

Verdivurdering av Songa Offshore SE

Mads Sunde Løseth og Petter Rusås

Veileder: Professor Cathrine Kleppestø

Masteroppgave i Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

SAMMENDRAG

I denne utredningen har vi foretatt en verdivurdering av Songa Offshore SE basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Verdivurderingen er i hovedsak utarbeidet ved anvendelse av en fundamental verdsettelse.

For å gi leserne en bedre forståelse av Songa Offshore SE og riggbransjen foretas det i første del av utredningen en bransje- og selskapspresentasjon. Deretter gjennomføres det kvalitative og kvantitative analyser med formål å gi innsikt i faktorer og forhold som påvirker selskapet og bransjen. I form av strategiske analyser (kvalitativ) belyses eksterne og interne faktorer som har innvirkning bransjens og selskapets lønnsomhet. Videre gir regnskapsanalysen (kvantitativ) innsikt i selskapets økonomiske posisjon.

Med utgangspunkt i analysene utarbeides det prognoser for selskapets fremtidige kontantstrømmer. For å finne verdien av selskapet neddiskonteres prognosene deretter med beregnet avkastningskrav i henhold til totalkapitalmetoden.

Det eksisterer flere ulike verdsettelsesmetoder og siste del av utredningen er derfor viet plass til verdiberegning ved bruk av alternative metoder. Disse har videre blitt sammenlignet og drøftet.

Presentasjon av relevant teori presenteres i de fleste tilfeller fortløpende for å synliggjøre sammenhengen mellom teori og praksis. Hovedlinjene ved verdsettelsesteori beskrives etter bransje- og selskapspresentasjonen, mens supplerende og detaljert teori presenteres senere i verdivurderingen.

Basert på utredningen anbefaler vi kjøp av Songa Offshore SE da den fundamentale verdsettelsen gir oss et verdiestimat på 9,45 kroner per aksje.

Forord

Som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon (MØA), med finansiell økonomi (FIE) som hovedprofil, er denne utredningen et resultat av vårt selvstendige arbeid ved Norges Handelshøyskole (NHH).

Vi har i utredningen valgt å gjennomføre en verdsettelse av riggselskapet Songa Offshore SE. Valg av tema og selskap skyldes vår interesse for oljebransjen samt muligheten til å anvende kunnskap vi har tilegnet oss fra flere ulike fagområder i forbindelser med studiene ved NHH.

Utredningen har vært en svært lærerik, men også krevende prosess. Songa Offshore SE har den siste tiden vært gjennom en turbulent periode som har medført endringer i selskapet. Dette har gjort verdivurderingen av selskapet utfordrende.

Analyser, prognoser og estimater er utelukkende utarbeidet med utgangspunkt i offentlig informasjon tilgjengelig gjennom ulike kanaler og er referert til i litteraturlisten.

Vi ønsker å takke Cathrine Kleppestø for god oppfølging og veiledning gjennom hele prosessen i forbindelse med utredningen.

Bergen, 19. desember 2012

Petter Rusås

Mads Sunde Løseth

Innhold

INNHold	4
1. INNLEDNING	7
1.1 FORMÅL	7
1.2 STRUKTUR.....	7
2. BRANSJE- OG SELSKAPSPRESENTASJON	9
2.1 BRANSJEN	9
2.1.1 Ulike borerigger.....	9
2.2 SEGMENTER	10
2.2.1 Boreddybde	10
2.2.2 Geografiske områder.....	11
2.2.3 Riggleie	11
2.2.4 Konkurrenter.....	12
2.2.5 Kunder.....	13
2.3 SONGA OFFSHORE SE.....	13
2.3.1 Historie.....	13
2.3.2 Organisasjonsstruktur.....	14
2.3.3 Eierstruktur og kursutvikling	15
2.3.4 Rigger.....	17
2.3.5 Segmentet	18
2.3.6 Kontraktstatus.....	19
3. VERDSETTELSESTEKNIKKER	20
3.1 METODER	20
3.1.1 Fundamental verdsettelse.....	20
3.1.2 Komparativ verdsettelse	21
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	22
3.2 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	23
3.3 RAMMEVERK/FREMDRIFT FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	24
4. STRATEGISK ANALYSE	26

4.1	KARTLEGGING AV MAKROFORHOLD	26
4.1.1	<i>PEST</i>	26
4.2	BRANSJEANALYSE.....	38
4.2.1	<i>Kunders forhandlingsmakt</i>	39
4.2.2	<i>Rivalisering i bransjen</i>	42
4.2.3	<i>Leverandører</i>	46
4.2.4	<i>Substitutter</i>	47
4.2.5	<i>Trusler fra nye aktører (inntrengere)</i>	49
4.3	OPPSUMMERING AV AV BRANSJEANALYSE.....	52
4.3.1	<i>Bransje</i>	52
4.4	INTERN RESSURSBASERT ANALYSE	53
4.4.1	<i>Kartlegging av ressurser</i>	54
5.	REGNSKAPSANALYSE.....	59
5.1	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL	59
5.2	TRAILING	61
5.3	NORMALISERING.....	61
5.3.1	<i>Administrasjonskostnader</i>	62
5.3.2	<i>Annen tap og gevinst</i>	63
5.3.3	<i>Driftsinntekter</i>	63
5.4	MÅLEFEIL	64
5.5	OMGRUPPERING AV BALANSEN	65
5.6	LØNNSOMHETS- OG RISIKOANALYSE.....	67
5.6.1	<i>Lønnsomhetsanalyse</i>	67
5.6.2	<i>Risikoanalyse</i>	72
6.	PROGNOSE.....	82
6.1	BUDSJETHORISONT.....	82
6.2	INNTEKTER.....	83
6.3	KOSTNADER.....	87
6.4	DRIFTSINVESTERINGER	90
6.5	ARBEIDSKAPITAL	93

7.	VERDIVURDERING AV SONGA	95
7.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	95
7.1.1	<i>Avkastningskrav</i>	<i>95</i>
7.1.2	<i>Beregning av fri kontantstrøm.....</i>	<i>105</i>
7.1.3	<i>Terminalverdi.....</i>	<i>106</i>
7.1.4	<i>Verdiberegning.....</i>	<i>107</i>
7.2	MULTIPPELANALYSE.....	109
7.2.1	<i>Pris-fortjeneste</i>	<i>109</i>
7.2.2	<i>Pris-Bok</i>	<i>110</i>
7.2.3	<i>EV/EBITDA.....</i>	<i>110</i>
7.3	SUBSTANSVERDIMETODEN	111
7.4	REALOPSJONER	113
7.5	SENSITIVITETSANALYSE.....	114
7.5.1	<i>Monte Carlo simulering</i>	<i>117</i>
8.	KONKLUSJON	119
8.1	KRITIKK AV METODE OG BEGRENSNINGER	120
9.	LITTERATURLISTE	122
10.	VEDLEGG	128
	VEDLEGG 1: UTNYTTELSESGRADER	128
	VEDLEGG 2: VARIABLER OG FORUTSETNINGER UNDER SENSITIVITETSANALYSE	129

1. Innledning

I dette kapittelet vil vi gi en kort presentasjon av formålet med utredningen og dens struktur.

1.1 Formål

Formålet med utredningen er å gi en verdivurdering av Songa Offshore SE (heretter Songa) basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Da ny relevant informasjon fremkommer kontinuerlig har vi valgt 22. november 2012 som verdsettelsesdato. Dette medfører at alle analyser og beregninger som fremkommer i utredningen er basert på informasjon publisert før nevnte verdsettelsesdato.

Det finnes ulike metoder ved verdsettelse av selskaper. Hvilke som egner seg best varierer med hensyn på selskap og bransje. Vi har valgt å ta utgangspunkt i Finn Kinserdals metode presentert i BUS 425¹ og sentral faglitteratur som har blitt benyttet er *Investment Valuation* av Aswath Damodaran og *Valuation* av Tim Koller, Marc Goedhart og David Wessels som er pensumlitteratur i henholdsvis M&A and Valuation og Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse.

1.2 Struktur

Oppgavens første del består av en bransje- og selskapspresentasjon hvor hensikten er å gi leserne nødvendig innsikt og informasjon i selskaps- og bransjeforhold før videre analyse. I tillegg vil det defineres et bransjeutvalg bestående av 5 selskaper som vil bli benyttet som sammenligningsgrunnlag senere i oppgaven. Videre følger en presentasjon av ulike verdsettelsesteknikker samt drøfting av hvilke metoder vi mener egner seg best.

Verdsettelsesprosessen av Songa gjennomføres i tre steg. Først foretas en strategisk analyse med hensikt i å avdekke eventuelle muligheter og trusler ved bransjen samt evaluere selskapets styrker og svakheter. Deretter gjennomføres det en regnskapsanalyse med utgangspunkt i selskapets historiske regnskaper. Tilslutt utarbeides prognoser basert på analysene. Prognosene neddiskonteres så med et beregnet avkastningskrav for å finne

¹ Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

verdien av Songa. Om ikke annet er spesifisert er presenterte tall denominert i tusen USD (amerikanske dollar).

2. Bransje- og selskapspresentasjon

Vi vil i dette kapitlet presentere bransjen Songa opererer innenfor og gi en presentasjon av selskapet. Dette er for å gi leseren en bedre forståelse for offshore riggmarkedet.

2.1 Bransjen

Songa er et allment aksjeselskap som opererer innenfor riggsektoren. Selskaper i denne bransjen generer sine inntekter fra lete- og serviceoppdrag på vegne av olje- og gasselskaper. Når petroleumsselskaper tildeles letekonjesjoner leies rigger inn for å bore etter olje- og gassforekomster. Riggene kan også benyttes til å klargjøre funn før stasjonære oljeplattformer utplasseres og viderefører bore- og utvinningsprosessen. Hvilke rigger som etterspørres avhenger av klimatiske og geografiske forhold. Dette vil vi gå nærmere inn på i kapittel 2.2.

