra 2005 forårsaket av foryngelsesprogrammet av flåten. Vi mener det er lite sannsynlig at det høye investeringsnivået vil fortsette i fremtiden fordi investeringene vil avta etter hvert som foryngelsesprogrammet blir ferdigstilt. Det er likevel grunn til å tro at investeringene i driftsmidler vil ligge på et høyere nivå enn for 2005. Dette kan begrunnes med at majoriteten av Acergy sine oppdrag foregår og i større grad vil foregå innenfor virksomhetsområdet

SURF. Som tidligere nevnt er SURF markedet i en utvikling som har, og stadig vil, kreve investeringer for å kunne operere i de utfordrende omgivelsene. Vi vil anta at det fallende nivået på salg av driftsmidler fra 2007, med unntak av 2009 da selskapet som nevnt solgte Acergy piper, også vil gjelde for fremtiden. På bakgrunn av dette vil den historiske gjennomsnittsprosenten på 6,11 være for høy. Vi mener at å benytte en andel på litt i overkant av 2009 nivået vil være hensiktsmessig, ettersom det i fremtiden vil bli betydelig lavere salg av driftsmidler og noe lavere investeringer. Vi mener derfor at et anslag på fem prosent gjennom prognoseperioden virker rimelig.

Normale driftsinvesteringer:	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %

Tabell 9.2: Normale driftsinvesteringer

Figur 9.1: Skatt[70]

Vi ser ut fra figur 9.1 at en tjenesteytende næring med lite investeringer antyder 28-30 prosent skatt, dersom selskapet derimot har høy vekst og gjennomfører store investeringer antydes det en skatt på 20 prosent. På bakgrunn av at Acergy har gjennomført store investeringer den

[70] Kinserdal, Finn (2009)

siste tiden, og også vil gjøre store investeringer i 2010 ,tror vi at de for fremtiden vil ligge på et normalnivå. Acergy er også et voksent selskap som er i en moden fase. Vi har derfor lagt til grunn 25 prosent skatt ved beregning av verdien til Acergy. Den valgte skattesatsen vil redusere kontantstrømmene i prognosen med 25 prosent samtidig som den inngår i WACC og dermed reduserer avkastningskravet. En feilvurdering av skattesats får således ikke så alt for stor betydning for den endelige verdien av selskapet.

9.9 Prognosen av selskapets samlet kontantstrøm til totalkapitalen

Selskapets samlede kontantstrøm	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015(T)**
Normalisert EBITDA	359,55	430,54	509,91	630,44	740,41	7053,59
Engangsinvesteringer i prognoseperioden	262,5					
Normal investeringer 5 %	91,29	88,16	99,41	118,74	134,65	2137,14
Endring arbeidskapitalen	6,62	-0,44	-16,31	0,00	4,45	-123,83
Normalisert operasjonell ks	-0,86	342,81	426,80	511,71	601,31	5040,27
Effektiv skatt	65,44	85,73	106,73	127,95	150,36	1260,48
Operasjonell kontantstrøm etter skatt	-66,30	257,08	320,07	383,75	450,95	3779,79

Tabell 9.3: Prognose av selskapets samlede kontantstrøm

Vi vil bruke de operasjonelle kontantstrømmene fra tabellen over i vår beregning av selskapets verdi. For å komme frem til tallene i 2015(T) tok vi eksempelsvis normalisert EBITDA for et segment og delte på avkastningskrav minus vekst for det aktuelle segmentet. Det vil si at vi for 2015 har regnet verdien utover tidshorisonten for verdiene i tabell 9.3

9.10 Oppsummering av prognosen

I modellen nedenfor ser vi om våre estimater stemmer overens med de forutsetningene vi har basert estimatene på. En av forutsetningene var at i 2010 skulle Acergy ha relativt lik omsetning som 2009, men med lavere EBITDA margin. Vi ser at det stemmer med våre beregninger, da omsetningen for 2010 kun har endret seg med minus to prosent og EBITDA marginen har falt. Vi forutsatte også at omsetningen til Acergy ville vokse, spesielt på bakgrunn av vekst i SAM og AFMED. Videre antakelser om fremtiden var økt EBITDA margin etter 2010, men at Acergy ville miste sin kostnadsfordel på lang sikt. Vi ser at tabell 9.4 også gjenspeiler disse forutsetningene. Normalisert EBITDA margin for 2015(T) i tabell 9.4 skiller seg fra normalisert EBITDA margin for 2015(T) i tabell 9.3. Dette kommer av at normalisert EBITDA i tabell 9.4 er prognosen over selskapets totale EBITDA margin i 2015 mens verdien i tabell 9.3 gjenspeiler dens verdi utover tidshorisonten.

	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
Omsetning	2208,8		2159,86	-2	2168,66	0	2494,79	15	3007,73	21
Operasjonelle kostnader	1665,6	75	1646,3	76	1587,91	73	1808,98	73	2163,19	72
Normalisert EBITDA	487,42	22	359,55	17	430,54	20	509,91	20	630,44	21
	2014	**%**	**2015(T)**	**%**						
Omsetning	3452,34	15	2763,2	-20						
Operasjonelle kostnader	2469,03	72	2243,24	81						
Normalisert EBITDA	704,41	20	348,53	13						

Tabell 9.4: Oppsummering prognose

10.0 Fundamental verdsettelse av Acergy

I denne delen vil vi komme frem til den endelige verdien av selskapet ved å benytte oss av en fundamental verdsettelse, og vi vil anvende en komparativ verdsettelsesmetode som sammenligningsgrunnlag for den prisen vi kommer frem til. Vi vil ta utgangspunkt i aksjeprisen beregnet pr 19 mai i alle våre beregninger, og dollarkursen på dette tidspunktet som var på 6,36[71]. Vi kommer frem til en terminalverdi som utgjør 30 prosent av den totale verdien. Dette er i samsvar med at terminalverdien normalt utgjør den største andelen av et selskaps verdi. Typisk 70-80 prosent.