2.1.1 Ulike borerigger

De fleste rigger i markedet er eid av selskaper som har boring som sin hovedaktivitet og/eller eneste aktivitet. Borerigger er hovedsakelig delt inn i to hovedkategorier: landbaserte og offshore rigger. Songa opererer utelukket i offshore segmentet, og vi vil derfor ikke gå nærmere inn på det landbaserte markedet.

Offshore oljeaktivitet er preget av klimatiske og geografiske forskjeller som fører til ulike krav og egenskaper ved rigger basert på design og borekapasitet. Det eksisterer 3 sentrale riggkategorier hvor boreddybden er den viktigste faktoren som definerer riggens egenskaper.

Jackup rigger

Jackup rigger er mobile selvkjørbare rigger som typisk står på tre ben i havflaten slik at selve riggen er hevet over vann. Når de skal flyttes fra et område til et annet senkes de ned til vannoverflaten slik at de flyter. Den vil deretter bli tauet av et supply-skip til sin nye destinasjon. På grunn av de nedsenkbare benene har denne typen rigger begrensninger som medfører at



de ikke kan operere i vann dypere enn 400 fot.

Halvt nedsenkbare rigger

Halvt nedsenkbare rigger er flytende plattformer som benytter et ballast-system for å heve og senke riggen. Når riggen er plassert over leteområdet fylles riggens skrog med vann slik at plattformen senkes ned i vannet og fører til at den blir svært stabil. Anker/kabler eller datasystemer benyttes så for å holde plattformens posisjon stabil under boring. Dette medfører at riggene kan operere under vanskelige værforhold. Halvt nedsenkbare rigger kan bore på havdybder på opptil 12 000 fot avhengig av riggmodell. Riggene kan variere fra 2. generasjons rigger som er bygd på 1970-tallet til 6. generasjonsrigger som bygges i dag.



Boreskip

Boreskip er fartøy som er konstruert for boring. Skipene kan operere på samme havdybder som halvt nedsenkbare rigger. Forskjellen er at skipene normalt har høyere lastekapasitet og større grad av mobilitet. Dette medfører at skipene egner seg til boring i avsidesliggende områder. Vanskelige værforhold kan derimot by på problemer for boreskipene.



2.2 Segmenter

2.2.1 Boreddybde

Borebransjen kan også inndeles i ulike segmenter basert på forskjellige boreddybder. Man skiller mellom 4 ulike segmenter. I *shallowwater* segmentet hvor boreddybden er inntil 400 fot opererer utelukkende jackup rigger. I *midwater* og *deepwater* segmentet opererer 2. til 6. generasjons halvt nedsenkbare rigger samt boreskip. I disse segmentene varierer boreddybden fra 401 fot til 7500 fot. Innenfor *ultradeepwater* segmentet hvor boreddybden er fra 7501 fot til 12000 fot operer kun 5. og 6. generasjons halvt nedsenkbare rigger og boreskip.

2.2.2 Geografiske områder

I tillegg til boredybder medfører også geografisk lokalisering at bransjen kan inndeles i flere segmenter. Dette skyldes at rigger er svært lite mobile og det kan påløpe store kostnader dersom riggene skal transporteres til nye leteområder. Det vil derfor være nærliggende å skille mellom geografiske områder og hvilke dybder riggene benyttes i.

Vi har valgt å begrense markedet til Nordsjøen, Sørøst-Asia og Mexicogulfen med nærliggende områder. Avgrensningen skyldes at det er i disse geografiske områdene Songas rigger opererer og dermed generer sine inntekter fra. Siden selskapets riggflåte kun består av halvt nedsenkbare rigger vil vi også begrense oss til borerigger som benyttes i midwater, deepwater og ultradeepwater segmentet. På disse dybdene (400-12 000 fot) er det hovedsakelig halvt nedsenkbare rigger og boreskip som kan operere. Jackup rigger vil derfor ikke inngå i vår bransjedefinisjon.

2.2.3 Rigglease

Verdien av et oppdrag gjenspeiles i prisen for å leie en rigg, hvor riggleien skal dekke direkte kostnader, kapitalkostnader og fortjeneste. I tillegg kan det påløpe engangskostnader dersom riggen må oppgraderes før oppdraget kan igangsettes.

$$\text{Rigglease} = \text{Mobiliseringskostnad} + \text{Dagrater} * \text{Antall dager}$$

$$\text{Driftskostnadselement} + \text{Kapitalkostnadselement}$$

Kilde: Olje og energidepartementet (2012).

Mobiliseringskostnadene omhandler transport til oppdragets lokasjon samt eventuelle oppgraderinger av riggen. Denne kostnaden utgjør som oftest en liten del av riggleien. Dagraterne viser hvor mye det koster å leie en rigg i et døgn. Det er disse som er hovedinntektsgrunnlaget til riggselskapene og utgjør det meste av riggleaseprisen når denne skal bestemmes. Dagraterne varierer grunnet endringer mellom tilbud og etterspørsel, men også innad i bransjen avhengig av riggens størrelser og boredybder. Den viktigste faktoren som har innvirkning på dagraterne er oljeprisen. Dette vil vi komme nærmere tilbake til senere.

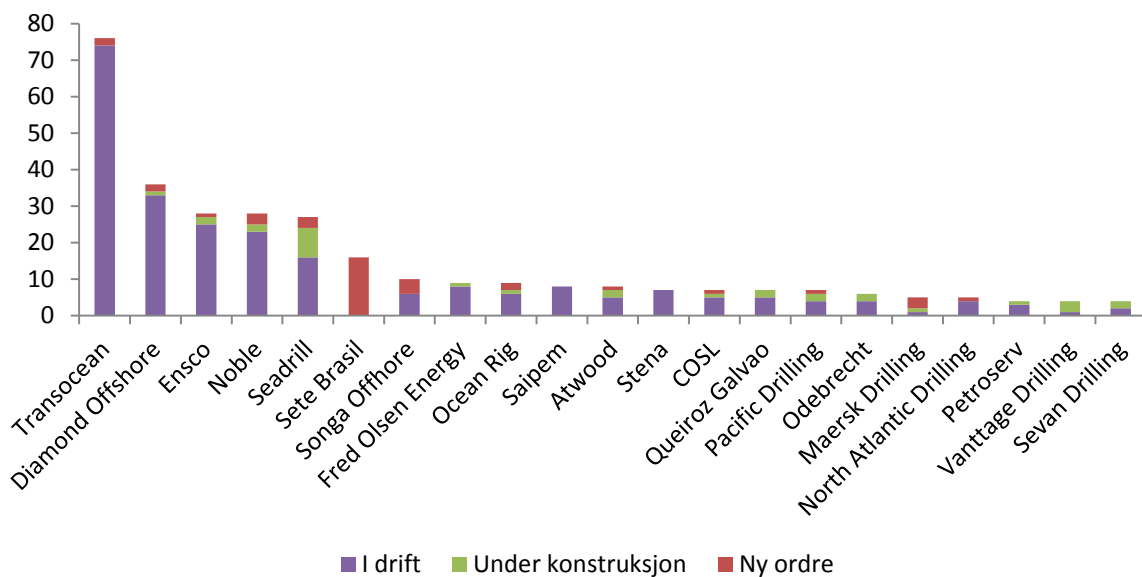
Det er vanlig å skille mellom to typer leiekontrakter; *time charter* og *bareboat charter*. *Time charter* medfører at eieren av riggen sitter med den operasjonelle risikoen (ingen betaling

dersom riggen er ute av drift), mens selskapet som leier riggen sitter med markedsrisikoen siden de betaler en avtalt dagrate uavhengig av utviklingen i markedsforholdene. Blant de operasjonelle kostnadene eieren da står for er lønn, vedlikehold, reparasjoner, forsyninger, smøreolje og forsikring. Dersom *bareboat charter* benyttes leier riggselskapet kun ut riggen. Dette medfører at selskapet som leier dekker alle kostnadene relatert til driften. De besitter dermed både den operasjonelle risikoen og markedsrisikoen (Stopford, 2009). Det vanlige er at dagratene inngås i henhold til *time charter* prinsippet.

2.2.4 Konkurrenter

Ettersom jackup rigger ikke inngår i vår definisjon av bransjen har vi valgt å konsentrere oss om de mest sentrale selskapene innenfor *floaters* segmentet. Dette segmentet omhandler aktører hvor halvt nedsenkbare rigger og boreskip inngår i riggflåten. På verdensbasis operer rundt 290 floaters og i tillegg er flere under konstruksjon (Songa, 2012a). Bransjen består av noen få store og mange små aktører.

Figur 2-1 Oversikt over riggbransjen



Kilde: Songa (2012a)

Figur 2-1 viser oversikten over de største selskapene innenfor floaters segmentet. Med sine 74 rigger er det amerikanske boreselskapet Transocean bransjens største aktør. Sammenlignet er Songa bransjens 7. største selskap dersom man medregner de 4 riggene som er under konstruksjon. Andre sentrale aktører i segmentet er Diamond Offshore, Ensco, Noble og Seadrill. Vi vil videre i oppgaven benytte disse som sammenlignbare selskaper når et bransjennitt skal defineres.

2.2.5 Kunder

Som nevnt i innledningen genererer riggselskapene sine inntekter fra lete- og serviceoppdrag på vegne av olje- og gasselskaper. Historisk har disse selskapenes lete- og produksjonskostnader blitt bestemt på grunnlag av forventninger til fremtidig oljepris. Bransjens kunder er i hovedsak store internasjonale petroleumsselskaper, nasjonale petroleumsselskaper og andre uavhengige selskaper.