For å komme frem til selskapets verdi vil vi ta utgangspunkt i kontantstrømmene vist over. Vi vil neddiskontere disse ved det gitte avkastningskravet på 9,52 prosent som vi kom frem til ved hjelp av WACC modellen. Summen av disse uttrykker verdien av selskapets totalkapital. Vi har som nevnt valgt å benytte totalkapitalmetoden og kommer dermed frem til verdien av selskapets egenkapital ved å trekke fra finansiell gjeld og legge til skattefordeler. Selskapet har en skattefordel på 19,3 millioner dollar i 2009. I følge våre prognoser har selskapet i 2010 et negativt resultat, og vi antar derfor at denne ikke blir benyttet dette året, men i 2011 da selskapet har positiv kontantstrøm. Verdien av skattefordelen blir derfor neddiskontert og får en nåverdi på 15,9 millioner dollar. Den netto finansielle gjelden er negativ med 457,87 og legges derfor til. Vi får da en verdi av selskapets egenkapital på 3608,17. Når vi dividerer

[71] www.norgesbank.no

denne verdien på antall aksjer finner vi verdien pr aksje. Vi kommer følgende frem til en verdi pr aksje på 18,51 (118 NOK). Dagens kurs på 15,32 USD (97 NOK) virker dermed å være sterkt undervurdert, og vi vil derfor gi en kjøpsanbefaling på aksjen. Kursen vi har kommet frem til er betydelig høyere enn dagens kurs. Markedet har vært preget av mye uroligheter den siste tiden som har resultert i at aksjemarkedet har falt, noe som reflekteres i dagens aksjepris. Det er ikke usannsynlig at dette er midlertidige forstyrrelser og at prisen skal opp igjen. Vi mener derfor at vårt beregnede estimat virker rimelig, og at det er konsistent på bakgrunn av våre optimistiske antagelser gjennom hele oppgaven. Tabell 10.1 viser våre beregninger.

Nåverdi av kontantstrømmer	3134,88
Selskapets verdi	3134,88
Finansiell gjeld	-457,37
Nåverdi av skattefordel	15,92
Egenkapitalverdi	3608,17
Antall aksjer	194,95
Aksjekurs	18,51

Tabell 10.1: Fundamental verdsettelse

10.1 Komparativ verdsettelse

Vi vil benytte oss av en alternativ verdsettelsesmetode for å belyse om vårt estimat gjennom den fundamentale verdsettelsen virker rimelig. Vi vil i denne forbindelse ta utgangspunkt i komparativ verdsettelse og benytte oss av multiplikatormodellen. Dette er en relativt enkel modell og går ut på å sammenligne børsverdien av selskapet med andre selskaper i samme bransje. Vi vil se på nøkkeltallene pris/fortjeneste, pris/bok og pris/salg. De ulike selskapene har som nevnt tidligere i oppgaven tall oppgitt i ulik valuta, som vi har regnet om til dollar på det gitte tidspunkt 19 mai.

	Pris	Fortjeneste	P/E
Acergy	15,32	1,36	11,24
Subsea 7	15,63	18,45	0,85
Saipem	31,48	2,56	12,28
Technip	65,02	2,35	27,63
Gj.snitt konkurrenter			**13,59**

Tabell 10.2: Multiplikatoren pris/ fortjeneste

For å komme frem til selskapets verdi tar vi utgangspunkt i gjennomsnittlig P/E forhold til konkurrentene, som er den komparative multiplikatoren, og multipliserer denne med selskapets fortjeneste.

Verdien av egenkapitalen blir følgende:

1,36*13,59 = 18,48USD (118 NOK).

Dette er tilnærmet lik den prisen vi kom frem til ved hjelp av den fundamentale verdsettelsen, og bygger opp om våre antakelser om at dagens aksje er underpriset.

	Pris	**Bokført egenkapital**	**P/B**
Acergy	15,32	5,64	2,72
Subsea 7	15,63	8,08	1,94
Saipem	31,48	9,84	3,2
Technip	65,02	30,49	2,13
Gj.snitt konkurrenter			**2,42**

Tabell 10.3: Multiplikatoren Pris/Bokført egenkapital

Ved å benytte denne multiplikatoren kommer vi frem til en verdi av egenkapitalen på: 5,64*2,42=13,65 USD (87 NOK).

Denne er betydelig lavere enn vår estimerte aksjepris, og antar at selskapets aksje er overpriset.

	Pris	Salgsinntekt	P/S
Acergy	15,32	11,33	1,35
Subsea 7	15,63	16,59	0,94
Saipem	31,48	29,06	1,08
Technip	65,02	72,45	0,90
Gj.snitt konkurrenter			**0,97**

Tabell 10.4: Multiplikatoren Pris/Salg

Multiplikatoren Pris/Salg verdsetter selskapets egenkapital til 11,33*0,97= 10,99 USD (70 NOK).

Den komparative verdsettelsen tyder på at vårt estimat kan være overvurdert, da to av multiplikatorene sier at aksjeprisen er lavere enn den prisen vi har kommet frem til. En av multiplikatorene sier at aksjen er underpriset, mens to av disse antyder at kursen pr.19 mai indikerer at aksjen er overpriset. Som nevnt under verdsettelsesmetoder kan komparativ

analyse gi gale estimater fordi verdien i stor grad avhenger av hvilke multiplikatorer som benyttes. Vi ser utfra våre beregninger at de ulike multiplikatorene gir store forkjeller i verdi. Komparativ analyse tar ikke hensyn til vekst på samme måte som en fundamental verdsettelse. I den fundamentale verdsettelsen har vi lagt inn vekst for fremtiden både på kort og lengre sikt. Den komparative verdsettelsen er basert på bokførte verdier og i så måte tar den bare hensyn til selskapenes historiske utvikling. I og med at fremtidsutsiktene er så positive mener vi at verdien vi har kommet frem til virker rimelig, til tross for at to av multiplikatorene antyder noe annet