2.3 Songa Offshore SE

Songa er et offshore drilling selskap med hovedkontor på Kypros. Det er børsnotert på Oslo Børs (ticker: SONG) og har en markeds kapitalisering² på ca. 1,15 milliarder kroner per 22. November 2012. Songa ble etablert i januar 2005 og kjøpte da sine 2 første rigger. Selskapet har siden den tid vokst gjennom nybygging av rigger samt oppkjøp av annenhåndsrigger. Selskapets flåte består i dag av 6 rigger, og 4 nybygg forventes ferdigstilt i 2014 og 2015.

2.3.1 Historie

Selskapet ble etablert under navnet Songa Offshore AS i januar 2005 og kjøpte som nevnt i den sammenheng sine to første rigger fra det meksikanske selskapet IPC. Riggene ble omdøpt til Songa Venus og Songa Merkur og oppgradert for bruk i Australia. I april samme år ble selskapet børsnotert og endret selskapsform fra AS til ASA. I 3. kvartal 2006 valgte man å flytte driftskontoret til Singapore hvor beslutningen ble begrunnet med at selskapet ønsket mer tilgang og nærhet til riggene som på den tiden gjennomgikk oppgraderinger i Singapore. I september 2008 fusjonerte Songa Offshore ASA og Songa Offshore Cyprus og selskapet endret navn til Songa Offshore SE. Fusjonen medførte at selskapets hovedkontor av strategiske grunner ble flyttet til Limassol på Kypros. Selskapet begrunnet flyttingen med:

- *En mer forutsigbar næringspolitikk med EU.*
- *Et vel ansett register for skip og rigger.*
- *Muligheten for å etablere et hovedkontor hvor både teknisk drift og regnskap/finans er lokalisert på samme sted.*

² Den totale markedsverdien av alle utestående aksjer.

- Mer nærhet til flere av konsernets breenheter både når det gjelder distanse og tidssoner.
- Mulighet for kvartalsvis i stedet for årlige utbytteutdelinger.
- Null kildeskatt på utbytte.

(Songa 2009:5)

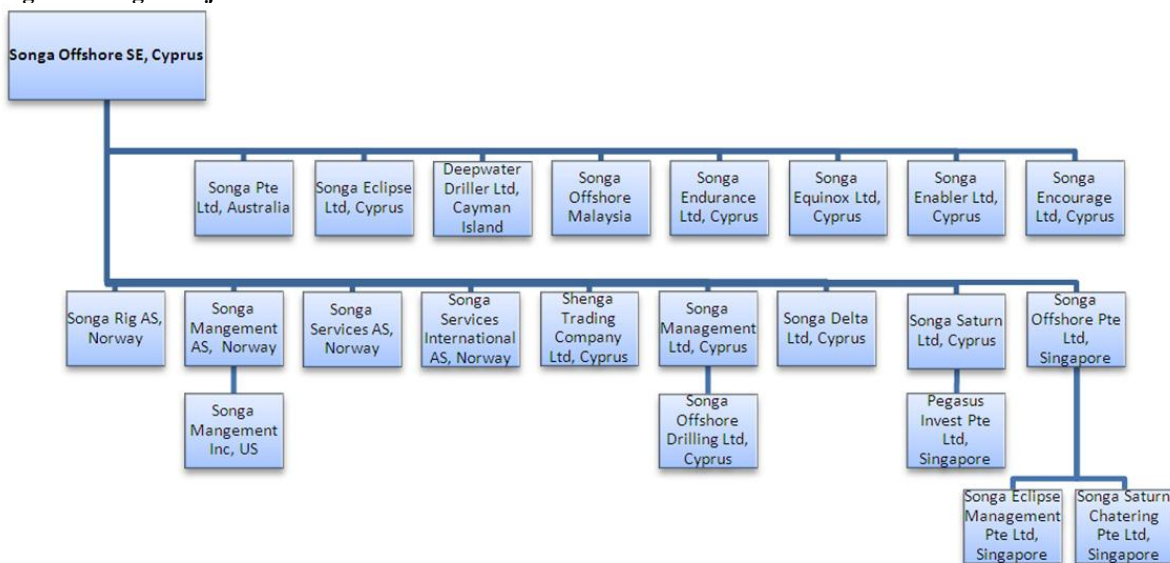
Selskapet har siden oppstarten utvidet virksomheten og flåten teller i dag 6 rigger som opererer i ulike deler av verden. I tillegg bygges det 4 nye rigger på oppdrag fra Statoil (Songa 2011).

2.3.2 Organisasjonsstruktur

Selskapets hovedkontor på Kypros opererer som morselskapet i Songa. Riggene samt andre inntektsgenererende virksomheter er registrert som egne datterselskap og er 100 % eid og kontrollert av morselskapet. Datterselskapenes juridiske tilhørighet avhenger av hvilket land de opererer fra.

Figur 2-2 gir en oversikt over selskapets organisasjonsstruktur. De fleste riggene er registrert på Kypros som egne datterselskap uten ansatte. Dette medfører at ansatte leies inn fra andre datterselskap når riggene er i drift. Flere av selskapene er lokalisert i Norge og har som oppgave å bistå riggene som opererer på norsk sokkel.

Figur 2-2 Organisasjonskart



Kilde: Songa (2012a)

Ledelsen i selskapet består av 3 medlemmer; CEO (chief executive officer), CFO (chief financial officer) og COO (chief operating officer). Selskapet opererer for tiden med en midlertidig CEO etter at Asbjørn Vavik fratredte fra stillingene i oktober 2012. Styreleder Jens Wilhelmsen har tiltredt rollen som midlertidig CEO frem til en ny er på plass. Geir Karlsen og Trond Christensen er henholdsvis CFO og COO. Karlsen har vært tilknyttet selskapet siden 2010 og er bosatt i Oslo, mens Christensen har vært tilknyttet siden 2005 og er bosatt på Kypros.

Figur 2-3: Virksomhet



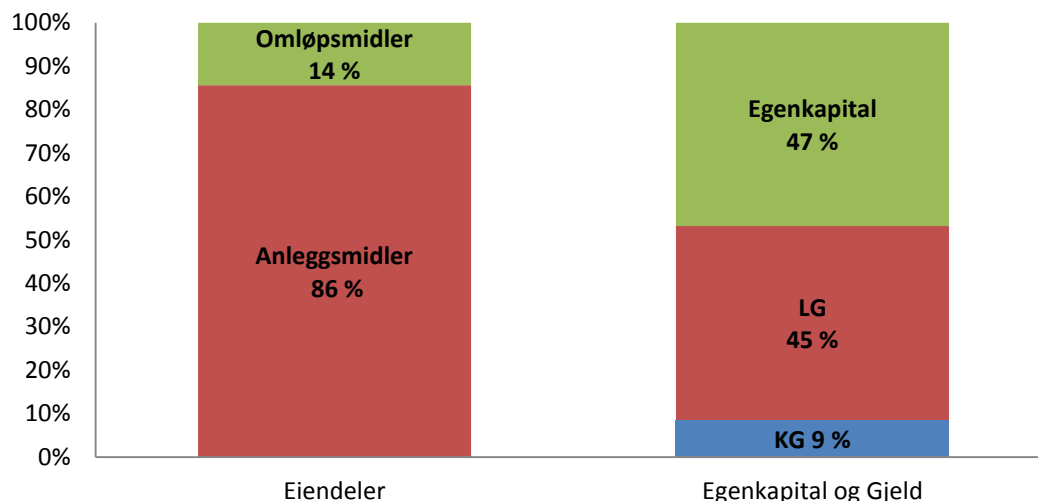
Kilde: Songa (2012a)

Figur 2-3 gir en oversikt over lokaliseringen av selskapets rigger og kontorer, samt hvilke oljeselskaper riggene er under kontrakt med. I oversikten er også selskapets nye rigger inkludert, og disse vil om noen år operere på norsk sokkel. Aktivitetene i Angola vil avvikles i desember 2012 grunnet salg av en av selskapets rigger.

2.3.3 Eierstruktur og kursutvikling

Figur 2-4 gir en oversikt over Songas finansielle struktur presentert i selskapsrapporten for 2. kvartal 2012 og er utarbeidet med utgangspunkt i bokført verdi. Selskapets rigger inngår i anleggsmidler og utgjør den største andelen av selskapets aktiva. Songas langsiktige gjeld er i hovedsak banklån, private lån og obligasjonslån knyttet opp mot riggene. Selskapets bokførte egenkapitalandel var i 2. kvartal 46,8 %.

Figur 2-4: Finansiell struktur



Kilde: Utformet av forfattere basert på årsrapporter

Selskapets to største aksjonærer, Frederik Wilhelm Mohn og Arne Blystad, kontrollerer gjennom investeringselskapene Perestroika AS og Spencer Energy AS henholdsvis 13,44 % og 13,19 % av aksjekapitalen. I tillegg til at Frederik Wilhelm Mohn kontrollerer Perestroika AS er han også administrerende direktør i det familieeide selskapet Frank Mohn A/S. Arne Blystad som er eier av The Blystad Group var grunnleggeren av Songa og har vært aksjonær siden oppstarten. Han har tidligere innehatt stillingen som styreleder, men sitter nå kun som styremedlem i selskapet. Foruten Songa er Arne Blystad medeier i blant annet Songa Chemicals og Songa Shipping and Trading Ltd. Disse selskapene er derimot ikke relatert til Songa og vil derfor ikke bli benyttet i verdsettelsen. Med unntak av overnevnte aksjonærer er flesteparten av de 20 største aksjonærene banker og finansielle institusjoner.

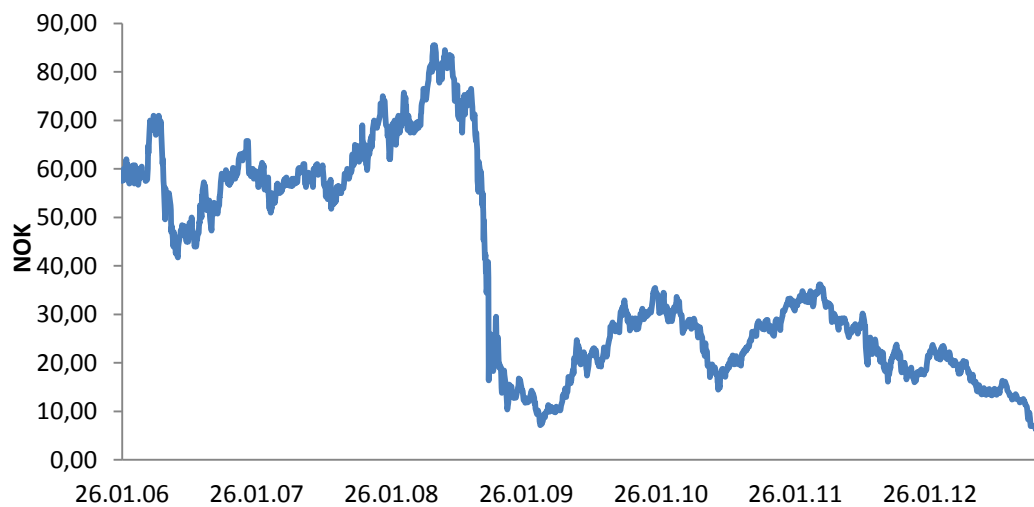
Figur 2-5. 20 Største aksjonærer per 8.10.2012

SONGA OFFSHORE SE				
Number of shares	%	Name	Account type	Citizenship
27 271 415	13.44	PERESTROIKA AS		NOR
26 758 922	13.19	SPENCER ENERGY AS HAAKON VII GATE 1		NOR
10 239 497	5.05	SEB ENSKILDA ASA EGENHANDELSKONTO		NOR
9 919 063	4.89	FRANK MOHN A/S AKSJER		NOR
4 800 000	2.37	FONDSFINANS SPAR		NOR
4 565 065	2.25	VERDIPAPIRFONDET DNB		NOR
4 370 313	2.15	JPMORGAN CHASE BANK SPECIAL TREATY LENDI	NOM	GBR
3 550 000	1.75	VARMA MUTUAL PENSION COMPANY		FIN
2 893 482	1.43	DEUTSCHE BANK AG LON S/A PRIME BROKERAGE	NOM	CYM
2 673 096	1.32	Citibank NA New York S/A DFA-INTL SML CAP	NOM	USA
2 388 174	1.18	SKANDINAVISKE ENSKIL A/C SEC FIN (MANAGED)	NOM	SWE
2 300 000	1.13	SPECIALF KLP ALFA GL		NOR
2 200 000	1.08	MOHN FREDERIK WILHELM		NOR
1 872 433	0.92	KLP AKSJE NORGE VPF		NOR
1 833 500	0.90	SHB STOCKHOLM CLIENT C/O HANDELSBANKEN AS	NOM	SWE
1 782 949	0.88	FIDELITY FUNDS-NORDI		LUX
1 775 598	0.88	STATE STREET BANK AN A/C CLIENT OMNIBUS F	NOM	USA
1 563 613	0.77	EUROCLEAR BANK S.A./ 25% CLIENTS	NOM	BEL
1 493 753	0.74	CGMI PRIME FIN.CLEAR c/o CITIGROUP GLOBAL		USA
1 490 790	0.73	VPF NORDEA KAPITAL C/O JPMORGAN EUROPE		NOR
115 741 663	57,04	20 LARGEST OWNERS		
87 170 881	42,96	OTHER		
202 912 544	100,00	TOTAL		

Kilde: Songa (2012c)

Ut fra figur 2-6 nedenfor ser vi at kursutviklingen i det lange løp har vært negativ for selskapet siden børsnoteringen i januar 2006. Høyeste aksjekurs ble registrert 19. mai 2008, da aksjen ble omsatt for 85,5 NOK. I forbindelse med finanskrisen opplevde selskapet et kraftig fall i kursutviklingen. Grunnet likviditetsproblemer måtte selskapet også gjennomføre en emisjon på 265 millioner kroner i oktober 2008 hvor emisjonskursen ble gitt med en rabatt på 33,5 % i forhold til sluttkursen dagen før (Lunde, 2008). Dette forsterket fallet ytterligere. Siden da har kursutviklingen vært relativt volatil og bunnivået ble nådd 15. november 2012 hvor selskapet ble omsatt for 4,15 NOK per aksje.

Figur 2-6 Kursutvikling



Kilde: Oslo Børs (2012a), Utformet av forfattere

2.3.4 Rigger

De fleste av dagens rigger er 2. og 3. generasjonsrigger og er bygget på 1970- og 1980-tallet. Riggene har derimot blitt oppgradert og modernisert i etterkant. Alle riggene som er operasjonelle er halvt nedsenkbare rigger, og med unntak av Songa Eclipse kan riggene operere i midwater segmentet på dybder mellom 1 200 fot og 2 300 fot.

Riggene som er under konstruksjon skal benyttes på modne felt på norsk sokkel og skal anvendes til boring, komplettering og brønnoverhaling. Det er beregnet at de nye riggene vil utføre arbeidet 20 % mer effektivt enn riggene som nå opererer på norsk sokkel og vil bidra til å redusere utviklingskostnadene på feltene (Statoil, 2011). Det forventes at disse ferdigstilles i 2014-2015. Dette er illustrert i tabell 2-1 under.

Tabell 2-1 Rigger	Modell	Type	Boreddybde	Konstruksjonsår
Songa Eclipse	6G	Halvt nedsenkbar	7 500 fot	2011
Songa Venus	2G	Halvt nedsenkbar	1 500 fot	1975 (05,06)
Songa Merkur	2GSS	Halvt nedsenkbar	1 200 fot	1989 (99,06/07)
Songa Dee	3G	Halvt nedsenkbar	1 800 fot	1984 (04)
Songa Delta	3G	Halvt nedsenkbar	2 300 fot	1980 (96,11)
Songa Trym	2G	Halvt nedsenkbar	1 312 fot	1976 (96,02,05)
Songa Equinox	CAT D	Halvt nedsenkbar	1 640 fot	2014
Songa Endurance	CAT D	Halvt nedsenkbar	1 640 fot	2014
Songa Encourage	CAT D	Halvt nedsenkbar	1 640 fot	2015
Songa Enabler	CAT D	Halvt nedsenkbar	1 640 fot	2015

Kilde: Songa (2012c). Tabell utformet av forfattere

Songa Eclipse ble 15. november 2012 solgt til Seadrill, men inngår i riggflåten grunnet overtagelse først i desember 2012. Den vil derimot ikke bli inkludert videre i verdsettelsen.

Levetiden til halvt nedsenkbare rigger varierer mellom 25 og 40 år og avhenger i stor grad av investeringer i vedlikehold. Dersom riggene oppgraderes kan forventet levetid forlenges betraktelig. Fra tabell 2-1 ser vi at flere av Songas eldre rigger har gjennomgått flere oppgraderinger siden de ble konstruert. Ettersom anskaffelse av nye rigger er svært kostbart velger mange riggselskaper å oppgradere sine eksisterende rigger dersom de fortsatt er attraktive i markedet.

Prisen på riggene varierer med hensyn til modell og egenskaper. Songas nye CAT D rigger som vil operere i midwater segmentet er priset til 565-570 millioner USD, mens Songa Eclipse som opererer i ultradeepwater segmentet nylig ble solgt i annenhåndsmarkedet for 590 millioner USD til Seadrill. (Songa, 2012b)

2.3.5 Segmentet

Grunnet riggflåtens egenskaper opererer selskapet i «floating» segmentet. Foruten rigger benyttes også boreskip i dette segmentet. Boreskip er som tidligere nevnt mer mobile og har større bæreevne enn riggene. Derimot er de mindre stabile enn de halvt nedsenkbare riggene under vanskelige værforhold. Med unntak av Songa Eclipse, som nylig er solgt, medfører riggens egenskaper at de opererer innenfor midwater-segmentet.

2.3.6 Kontraktstatus

Alle riggene i flåten til Songa opererer med kontrakter som er inngått etter *time charter* prinsippet. Selskapet benyttet tidligere også *bareboat*, men gikk bort fra denne type kontrakter i 2010.

Ut fra kontraktoversikten i figur 2-6 under ser vi at Songa Trym, Songa Dee og Songa Delta operer på norsk sokkel med dagrater på 365 000 USD, 340 000 USD og 371 000 USD. Riggene er under kontrakt med Statoil frem til 2015 og 2016 hvor Statoil også har opsjon på videre leie. Songa Eclipse er under kontrakt med Total E&P frem til desember 2013 med en opsjon på ytterligere 3 (3x1) år, men salget av riggen medfører at kontrakten overdras til Seadrill. Songa Venus er under kontrakt med Petronas Malaysia frem til sommeren 2013 og selskapet har valgt å benytte seg av en 1-årig opsjon hvor dagraten er satt til 225 000 USD. Songa Mercur er under kontrakt frem til juni 2013 med det russiske selskapet Zarubezhneft. Riggene benyttes til leting/boring utenfor den kubanske kysten og kontrakten tilsvarer en dagrate på 271 000 USD.