10.2 Sensitivitetsanalyse

I en fundamental verdsettelse er det flere usikre estimater som påvirker den verdien vi kommer frem til. Det kan derfor være av interesse å se på hvordan aksjekursen påvirkes av endringer i noen av estimatene eller forutsetningen vi har tatt. Istedenfor å se på hvor stor effekt for eksempel ulike prosentvise endringer i avkastningskravet har på aksjeprisen, har vi valgt å se på konkrete forhold som vi har lagt til grunn for beregning av avkastningskrav og kontantstrømmer. Dette har vi gjort fordi vi ønsker at elementene vi går igjennom i sensitivitetsanalyse skal være konkrete og realistiske hendelser. Vi har derfor sett på tre underliggende forhold og hvordan endringer i disse påvirker selskapets verdi. De tre forholdene er kredittrating, leveransen og driften av Borealis og utnyttelse av vekstområder. For kredittrating har vi sett på effektene av å bedre Acergy sin kredittrating til A. Det som gjør dette spesielt interessant er spekulasjoner om hvorvidt det vil bli konsolideringer i markedet, noe Acergy har sagt at de stiller seg åpen til. En slik konsolidering vil gi ulike synergieffekter. En slik effekt kan være at selskapet oppnår en oppgradering i ratingen. Vi har derfor sett på effekten av en økning fra kredittklasse BBB til A. Etter en rask beregning ser vi at en nedgradering fra BBB til BB vil gi samme effekt på avkastningskravet, bare i motsatt retning. Vi har derfor kun sett på effekten ved en bedring i kredittratingen som vil resultere i at avkastningskravet endrer seg som vist i tabell 10.5.

	Kredittrating A
Kredittrisikofaktor	0,25
Avkastning gjeld	3,33 %
WACC	9,47 %

Tabell 10.5: Kredittrating A

Nåverdi av kontantstrømmer	3166,38
Selskapets verdi	3166,38
Finansiell gjeld	-457,37
Nåverdi av skattefordel	15,94
Egenkapitalverdi	3639,69
Antall aksjer	194,95
Aksjekurs	18,67

Tabell 10.6: Kredittrating A

Prisen per aksje vil ved en oppgradering til klasse A øke fra 18,51 USD til 18,67 USD (119 NOK). Hvorvidt selskapet har ratingen A eller BBB har tilnærmet ingen effekt på prisen vi har beregnet. Vi baserer som nevnt våre beregninger på EBITDA, noe som bidrar til at reduksjon i rentekostnadene ikke vil påvirke verdien av våre kontantstrømmer. Til tross for dette vil det trolig gi en psykologisk effekt på aksjekursen på børsen dersom ratingen bedres. Dette kommer av at selskapet vil få lavere konkursrisiko og dermed letter tilgang på kreditt og lavere renter, noe som bidrar til at de blir mer attraktiv for en investor.

Ettersom vi i våre beregninger har lagt stor vekt på inntreden av skipet Borealis ønsker vi å se på effekten av å flytte leveransen av skipet ett driftsår frem i tid. Det er ikke utenkelig at leveransen kan bli utsatt, og en slik utsettelse vil trolig påvirke Acergy sin evne til å øke både omsetning og marginer i prognoseperioden. Vi har tidligere satt 2012 som året hvor Borealis sin inntreden påvirker omsetningen. Dette på bakgrunn av uttalelser fra Acegry om at skipet har leveranse dato i 2012. I denne delen av sensitivitetsanalyse har vi derfor flyttet økningen i omsetning for SAM og AFMED frem ett år i prognosen. Vi har ikke gjort noen endringer i forhold til fremtidsutsiktene, og antar i stedet at Acergy sin evne til å kapitalisere på fremtidig vekst blir svekket dersom leveransen av Borealis blir utsatt med ett driftsår. Det at vi antar at en eventuell utsettelse i leveransen utelukkende påvirker SAM og AFMED kommer av at vi har forutsatt at det er innenfor disse segmentene skipet vil bli benyttet.

Nåverdi av kontantstrømmer	2534,63
Selskapets verdi	2534,63
Finansiell gjeld	-457,37
Nåverdi av skattefordel	15,92
Egenkapitalverdi	3007,93
Antall aksjer	194,95
Aksjekurs	15,43

Tabell 10.7: Borealis utsatt et driftsår

AFMED	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015(N)	%
Omsetning	1149,65	15	1264,62	10	1391,1	10	1530,2	25	1989,2	30	1591,4	-20

Tabell 10.8: Omsetning dersom leveransen av Borealis blir utsatt et driftsår

SAM	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015(N)	%
Omsetning	317,68	10	349,448	10	384,39	10	442,05	15	530,46	20	424,37	-20

Tabell 10.9: Omsetning dersom leveransen av Borealis blir utsatt ett driftsår

Ved å benytte de nye kontantstrømmene i beregningen av selskapets totalverdi kan se vi at en utsettelse i leveransen av Borealis vil redusere selskapets verdi betydelig. Under de nye forutsetningene får vi en pris på 15,43 USD (98 NOK) mot vår estimerte pris på 18,51 USD (118 NOK). Det er tydelig at selskapets verdi er sensitiv i forhold til leveransen av Borealis.

Nåverdi av kontantstrømmer	2995,66
Selskapets verdi	2995,66
Finansiell gjeld	-457,37
Nåverdi av skattefordel	15,92
Egenkapitalverdi	3468,96
Antall aksjer	194,95
Aksjekurs	17,79

Tabell 10.10: Vekst i Nec på 2,5 prosent

Det siste sensitivitetstesten vi har gjennomført er å redusere forventninger om vekstraten i NEC. Dette gjør vi fordi fremtidsutsiktene for dette segmentet ikke er like tydelige som for AFMED og SAM i og med at den største veksten i dette segmentet forutsetter nyvinning innen teknologi for å kunne operere i de tøffe omgivelsene. I tilegg er det mulig at vi har overvurdert Acergy sin evne til å dra nytte av vekst i tre segmenter samtidig. Vi velger derfor å gjøre en sensitivitetsanalyse hvor vi forutsetter at Acergy ikke klarer å kapitalisere på eventuell vekst i NEC og setter evig vekstrate for dette segmentet lik inflasjonsraten på 2,5 prosent. Vi har også lagt inn nullvekst i omsetningen for 2013 og 2014 fremfor vekst på henholdvis 10 og 20 prosent. Beregningene våre tilsier at verdien til selskapet ikke er spesielt sensitivt i forhold til om de ikke klarer å dra nytte av en eventuell vekst i NEC. Verdien blir nå på 17,79 USD per aksje (113 NOK). Det er tydelig at de viktigste segmentene for Acergy er AFMED og SAM.