Figur 2-6 Kontraktstatus

Rigg	2012		2013				2014				2015				2016					
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
Venus	225 000 USD																			
Mercur	271 000 USD																			
Dee	340 000 USD														Opsjon					
Trym	365 000 USD												Opsjon							
Delta	371 000 USD														Opsjon					
Equinox									428 000 USD											
Endurance																	428 000 USD			
Encourage																	454 000 USD			
Enabler																	454 000 USD			
Eclipse																				

Kilde: Songa (2012) Utformet av forfattere

De 4 CAT D riggene (Equinox, Endurance, Encourage og Enabler) som vil være operasjonelle i 2014 og 2015 har alle en kontraktperiode på 8 år med en opsjon på 12 (4x3) år. Verdien av kontrakten er henholdsvis 2,5 milliarder USD for riggene som leveres i 2014 og 2,66 milliarder USD for riggene som leveres i 2015. Dette tilsvarer dagrater på 428 000 USD og 455 000 USD.

3. Verdsettelsesteknikker

Det finnes mange forskjellige måter å verdsette et selskap på og vi vil i dette kapitlet beskrive sentrale teknikker. Vi kan i hovedsak gruppere disse inn i tre supplerende alternativer; fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Da disse alternativene er supplerende vil vi i vår verdsettelse av Songa bruke flere metoder for å få et så pålitelig resultat som mulig. Hvilke metoder som er best avhenger av flere forskjellige faktorer som bransje, fase i livssyklus og drift kontra avvikling (Knivsflå, 2011). Det kan være store variasjoner i verdiestimatet avhengig av hvilken verdsettelsesteknikk som brukes. Vi vil i dette kapitlet derfor utforske og beskrive de forskjellige teknikkene for så å presentere valg og rammeverk av den valgte hovedteknikken.

3.1 Metoder

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Denne tilnærmingen har sin forankring i nåverdiregelen der verdien er basert på nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer (DCF³-analyse). De forventede fremtidige kontantstrømmene er igjen basert på en analyse av strategi og regnskap, og med bakgrunn i hvordan dette kommer til å utløpe seg fremover danner man seg et bilde av verdiene i selskapet.

Videre finnes det i hovedsak to metoder å verdsette et selskap innenfor fundamental verdsettelse. Man kan enten verdsette egenkapitalen direkte eller gjennom den såkalte totalkapitalmetoden. Innenfor egenkapitalmetoden finner man verdien av egenkapitalen gjennom å neddiskontere kontantstrøm til egenkapitalen. Denne kontantstrømmen består av det som er gjenstående etter alle kostnader, reinvesteringer, skattekostnader samt rente og avdrag er fratrukket. Kontantstrømmen neddiskonteres så med egenkapitalkostnaden og man finner verdien på egenkapitalen til selskapet. Ved å bruke totalkapitalmetoden finner man kontantstrømmen til totalkapitalen, som er kontantstrømmen før nedbetaling av gjeld, for så å neddiskontere dette med den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC)⁴.

³ Discounted Cash Flow: Neddiskontert kontantstrøm

⁴ Weighted Average Cost of Capital

Deretter trekkes netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra slik at vi sitter igjen med verdien av egenkapitalen. Ved konsistente forutsetninger og rett bruk vil disse metodene gi samme verdiestimat (Kinserdal, 2011). Selv om de skal gi identisk verdiestimat ved riktig bruk påstår Koller et al. (2010) at egenkapitalmetoden er vanskelig å bruke grunnet at det å matche kontantstrømmen til egenkapitalen med riktig egenkapitalkostnad er svært krevende. De anbefaler derfor at totalkapitalmetoden anvendes. Ifølge Damodaran (2002) er fundamentale verdsettelsesmetoder letteste å bruke for selskaper med en positiv kontantstrøm og en viss pålitelighet når det gjelder fremtidige perioder. Siden denne teknikken bygger på historiske data passer den best for selskaper i en moden og stabil livssyklus.

Det finnes også andre metoder enn de to overnevnte. Et alternativ er dividendemodellen som tar utgangspunkt i forventede fremtidige dividendeutbetalinger som neddiskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen egner seg best for verdsettelse av selskaper med stabil kontantstrøm og utbyttepolitikk, eksempelvis for banker og finansinstitusjoner. En annen alternativ metode er superprofittmodellen hvor verdien av selskapet er summen av investert/bokført kapital pluss nåverdi av forventet superprofitt (denne kan være negativ). Etersom modellen benytter investert/bokført kapital egner den seg dårlig for verdsettelse av selskaper hvor store deler av verdiene er immaterielle da superprofitten kan bli svært høy (Kaldestad og Møller, 2011).

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Selv om man ofte refererer til kontantstrømsanalyser når man drøfter verdsettelse er de fleste basert på den komparative verdsettelsesteknikken (Damodaran, 2002). Grunnen til at denne type verdsettelse er så mye brukt er fordi det er en mye enklere og raskere prosess fremfor en kontantstrømsanalyse. Dette er fordi man trenger færre antagelser og det kreves mindre forretningsinnsikt (Damodaran, 2002).

Ved bruk av komparativ verdsettelse basert på multiplikatorer er prisen på aksjen utledet ved å se på prisingen av andre sammenlignbare aksjer i markedet. Dette gjøres eksempelvis ved å se på inntekt, kontantstrøm, bokførte verdier og fortjeneste, for så å sammenligne dette med lignende selskaper i samme bransje. Siden ingen selskaper er helt identiske gjelder det derfor eksplisitt eller implisitt å ta hensyn til kapitalstruktur, vekst og risiko. Dette gjøres ofte ved å bruke et bransjesnitt.

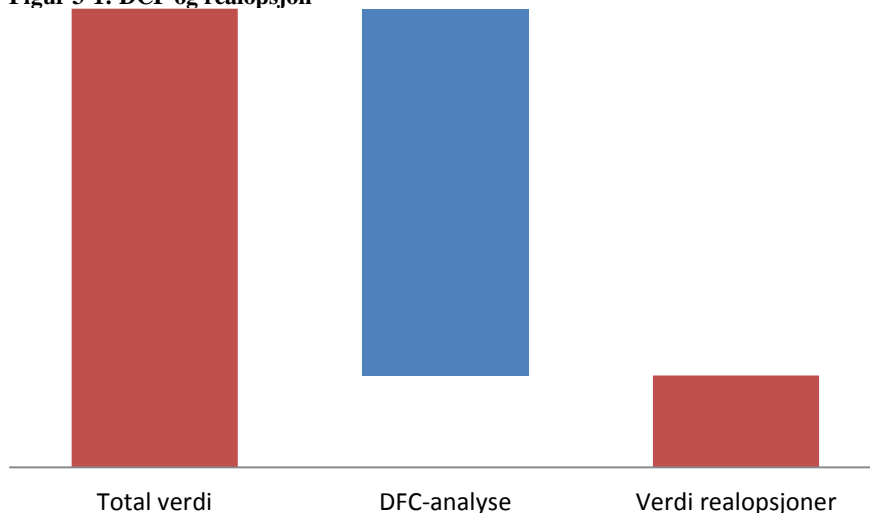
Ved bruk av komparativ verdsettelse basert på substansverdimetoden sammenlignes prising av selskapets eiendeler med tilsvarende eiendeler i markedet. Deretter trekkes gjeld og skatt av solgte eiendeler fra og vi finner markedsverdien av selskapet ved avvikling. Siden denne teknikken sammenligner priser basert på salg av tilsvarende eiendeler i annenhåndsmarkedet, forutsettes det derfor at det eksisterer et annenhåndsmarked hvor det handles med et relativt høyt omløp. Denne metoden kalles også verdjustert egenkapital (VEK). Bransjer hvor substansverdimetoden er mest relevant inkluderer eiendom og shipping/oljeservice da dette for det meste er kapitalintensive bedrifter (Kinserdal, 2011). En ulempe ved bruk av denne metoden er at den ikke identifiserer uomsettelige immaterielle eiendeler av verdi.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjon gir en rett til å kjøpe eller selge et aktivum for en avtalt pris, før eller på et bestemt tidspunkt (Bodie et al., 2008). Da riggbransjen hovedsakelig opererer innenfor realmarkedet, vil «retten» omtales som en realopsjon og aktivumet som en eiendel.

Opsjonsbasert verdsettelse går ut på å finne verdien av selskapet ved hjelp av opsjonsbaserte metoder etablert av blant annet Fischer Black og Myron Scholes i 1972 i form av Black & Scholes modellen. Modellen anses derimot som komplisert, og en enklere og ofte anvendt metode, utviklet av Cox, Ross og Rubinstein, tar i stedet utgangspunkt i en binomisk tilnærming. Modellen benytter et tre med grener hvor hver forgrening representerer forskjellige utfall for verdiutviklingen i ulike perioder for aktivumet (Kaldestad og Møller, 2011). Verdien av opsjonen berignes ved å neddiskontere forventet verdiutvikling for hver periode.

Dersom et selskap har særlig fleksibilitet eller rettigheter skal dette hensynstas i verdsettelsen. Flexibiliteten kan både være finansielt og driftsrelatert, og forekommer dersom man for eksempel har en mulighet til å ekspandere, vente med et prosjekt eller avvike et prosjekt. Ifølge Tvedt (2000) er realopsjonsteori et alternativ ved verdiberegning av selskaper som opererer i volatile markeder da fundamental verdsettelse ikke tar hensyn til verdien av tilpasningsdyktighet og fleksibilitet. Denne typen verdsettelse brukes i hovedsak som et supplement til en fundamental verdsettelse hvor man finner verdien av selskapet ved å legge sammen den fundamentale verdien og nåverdien av den særlige fleksibiliteten som illustrert i figur 3-1 (Kinserdal, 2011).