11.0 KONKLUSJON

Spørsmålet vi stilte oss i begynnelsen av oppgaven var hvorvidt dagens aksjepris representerer optimismen analytikere uttrykker om oljeservicebransjen og Acergy, eller om aksjen er over-/underpriset?

Gjennom nøye analyse av selskapet og begrunnede valg for ulike estimater kom vi gjennom vår fundamentale verdsettelse frem til en aksjepris som ligger godt over aksjeprisen per 19.mai. Videre testet vi våre beregninger ved å ta utgangspunkt i tre forskjellige multiplikatorer. Disse multiplikatorene gav svært varierende resultat. En av dem, P/E, støttet oppunder det vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen, nemlig at Acergy`s aksje er underpriset. De to andre multiplikatorene indikerte at Acergy sin aksje er overpriset. Vi ser tydelig ut fra disse beregningene hva som er problemet med bruk av multiplikatorer som verdsettelsesmetode. I henhold til de tre multiplikatorene vi beregnet ligger aksjeprisen til Acergy mellom 70 og 118 kroner. Dette bygger opp under diskusjonen under kapittel 4, verdsettelsesmetoder, at bruk av komparativ analyse burde brukes med forsiktighet. Dette kommer av at verdien du som analytiker kommer frem til i stor grad vil avhenge av hvilke multiplikatorer som blir benyttet. En måte å glatte ut de store variasjonene på er å ta et gjennomsnitt av de verdiene vi kom frem til i den komparative analysen. Vi får da at aksjeprisen til Acergy er (87+70+118)/3 = 92 NOK. Også denne prisen tyder på at aksjen er overvurdert.

Vi kan likevel si at vi føler oss trygge på resultatet vi kom frem til under den fundamentale verdsettelsen. Bakgrunn for dette er at en fundamental verdsettelse vil egne seg bedre for et selskap som Acergy fordi det finnes rikelig med historisk informasjon. I tillegg går metoden mer grundigere til verks enn komparativ verdsettelse. Vi ser også i sensitivitetsanalysen at dersom vi er mer tilbakeholden på flere av estimatene våre vil vi fremdeles komme frem til en aksjepris som er høyere enn aksjeprisen i markedet.

På bakgrunn av dette kan vi se at aksjen til Acergy er underpriset og vi anbefaler derfor kjøp av denne aksjen.

REFERANSELISTE

Litteratur

Damodaran, A. *''Investment Valuation: Tools and Techniques for determing the value of anyasset*'' Willey, 2002.

Penman, S.H. ''*Financial Statement Analysis & Security Valuation''*, Third edition, McGraw-Hill/Irwin, 2007.

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., Allen, Franklin. ''*Principles of corporate finance*'', Ninth edition, McGraw-Hill/Irwin,2008.

Koller,T., Goedhart, M.,Wessels, D. / McKincey & Company: ''*Valuation*'', Fourth edition (2005)

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. ''Investments'', McGraw & Hill, 2003.

Løvendahl, Bente R., Wenstøp, Fred E. ''Grunnbok i strategi'', 2.utgave 2005.

Barney, Jay B. ''Gaining and sustaining competitive advantage'', second edition, Pearson Education Inc, 2002.

Sending, Aage. ''Innføring i bedriftsøkonomi'', 3.utgave2003.

Artikler

Simon Hall (2001): credit channel effects in the monetary transmission mechanism, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter 2001 (s. 442-448)

Svein Gjerdrem (2007): uro i kredittmarkedene – boligfinansiering ute og hjemme, *Penger og Kreditt* 4\07 (s. 133-140).

Kalin Nikolov, Chris Young og Mark Robson (2009): Quantitative easing, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2009 Q2.

Wynne, M.A. & N.S. Balke. (1993): ''Recessions and recoveries'', *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, First quarter, 1-17.

Cooper, N., R. Hillman & D. Lynch (2001): ‘’Interpreting movements in high-yield corporate bond market spreads’’, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q4, 2008, 393-403.

Rapporter

Årsrapporter Acergy 2004-2009

Årsrapporter Subsea 7 2004-2009

Årsrapporter Saipem 2004-2009

Årsrapporter Technip 2004-2009

Internettsider

www.acergy.com

www.subsea7.com

www.technip.com

www.saipem.it

www.yahoofinance.com

www.norges-bank.no

www.vg.no

www.dn.no

www.hegnar.no

www.e24.no

www.dagbladet.no

http://www.bedin.no/CWObjekter/Nokkeltall-kredittvurdering.pdf

www.wikepedia.no

www.offshore.no

www.nrk.no

www.oljedirektoratet.no

Forelesninger og forelesningsplansjer

Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse (Bus 425), undervist av Finn Kinserdal ved Norges Handelshøyskole, vår 2009.

Strategisk regnskapsanalyse (Bus 424), undervist av Kjell Henry Knivsflå ved Norges Handelshøyskole, høst 2009.

Konjunkturanalyse (Fie 403), undervist av Øystein Thøgersen og Jan Tore Klovland ved Norges Handelshøyskole, vår 2010.

Corporate finance (Fie 402), undervist av Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole, høst 2009.

Kapitalforvaltning (Fie 426), undervist av Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole, vår 2009.

Pengemarkeder og bankvesen (Fie 420), undervist av Jan Tore Klovland ved Norges Handelshøyskole, høst 2010.

Derivater og risikostyring (Fie 425), undervist av Svein Arne Persson ved Norges Handelshøyskole, høst 2010.

Strategisk lønnsomhetsanalyse og prising (Bus 401), undervist av Kenneth Fjell og Trond Bjørnenak ved Norges Handelshøyskole, høst 2009.

VEDLEGG

Vedlegg 1:

Year ended November 30, 2009

(in $ millions)	TERRITORY 1 NEC	TERRITORY 1 AME	TERRITORY 2 AFMED	TERRITORY 2 NAMEX	TERRITORY 2 SAM	CORP	Total continuing operations	Discontinued operations[g]
Revenue[a,b,c]	648.8	206.0	999.7	57.8	288.8	7.7	2,208.8	114.8
Operating expenses[d]	(519.7)	(156.9)	(746.5)	(19.1)	(224.7)	(16.9)	(1,683.8)	(99.3)
Share of results of associates and joint ventures	0.7	9.7	1.9	–	–	36.7	49.0	–
Depreciation	(12.6)	(7.3)	(38.5)	(6.2)	(21.4)	(38.5)	(124.5)	(0.1)
Mobilisation costs	(0.2)	(3.2)	–	–	(0.9)	(0.2)	(4.5)	–
Amortisation expense	–	–	–	–	–	(2.0)	(2.0)	–
Impairment of property, plant and equipment	–	–	(2.0)	–	–	(9.8)	(11.8)	(1.0)
Impairment of intangible assets	–	–	(2.8)	–	–	–	(2.8)	–
Research and development expense	–	–	–	–	–	(6.2)	(6.2)	–
Net operating income from operations	67.4	37.8	171.3	26.0	37.5	2.7	342.7	15.5
Investment income	2.5	0.8	0.8	0.1	–	2.2	6.4	–
Other gains and losses	18.6	(0.5)	5.9	(1.9)	(1.4)	22.9	43.6	(1.6)
Finance costs	0.1	–	0.8	–	(0.8)	(31.5)	(31.4)	–
Net income/(loss) before tax	88.6	38.1	178.8	24.2	35.3	(3.7)	361.3	13.9
Total assets	570.5	125.8	448.6	44.1	161.5	1,482.6	2,833.1	–
Non-current assets[e]	481.9	33.9	27.4	0.1	78.6	439.5	1,061.4	–
Interest in associates and joint ventures	–	–	3.6	–	–	186.7	190.3	–
Capital expenditure[f]	110.2	–	51.3	–	3.6	6.7	171.8	–

(a) Revenue represents only external revenues earned by each segment. An analysis of inter-segment revenues has not been included as this information is not regularly provided to the chief operating decision maker.

(b) Two clients in the year ended November 30, 2009 accounted for more than 10% of the Group's revenue from continuing operations. The revenue from these clients was $875.6 million and was attributable to Acergy AFMED and Acergy NEC.

(c) Revenue consists of $1,615.8 million for core SURF activity, $388.2 million of Conventional activity, and $204.8 million of IMR/Survey activity.

(d) The amount for NAMEX includes inter-regional expenditure sharing arrangements.

(e) Non-current assets consist of property, plant and equipment, interest in associates and joint ventures, advances and receivables and derivative financial instruments.

(f) Capital expenditure is actual cash outflow expenditure incurred.

(g) See Note 13 'Discontinued operations' for further information.

Vedlegg2:

Year ended November 30, 2008

(in $ millions)	AFMED	NEC	NAMEX	SAM	AME	CORP	Total continuing operations	Discontinued operations[e]
Revenue [a,b]	1,175.9	843.1	4.4	320.1	180.8	(1.9)	2,522.4	281.8
Operating expenses	(897.1)	(574.5)	17.2[f]	(268.9)	(129.0)	(21.9)	(1,874.2)	(304.4)
Share of results of associates and joint ventures	(0.3)	3.5	–	–	(15.4)	75.2	63.0	–
Depreciation	(31.4)	(10.0)	–	(18.9)	(5.0)	(42.5)	(107.8)	(8.0)
Mobilisation costs	–	(0.2)	–	(0.3)	(1.9)	–	(2.4)	–
Amortisation expense	(0.2)	–	–	–	–	–	(0.2)	–
Impairment of property, plant and equipment	–	(1.8)	–	–	–	–	(1.8)	(1.0)
Reversal of impairment of property, plant and equipment	–	–	–	–	–	–	–	14.3
Research and development expense	–	–	–	–	–	(6.8)	(6.8)	–
Net operating income from operations	183.7	192.0	10.5	22.6	14.4	37.6	460.8	(22.5)
Investment income	1.4	4.5	–	–	2.4	9.6	17.9	–
Other gains and losses	34.8	(11.7)	7.3	5.1	0.4	8.2	44.1	(1.1)
Finance costs	(0.6)	0.3	0.1	(0.6)	–	(29.7)	(30.5)	(1.0)
Net income / (loss) before tax	219.3	185.1	17.9	27.1	17.2	25.7	492.3	(24.6)
Total assets	707.6	304.3	22.1	206.9	102.2	1,128.0	2,471.1	–
Non-current assets [c]	339.3	95.6	0.2	123.8	52.4	484.3	1,095.6	–
Interest in associates and joint ventures	4.3	2.6	–	–	–	133.3	140.2	–
Capital expenditure [d]	17.5	229.3	0.2	20.4	0.3	25.2	292.9	1.4

(a) Revenue represents only external revenues earned by each segment. An analysis of inter-segment revenues has not been included as this information is not regularly provided to the chief operating decision maker.
(b) Two clients in the twelve months' period ended November 30, 2008 accounted for more than 10% of the Group's revenue from continuing operations. The revenue from these clients was $1,009.5 million and was attributable to AFMED and NEC.
(c) Non-current assets consist of property, plant and equipment, interest in associates and joint ventures, advances and receivables and derivative financial instruments.
(d) Capital expenditure is actual cash outflow expenditure incurred.
(e) See Note 12 'Discontinued operations' for further information.
(f) The amount includes inter-regional expenditure sharing arrangements.