Figur 3-1: DCF og realopsjon

Kilde: (Kaldestad og Møller, 2011)

Ved DCF-analyse medfører volatilitet og usikkerhet at verdien av selskapet reduseres da økt risiko gir utslag i høyere beta, høyere avkastningskrav og redusert nåverdi av fremtidige kontantstrømmer. Realopsjoner vil derfor bidra til å øke verdien av selskapet siden verdien av opsjonen stiger når volatiliteten øker (Kaldestad og Møller, 2011).

For riggbransjen vil anledningen til å tilknytte seg nye rigger i et trangt marked ses på som en call opsjon og muligheten til å selge rigger som en put (Strandenes, 2012).

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

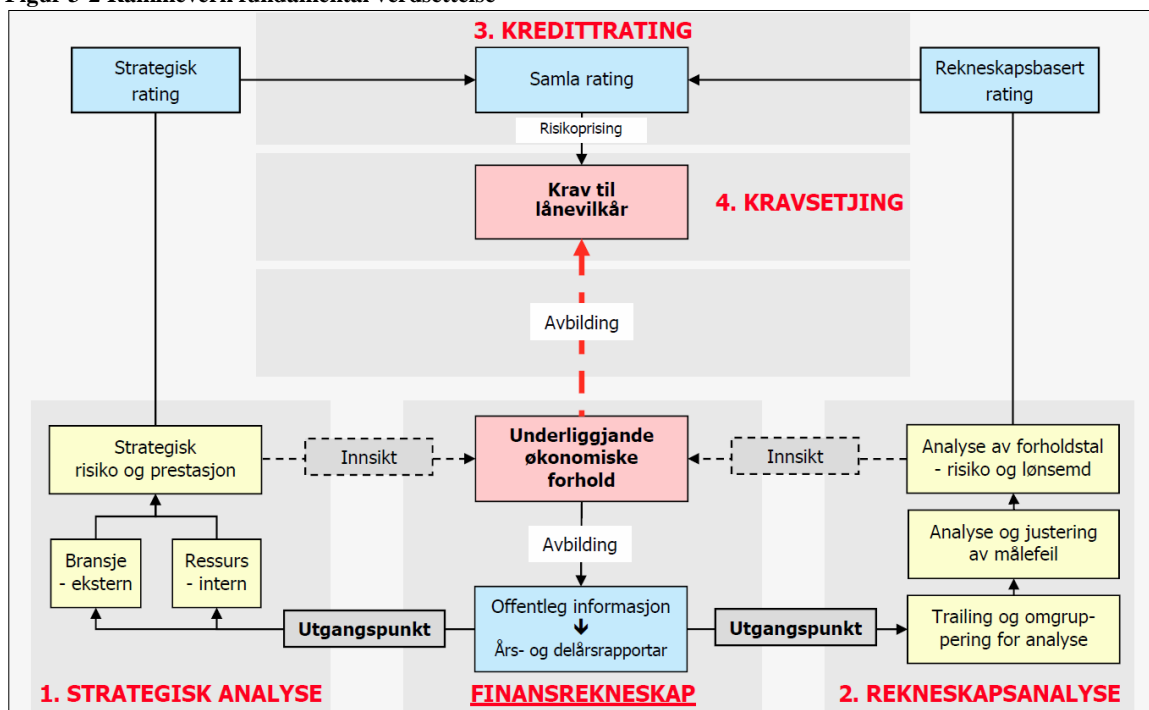
Som forklart er valg av verdsettelsesteknikk avhengig av hvilken bransje, framtidssutsikter og i hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i. Ut fra dette og det grunnlag at de fleste analytikere og investorer er enige i at den mest presise måten å verdsette et selskap på er gjennom en fundamental verdsettelse, vil dette være vår hovedteknikk i verdsettelsen av Songa. Med bakgrunn i tidligere forklaring av fundamental verdsettelse vil vi i denne prosessen benytte oss av en metode på EBITDA-nivå, basert på kontantstrømmene som genereres av selskapets eiendeler for å finne verdien av total kapitalen til selskapet. Vi ser derfor på driftsresultat før avskrivninger, minus forventede normale investeringer til drift og trekker til slutt fra vekst i driftsavhengig arbeidskapital. Da ender vi opp med operasjonell kontantstrøm etter skatt som er en blanding av regnskapstall og cash flow tall. Normalinvesteringsbehovet erstatter avskrivninger, dette «fordi avskrivningstallet systematisk undervurderer investeringsbehovet» (Kinserdal, 2011). Denne metoden er undervist av Finn Kinserdal i Verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse (BUS425) ved NHH. Vi har valgt å

supplere den fundamentale verdsettelsen ved bruk av multipler og substansverdimetoden for å sammenligne og teste vårt resultat med markedet, samt finne et område og referansepunkt hvor vi mener prisen på Songa bør ligge. Substansverdimetoden er mye brukt av analytikere når det gjelder verdsettelse av offshore- og shippingselskaper. Grunnen til det er at annenhåndsmarkedet innenfor offshore, som tidligere nevnt, er veldig effektivt. Det kan derfor argumenteres med at denne metoden bør være vår hovedteknikk, men siden vi mener at det ikke virker rimelig å avvikle Songa vil vi derfor kun bruke det som et supplement.

3.3 Rammeverk/Fremdrift for fundamental verdsettelse

Figur 3-2 viser rammeverket for fundamental verddivurdering. Som man ser av figuren er den første delen av prosessen en strategisk analyse. I den strategiske analysen går vi inn på to deler; interne og eksterne forhold. I den eksterne bransjeorienterte analysen ser vi på forhold som påvirker petroleumsnæringen og riggbransjen hvor Songa tilhører. I den interne delen går vi inn på spesifikke forhold ved Songa gjennom bruk av interne ressursorienterte analyser. Gjennom disse kvalitative analysene skal vi kartlegge den strategiske posisjonen til Songa for å vurdere lønnsomheten til selskapet.

Figur 3-2 Rammeverk fundamental verdsettelse



Kilde: Knivsflå, 2011

Del to i prosessen går ut på å analysere lønnsomheten til Songa ved å analysere historiske regnskaper. Hensikten med dette er å få innsikt i Songas økonomiske situasjon som gir oss et bedre bilde av selskapets lønnsomhet. Regnskapsanalysen er delt inn i tre steg der det første går ut på å omgruppere regnskapet for å få frem forhold som er viktig for regnskapsanalysen. Det neste steget går ut på å gjennomføre analyser og justeringer av målefeil for så å gå over til det siste steget som er å analysere relevante nøkkeltall⁵. I den forbindelse er poenget å få en forståelse for historisk lønnsomhet gjennom tidsserieanalyser, og å finne trender ved Songas utvikling.

I den tredje delen av den fundamentale verdsettelsen skal den strategiske kvalitative analysen ses sammen med den kvantitative analysen for å utarbeide en fremtidsprognose. For at kvaliteten på verdsettelsen skal være så god som mulig er det derfor viktig at det er sammenheng mellom resultatet av analysene som er foretatt og estimatene for prognosen. Dette blir deretter neddiskontert med et relevant avkastningskrav for å finne det fundamentale verdiestimatet. Dette er bedre utdypet senere.

⁵ Et regnskapstall som gir innsikt i underliggende økonomiske forhold

4. Strategisk analyse

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en strategisk analyse. Målet med en slik kvalitativ analyse er å kartlegge selskapets nåværende posisjon, samt at den skal være et viktig verktøy for å kunne predikere en fremtidig utvikling for selskapet. Analysen vil også bidra til å gjøre den påfølgende regnskapsanalysen forankret i virkeligheten (Palepu et al., 2004).

I analysen skiller vi mellom eksterne og interne faktorer som påvirker selskapets lønnsomhet. Mens eksternanalysen vil bidra til å belyse selskapets muligheter og trusler, vil internanalysen fokusere på selskapets styrker og svakheter (Stensaker, 2010).

Songas muligheter vil synliggjøres ved kartlegging av viktige makroforhold som påvirker bransjen, og våre fremtidige forventninger til disse. Trusler identifiseres ved å se på hvilke faktorer som påvirker konkurransesituasjonen innad i bransjen, mens selskapets styrker og svakheter fokuserer på hvilke faktorer som kan bidra til å øke selskapets konkurransefortrinn overfor resten av bransjen (Barney, 2011).

4.1 Kartlegging av makroforhold

Første steg i analysen er å se på hvilke makroforhold som påvirker bransjen og selskapet. Endringer i makroforholdet kan ha innvirkninger på styrkeforholdet i bransjen og dermed også bransjens lønnsomhet.

4.1.1 PEST

Ved å benytte en PEST-analyse vil vi kartlegge de politiske, økonomiske, sosiale/demografiske og teknologiske faktorene som påvirker makroforholdene. Foruten å kartlegge makroforhold som påvirker bransjen er målet at PEST-analysen skal bidra til å gi innsikt i Songas lønnsomhetspotensiale.