Vedlegg3:

For fiscal year 2007 (in millions)	Africa and Mediterranean $	Northern Europe and Canada $	North America and Mexico $	South America $	Asia and Middle East $	Corporate $	Total continuing operations $	North America and Mexico discontinued operations[c] $
Net operating revenue[a]	1,398.4	907.8	3.2	247.9	102.4	3.7	2,663.4	16.9
Operating expenses	(1,071.0)	(713.7)	(3.2)	(245.9)	(101.1)	12.6	(2,122.3)	(6.4)
Share in net income of non-consolidated joint ventures	2.8	12.3	–	–	(10.3)	26.5	31.3	–
Depreciation and amortization	(28.6)	(10.5)	(0.1)	(10.1)	(1.3)	(27.2)	(77.8)	–
Impairment of long-lived tangible assets	–	(0.1)	–	–	–	(0.2)	(0.3)	–
Research and development expense	–	–	–	–	–	(4.2)	(4.2)	–
Interest expense	(9.3)	(0.1)	–	–	–	(13.5)	(22.9)	–
Interest income	1.5	5.4	0.1	–	1.3	22.5	30.8	–
Income before income taxes	194.0	153.7	(5.2)	(10.4)	(15.6)	31.1	347.6	5.9
Income tax (provision) benefit	(148.4)	(38.1)	0.2	(2.6)	(4.9)	(6.1)	(199.9)	–
Net income	45.6	115.6	(5.0)	(13.0)	(20.5)	25.0	147.7	5.9
Segment assets	743.4	291.3	27.1	218.9	99.1	1,041.7	2,421.5	–
Long-lived assets[b]	256.3	122.7	0.3	126.3	49.1	408.5	963.2	–
Investments in and advances to non-consolidated joint ventures	6.4	2.5	–	–	–	89.1	98.0	–
Capital expenditures	45.7	2.8	–	36.1	19.2	142.0	245.8	–

(a) Revenue represents only the external revenues earned by the segments.

(b) Long-lived assets include tangible assets, non-current receivables and investments in and advances to non-consolidated joint ventures.

(c) See Note 3 'Discontinued operations' above.

Vedlegg 4

For the fiscal year ended November 30, 2006

(in millions)	Africa & Mediterranean $	Northern Europe & Canada $	North America & Mexico $	South America $	Asia & Middle East $	Corporate $	Total Continuing Operations $	North America & Mexico Discontinued Operations[c] $
Net operating revenue[a]	1,045.5	827.2	38.0	82.6	129.8	1.1	2,124.2	66.6
Operating expenses	(852.5)	(673.4)	(31.7)	(68.7)	(112.9)	9.5	(1,729.7)	(79.6)
Share in net income of non-consolidated joint ventures	2.5	16.7	–	–	(1.6)	23.7	41.3	–
Depreciation and amortization	(20.0)	(10.1)	(0.6)	(6.5)	(0.7)	(20.7)	(58.6)	–
Impairment of long-lived tangible assets	–	–	–	–	–	(2.1)	(2.1)	–
Research and development expense	–	–	–	–	–	(3.1)	(3.1)	–
Interest expense	(0.5)	(0.1)	(0.1)	–	–	(3.5)	(4.2)	–
Interest income	2.0	1.1	0.2	0.1	0.5	14.9	18.8	–
Income before income taxes	133.9	122.5	2.8	4.5	1.1	29.7	294.5	16.9
Income tax (provision) benefit	(36.3)	(33.1)	–	0.2	(1.0)	(3.4)	(73.6)	(1.1)
Net income	97.6	89.4	2.8	4.7	0.1	26.3	220.9	15.8
Segment assets	598.3	313.0	60.6	144.2	79.4	1,013.7	2,209.2	–
Long-lived assets[b]	246.5	124.2	1.6	115.3	28.0	251.8	767.4	–
Investments in and advances to non-consolidated joint ventures	3.5	6.4	–	–	9.9	48.4	68.2	–
Capital expenditures	67.7	12.7	–	35.6	1.2	76.0	193.2	–

a) Revenue represents only the external revenues earned by the segments.
b) Long-lived assets include tangible assets, non-current receivables and investments in and advances to non-consolidated joint ventures.
c) See Note 3 'Discontinued operations' above.

Vedlegg 5:

For the fiscal year ended 30 November 2005 (in millions)	Africa & Mediterranean $	Northern Europe & Canada $	North America & Mexico $	South America $	Asia & Middle East $	Corporate $	Total continuing operations $	North America & Mexico discontinued operations[c] $
Net operating revenue[a]	714.1	579.0	49.1	50.2	80.7	10.2	1,483.3	222.6
Operating expenses	(592.9)	(486.7)	(48.5)	(44.0)	(71.2)	(1.5)	(1,244.8)	(205.8)
Share in net income of non-consolidated joint ventures	7.0	11.3	–	–	–	8.6	26.9	–
Depreciation and amortisation	(20.2)	(9.1)	(1.2)	(5.8)	(1.6)	(19.0)	(56.9)	(1.7)
Impairment of long-lived tangible assets	(5.6)	–	–	–	–	(1.5)	(7.1)	–
Restructuring credits	1.9	–	–	–	–	–	1.9	–
Research and development expense	–	–	–	–	–	1.7	1.7	–
Interest expense	(2.9)	(1.5)	(0.5)	(0.9)	(0.2)	2.0	(4.0)	(0.3)
Interest income	–	–	–	–	–	3.9	3.9	–
Income (loss) before income taxes	49.4	67.0	(1.8)	(1.9)	2.3	4.3	119.3	33.1
Income tax (provision) benefit	(9.4)	(5.1)	–	(0.4)	(1.4)	3.4	(12.9)	–
Net income (loss)	40.0	61.9	(1.8)	(2.3)	0.9	7.7	106.4	33.1
Segment assets	388.9	271.5	110.2	79.0	50.8	484.1	1,384.5	–
Long-lived assets[b]	195.0	119.1	3.1	58.0	5.7	144.8	525.7	–
Investments in and advances to non-consolidated joint ventures	2.5	2.2	–	–	–	23.1	27.8	–
Capital expenditures	41.7	16.1	–	3.8	0.2	15.5	77.3	4.0

(a) Revenue represents only the external revenues earned by the segments.
(b) Long-lived assets include net tangible assets, non-current receivables and investments in and advances to non-consolidated joint ventures.
(c) See Note 4 'Discontinued Operations' above.