Makroøkonomiske forhold

Behovet for energi er avhengig av aktiviteten i den globale økonomien. Som en konsekvens av dette vil derfor etterspørselen av olje avhenge av den globale konjunktursituasjonen, og som tidligere forklart også føre til en endring i etterspørsel etter offshore borretjenester. Det er derfor viktig å analysere den globale konjunkturen for å få en forståelse for riggbransjens

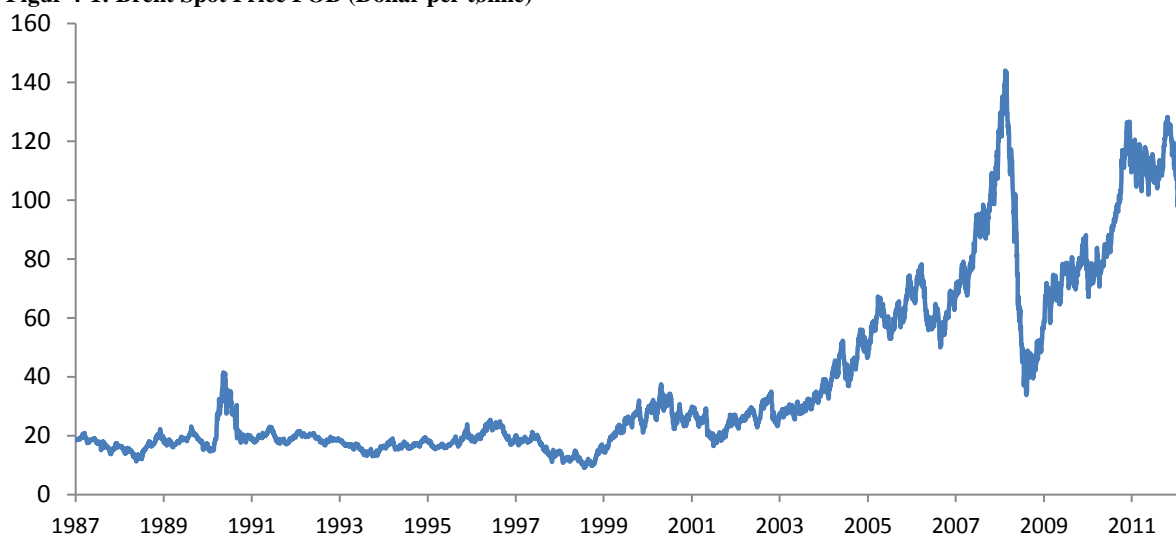
utsikter. Ifølge Jones & Hill (2010) er det fire faktorer som er sentrale når man skal kartlegge de makroøkonomiske forholdene; BNP vekst (vekst i brutto nasjonal produkt), renteutvikling, valutakurser og inflasjon/deflasjon.

Før vi ser på de underliggende makroforholdene ønsker vi å se nærmere på den viktigste økonomiske driveren som påvirker etterspørselen i riggmarkedet.

Oljepris

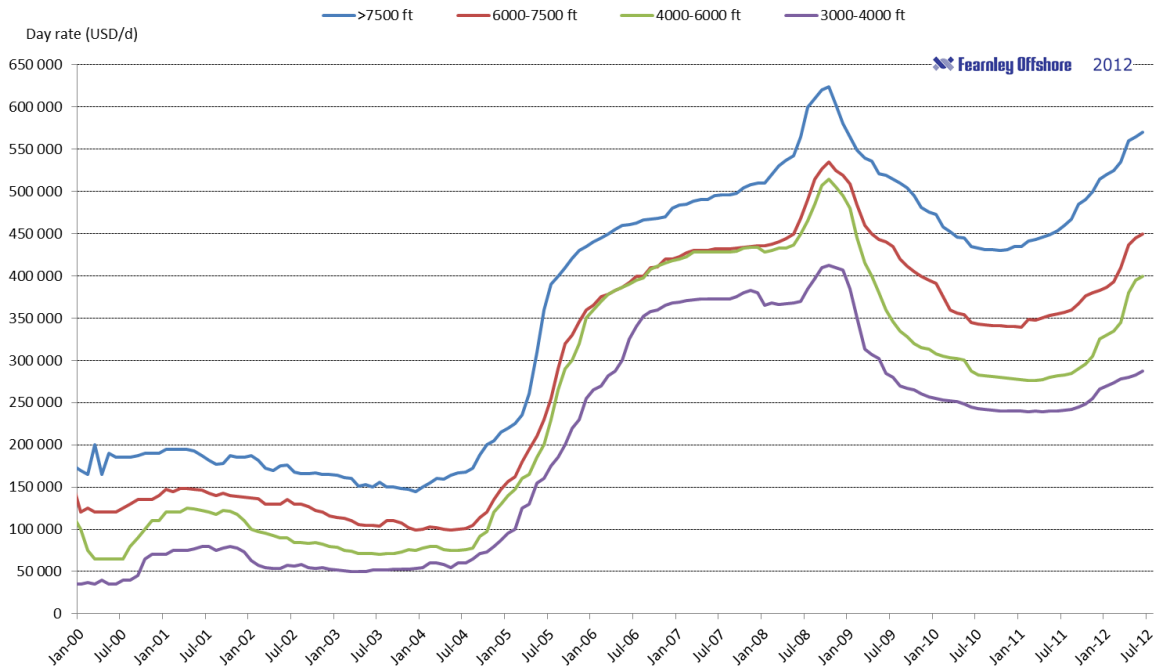
Den viktigste etterspørselsfaktoren i bransjen er oljeprisen, og skyldes at inntektsgrunnlaget til riggselskapene avhenger av petroleumsselskaperes investeringer innenfor lete- og produksjonssegmentet. Dersom de har høye forventninger, det vil si at de forventer stigende oljepriser i fremtiden, øker investeringene. Leteoppdrag som tidligere ikke var lønnsomme igangsettes og resultatet gjenspeiles i økt etterspørsel etter rigger. Oljeprisutviklingen, sett i figur 4-1, fra 2004 til 2008 medførte blant annet at oljeselskapene økte sin lete- og produksjonsaktivitet med mer enn 10 % årlig i samme periode (Songa, 2012a).

Figur 4-1: Brent Spot Price FOB (Dollar per tønne)



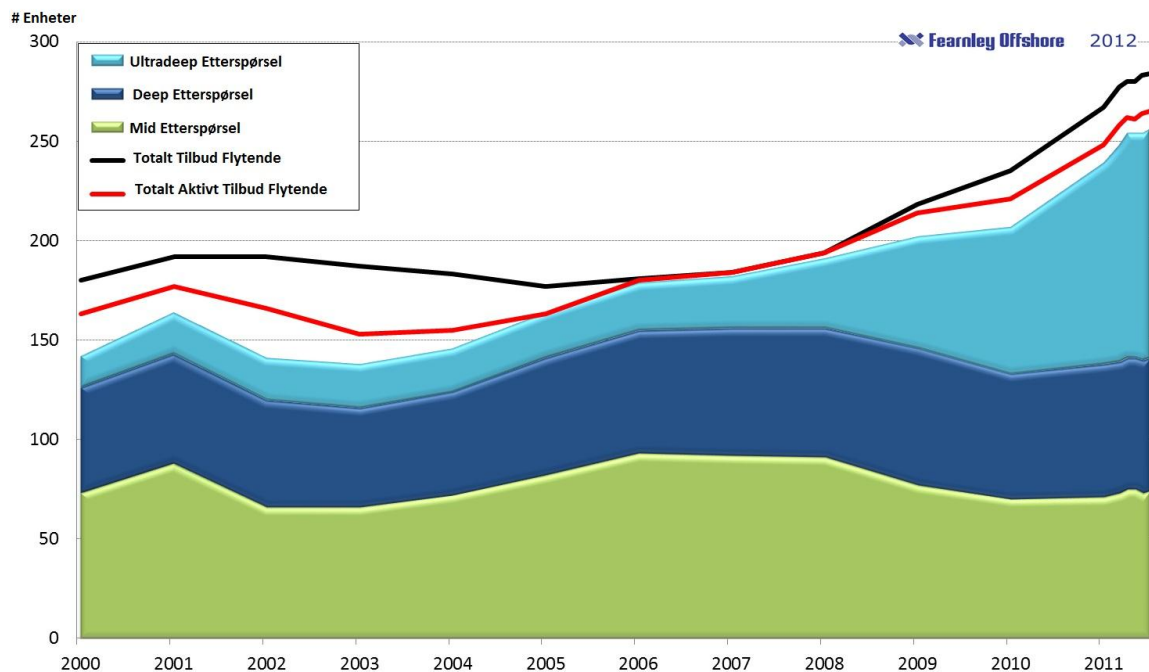
Kilde: Utformet av forfattere basert på data fra US. Energy Information Agency

Figur 4-2 under viser utviklingen i dagrater for ulike segmenter. Sammenligner vi figuren med figur 4-1 ser vi at utviklingen i dagratene i stor grad korrelerer med utviklingen i oljeprisen. En stigende oljepris har gitt økte dagrater i alle dybdesegmenter. Ettersom det inngås riggkontrakter med faste dagrater over en lengre periode ser vi at utviklingen i dagratene «lagger» noe i forhold til oljeprisen.

Figur 4-2: Dagrater i forhold til dybdesegment

Kilde: FOE (2012)

Dersom vi sammenligner figur 4-2 med figur 4-3 under ser vi at en økning i oljeprisen mellom 2004 og 2008 førte til at etterspørselen etter rigger økte og overskuddskapasiteten som eksisterte frem til 2005 forsvant. Den høye oljeprisen de siste 2 årene har gjort det mer lønnsomt å operere i ultradeepwater segmentet. Resultatet ser vi i form av økt etterspørsel etter rigger i dette segmentet.