Vedlegg 6

AME	**2005**	**%**	**2006**	**%**	**2007**	**%**	**2008**	**%**	**2009**	**%**	**Gjennomsnitt i %**
Omsetning	77,20		129,80	68	89,20	-31	180,80	103	206,00	14	38
Operasjonelle kostnader	69,60	90	112,20	86	99,80	112	124,00	69	149,60	73	86
Driftsresultat	7,60	10	17,60	14	-10,60	-12	56,80	31	56,40	27	14
Andre kostnader	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0
Andre inntekter	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0
Res fra JV og samarbeidspartner	0,00	0	-1,60	1	-10,30	-12	-15,40	9	9,70	5	3
Normalisert EBITDA	7,60	10	16,00	12	-20,90	-23	41,40	23	66,10	32	11

Vedlegg 7

NEC	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	Gjennomsnitt i %
Omsetning	577,3		827,2	43	907,8	10	843,1	-7	648,8	-23	6
Operasjonelle kostnader	477,6	83	663,3	80	703,2	77	564,5	67	507,1	78	77
Driftsresultat	99,7	17	163,9	20	204,6	23	278,6	33	141,7	22	23
Andre kostnader	0	0	0	0	0,1	0	1,8	0	0	0	0
Andre inntekter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Res fra JV og andre sammarbeidspartnere	11,3	2	16,7	2	12,3	1	3,5	0	0,7	0	1
Normalisert Ebitda	111	19	180,6	22	216,8	24	280,3	33	142,4	22	24

Vedlegg 8

NAMEX	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	Gjennomsnitt
Omsetning	47,00		38,00	-19	3,20	-92	4,40	38	57,80	121	285
Operasjonelle kostnader	47,30	101	31,10	82	3,10	97	-17,20	-391	8,10	14	20
Driftsresultat	-0,30	-1	6,90	18	0,10	3	21,60	491	49,70	86	120
Andre kostnader	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0
Andre inntekter	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0
Res fra JV og samarbeidspartner	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0
Normalisert EBITDA	-0,30	-1	6,90	18	0,10	3	21,60	491	49,70	86	120

Vedlegg 9

SAM	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	Gjennomsnitt i %
Omsetning	50,20		82,60	65	247,90	200	320,10	29	288,80	-10	71
Operasjonelle kostnader	38,20	76	62,20	75	235,80	95	250,00	78	203,30	70	79
Driftsresultat	12,00	24	20,40	25	12,10	5	70,10	22	85,50	30	21
Andre kostnader	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0
Andre inntekter	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0
Res fra JV og samarbeidspartner	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0
Normalisert EBITDA	12,00	24	20,40	25	12,10	5	70,10	22	85,50	30	21

Vedlegg 10

AFMED	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	Gjennomsnitt i %
Omsetning	714,10		1042,60	46	1398,40	34	1175,90	-16	999,70	-15	12
Operasjonelle kostnader	567,10	79	832,50	80	1042,30	75	863,70	73	708,00	71	76
Driftsresultat	147,00	21	210,10	20	356,10	25	312,20	27	291,70	29	24
Andre kostnader	5,60	1	0,00	0	0,00	0	0,00	0	4,80	0	0
Andre inntekter	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0
Res fra JV og samarbeidspartner	7,00	0,98	2,50	0,24	2,80	0,2	-0,30	-0,03	1,90	0,19	0,32
Normalisert EBITDA	148,40	21	212,60	20	358,90	26	311,90	27	288,80	29	24

Vedlegg 11

Selskap	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	Gjennomsnitt i %
Omsetning	10,00		1,10	-89	4,70	327	-1,90	-140	7,70	505	151
Operasjonelle kostnader	17,73	177	31,19	2835	39,74	846	- 6,19	326	37,02	481	933
Driftsresultat	-7,73	-77	-30,09	-2735	-35,04	-746	4,29	-226	-29,32	-381	-832,85
Administrasjonskostnader	119,90	1199	149,40	13582	227,70	4845	252,00	13263	216,70	2814	1835
Andre kostnader	0,40	4	2,10	191	0,20	4	0,00	0	9,80	127	64
Andre inntekter	11,70	117	2,40	218	12,60	268	3,40	-179	0,00	0	85
Resultat fra JV og samarbeidspartner	8,60	86	23,70	2155	26,50	564	75,20	-3958	36,7	477	135
Normalisert EBITDA	-106,93	-1069	-155,49	-14135	-223,8	-4763	-181,50	8900	-219,1	-2846	-2782

Vedlegg 12

AME	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015(T)	
Omsetning	164,80	-20	131,84	-20	131,84	0	131,84	0	131,84	0	105,47	-20
Operasjonelle kostnader	128,54	78	102,84	78	102,84	78	98,88	75	98,88	75	84,38	80
Driftsresultat	36,26	22	29,00	22	29,00	22	32,96	25	32,96	25	21,09	20
Andre kostnader	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
Andre inntekter	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
Andel resultat fra samarbeidspartnere og JV	7,76	5	5,27	4	3,96	3	3,96	3	3,96	3	3,16	3
Normalisert ebitda	44,02	27	34,28	26	32,96	25	36,92	28	36,92	28	24,26	20
Endring arbeidskapital	6,18		1,65		0,00		0,00		0,00		-0,26	
Normalinvesteringer 5%	8,24		-6,59		6,59		6,59		6,59		5,27	
Normalisert kontanstrøm	29,60		26,04		26,37		30,32		30,32		19,25	
Effektiv skatt	7,40		6,51		6,59		7,58		7,58		4,81	
Operasjonell ks e. s	22,20		19,53		19,78		22,74		22,74		14,44	
										T verdi	205,65	

Vedlegg 13

NEC	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015(T)	%
Omsetning	519,04	-20	415,23	-20	373,71	-10	411,08	10	412,28	20	329,82	-20
Operasjonelle kostnader	410,04	79	323,88	78	291,49	78	320,64	78	321,58	78	263,86	80
Driftsresultat	109,00	21	91,35	22	82,22	22	90,44	22	90,70	22	65,96	20
Andre kostnader	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
Andre inntekter	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
Andel resultat fra samarbeidspartnere og JV	5,19	1	8,30	2	7,47	2	9,62	3	12,37	3	3,30	1
Normalisert ebitda	114,19	22	99,66	24	89,69	24	100,06	24	103,07	25	69,26	21
Endring arbeidskapital	19,46		5,19		2,08		0,00		0,01		-0,82	
Normalinvesteringer 5%	25,95		20,76		18,69		20,55		20,61		16,49	
Normalisert kontanstrøm	68,77		73,70		68,93		79,50		82,44		53,60	
Effektiv skatt	17,19		18,43		17,23		19,88		20,61		13,40	
Operasjonell ks e. s	51,58		55,28		51,70		59,63		61,83		40,20	
										T verdi	728,21	

Vedlegg 14

NAMEX	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015(T)	%
Omsetning	5,78	-90	4,62	-20	3,70	-20	3,70	0	3,70	0	3,70	0
Operasjonelle kostnader	5,49	95	4,16	90	3,33	90	3,33	90	3,33	90	2,96	80
Driftsresultat	0,29	5	0,46	10	0,37	10	0,37	10	0,37	10	0,74	20
Andre kostnader	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
Andre inntekter	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
Andel resultat fra samarbeidspartnere og JV	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
Normalisert ebitda	0,29	5	0,46	10	0,37	10	0,37	10	0,37	10	0,74	20
Endring arbeidskapital	7,80		0,06		0,05		0,00		0,00		0,00	
Normalinvesteringer 5%	0,29		0,23		0,19		0,19		0,19		0,18	
Normalisert kontanstrøm	-7,80		0,17		0,14		0,19		0,19		0,55	
Effektiv skatt	-1,95		0,04		0,03		0,05		0,05		0,14	
Operasjonell kontanstrøm etter skatt	-5,85	0	0,13	0	0,10	0	0,14	0	0,14	0	0,42	0
										T verdi	5,93	

Vedlegg 15

SAM	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015(T)	%
Omsetning	317,68	10	349,45	10	401,87	15	482,24	20	530,46	10	424,37	-20
Operasjonelle kostnader	250,97	79	262,09	75	301,40	75	361,68	75	397,85	75	339,50	80
Driftsresultat	66,71	21	87,36	25	100,47	25	120,56	25	132,62	25	84,87	20
Andre kostnader	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	
Andre inntekter	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	
Andel resultat fra samarbeidspartnere og JV	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	
Normalisert EBITDA	66,71	21	87,36	25	100,47	25	120,56	25	132,62	25	84,87	20
Endring arbeidskapital	-4,33		-1,59		-2,62		0,00		0,48		-1,06	
Normalinvesteringer 5%	15,88		17,47		20,09		24,11		26,52		21,22	
Normalisert kontanstrøm	55,16		71,48		82,99		96,45		105,61		64,72	
Effektiv skatt	13,79		17,87		20,75		24,11		26,40		16,18	
Operasjonell kontanstrøm etter skatt	41,37		53,61		62,25		72,34		79,21		48,54	
										T verdi	879,30	

Vedlegg 16

AFMED	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015(N)	%
Omsetning	1149,66	15	1264,62	10	1580,8	25	1976,00	30	2371,20	20	1896,93	-20
Operasjonelle kostnader	816,26	71	859,94	68	1074,9	68	1343,70	68	1612,40	68	1517,54	80
Driftsresultat	333,40	29	404,68	32	505,85	32	632,31	32	758,77	32	379,39	20
Andre kostnader	0,00	0	0,00	0	0	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
Annen inntekt	0,00	0	0,00	0	0	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
Andel resultat fra samarbeidspartnere og JV	3,68	0,32	4,05	0,32	5,0585	0,32	6,32	0,32	7,59	0,32	6,07	0,32
Normalisert EBITDA	337,08	29	408,73	32	510,91	32	638,63	32	766,36	32	385,46	20
Endring arbeidskapital	-22,49		-5,75		-15,808		0,00		3,95		-4,74	
Normalinvesteringer 5%	40,81		43,00		53,746		67,18		80,62		75,88	
Normalisert kontanstrøm	318,76		371,48		472,97		571,45		681,79		314,32	
Effektiv skatt	79,69		92,87		118,24		142,86		170,45		78,58	
Operasjonell kontanstrøm etter skatt	239,07		278,61		354,73		428,59		511,34		235,74	
										T verdi	4270,67	

Vedlegg 17

Selskapsnivå	2010,00	%	2011,00	%	2012,00	%	2013,00	%	2014,00	%	2015(T)	%
Omsetning	2,90		2,90		2,90		2,90		2,90		2,90	
Operasjonelle kostnader	35,00		35,00		35,00		35,00		35,00		35,00	
Driftsresultat	-32,10		-32,10		-32,10		-32,10		-32,10		-32,10	
Administrative kostnader	215,70		216,58		249,19		300,48		344,94		276,03	
Andre kostnader	2,34		2,34		2,34		2,34		2,34		2,34	
Andre inntekter	6,02		6,02		6,02		6,02		6,02		6,02	
Andel resultat fra samarbeidspartnere og JV	36,70		40,37		48,44		58,13		69,76		83,71	
Normalisert EBITDA	-202,74		-199,95		-224,48		-266,09		-298,93		-216,06	
Endrings arbeidskapital	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	
Normalinvesteringer 5%	0,15		0,15		0,15		0,15		0,15		0,15	
Normalisert kontantstrøm	-202,88		-200,10		-224,63		-266,24		-299,08		-216,21	
Effektiv skatt	-50,72		-50,00		-56,16		-66,56		-74,77		-54,05	
Operasjonell kontantstrøm etter skatt	-152,16		-150,07		-168,48		-199,68		-224,31		-162,16	
										T verdi	-2309,92	