Figur 4-3: Tilbud og etterspørsel

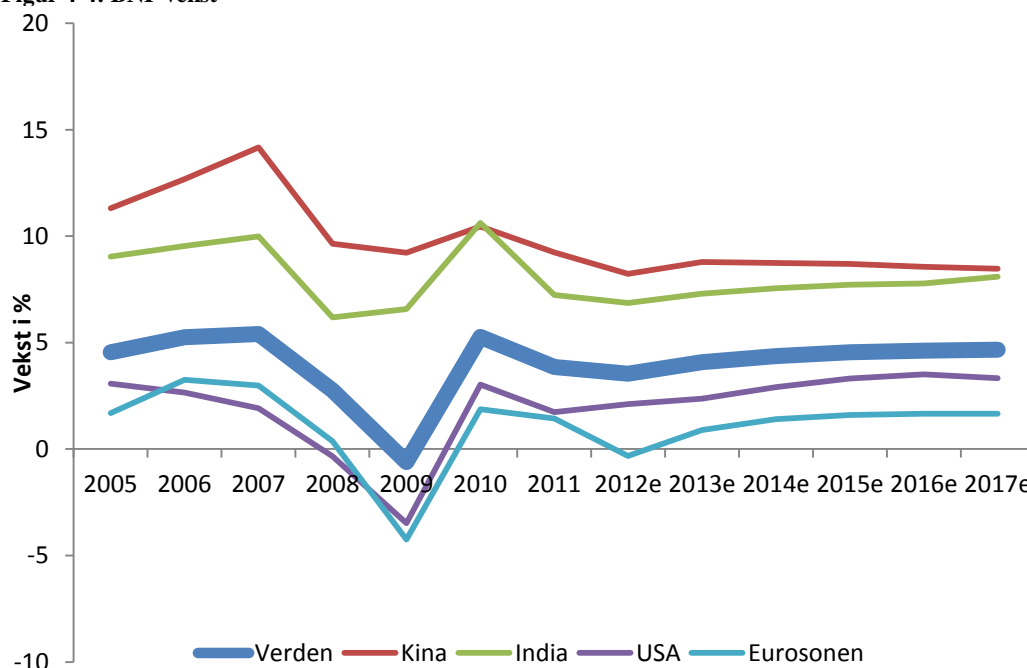
Kilde: FOE (2012)

I konklusjonen av makroanalysen vil vi komme nærmere tilbake til våre forventninger om utviklingen i oljeprisen basert på tilhørende analyse.

Vekst i BNP

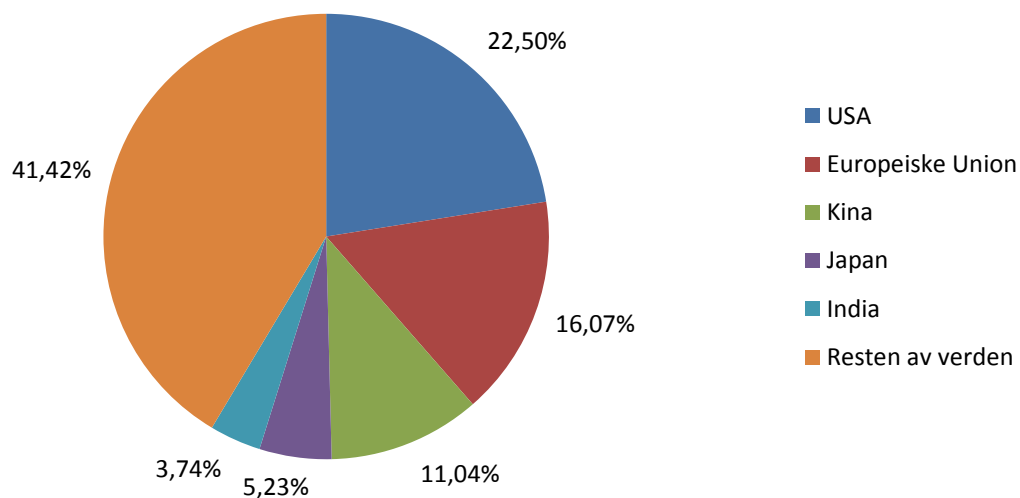
BNP er i følge IMF (International Monetary Fund) en god indikator på aktiviteten i den globale økonomien og gjenspeiler et lands verdiskapning. Forventninger til lavere økonomisk vekst kan medføre et redusert forbruk og dermed også et lavere energiforbruk. I tillegg vil konservative vekstutsikter redusere investeringsviljen blant investorer. IMF (2012) sine prognoser illustrert i figur 4-4 viser at det forventes en årlig vekst fra 2013 på mellom 4 % og 5 % per år som skal vedvare ut deres analyseperiode til 2017. Dersom vi ser på prognosene for avanserte land er estimatene mer forsiktige og det forventes en vekst på mellom 2 % og 3 % for samme periode.

Figur 4-4: BNP vekst



Kilde: Utformet av forfattere basert på prognoser fra IMF

Vi har tidligere beskrevet oljeprisens innvirkning på riggmarkedet, og det vil derfor være naturlig å se på forventet utvikling i BNP i de landene/områdene hvor forbruket av olje er størst. Fra figur 4-5 ser vi at USA er den nasjonen i verden som konsumerer mest olje etterfulgt av EU (Europeiske Union) og Kina.

Figur 4-5: Andel konsum av verdens totalforbruk av olje

Kilde: Utformet av forfattere basert på tall fra CIA (2012)

Som verdens største konsument av olje er BNP-utviklingen i USA en viktig faktor ved kartlegging av de makroøkonomiske forholdene. I tillegg fungerer USA som et finansielt sentrum for verdensøkonomien som medfører at endringer i deres økonomi også kan gi store utslag i resten av verden. Finanskrisen i 2008 er et godt eksempel på integrasjonen i verdensøkonomien hvor vi ut fra figur 4-4 kan lese at krisen resulterte i en negativ BNP-vekst på -0,6 % på verdensbasis og - 3,6 % for i-land. USA har i etterkant av finanskrisen slitt med høy arbeidsledighet og et ustabil prisnivå, og i et forsøk på å bedre situasjonen har den amerikanske sentralbanken bestemt seg for å kjøpe opp boliglånsobligasjoner i håp om å tilføre markedet penger som vil forsterke den økonomiske veksten (Lorentzen, 2012). Prognosene for USA tilsier en stigende årlig vekst fra 2,3 % til 3,3 % for perioden 2013-2017.

Etter USA følger Eurosonen som verdens nest største forbruker av olje. I kjølevannet av finanskrisen i 2008 opplever Europa nå en kredittkrise. PIIGS-landenes (Portugal, Irland, Italia, Spania og Hellas) overforbruk de siste årene har medført økende gjeld og underskudd på handelsbalansen, og landene har måtte søke om kriselån av den europeiske sentralbanken (ECB) for å betale forfallende gjeld (Sparebank1, 2012). Konsekvensene gjenspeiler seg for PIIGS-landene i form av nedgradert kredittrating og høyere lånekostnader. Kriselån medfører også at ECB stiller strengere krav til økt budsjett disiplin og konkrete planer for å nå økonomiske mål (Takla, 2012). Fra IMF forventes det en årlig vekst fra 0,9 % i 2013 opp mot 1,7 % i 2017.

Kina og India er fremvoksende økonomier som de siste årene har opplevd en kraftig vekst i BNP. Vekstutsiktene fremover er derimot avtagende og skyldes både internasjonale og nasjonale forhold (IMF, 2012). Lavere etterspørsel etter varer grunnet den økonomiske situasjonen i USA og Europa, samt større usikkerhet knyttet til investeringer blant internasjonale investorer har resultert i kapitalflukt og svekkende valutakurser, altså mindre kjøpekraft. Nasjonalt har man sett en synkende etterspørsel grunnet kapasitetsbegrensninger samtidig som myndighetene har begynt med politiske innstramminger. IMF forventer derfor en årlig vekst på ca. 8,5 % i Kina og 7-8 % i India fra 2013 til 2017.

I utviklingsland er det forventet en BNP vekst på 5,9 % i 2013. Land i denne kategorien utgjør i dag en liten del av det totale forbruk av olje i verden. Det forventes derimot at den fremtidige BNP veksten vil medføre at etterspørselen etter fossilt brennstoff i utviklingsland vil øke de neste 20 årene.

Dersom vi oppsummerer BNP-utviklingen for de nasjonene med mest innflytelse på bransjen ser vi at flere av landene har fått merke ettervirkningene av finanskrisen. Veksten for verden sett under ett antas å nærme seg 2007-2008 nivået først i 2017. Det er først og fremst i befolkningsrike nasjoner som Kina og India hvor veksten antas å være størst, og vil medføre økt etterspørsel etter olje grunnet høyere levestandard (dette vil bli analysert nærmere senere i analysen). Handelsbanken (2012) skriver i sin konjunkturrapport at de først ser et fall i oljeprisen som sannsynlig dersom kinesisk økonomi stagnerer. På grunnlag av overnevnte forventer vi at BNP-veksten i verden vil ha en positiv effekt på etterspørselen i bransjen på lengre sikt. Likevel er det knyttet usikkerhet til hvor raskt Eurosonen klarer å innhente seg.

Renteutvikling

Når riggselskapene ønsker å tilknytte seg eller bygge nye rigger er ofte deler av investeringskostnadene lånefinansiert. Renten utgjør de finansielle kostnadene knytte til prosjektets lønnsomhet, og dersom investorer forventer en stigende rentekurve i fremtiden vil også dette gjenspeile seg i prosjektet i form av økte lånekostnader. Prosjektets lønnsomhet vil dermed reduseres. I motsetning fører lave renter til at prosjektets lønnsomhet øker, og virker i tillegg stimulerende på økonomien og kan bidra til større investeringsvilje blant investorer. Økt investeringsvilje vil også gjøre det enklere for bransjen å hente inn kapital i fremtiden. Ettersom Songas lånekostnader er denominert i USD og bestemt ut fra LIBOR + margin har vi valgt å ta utgangspunkt i LIBOR-renten (London Inter Bank Offered Rate) som representerer de internasjonale bankenes utlånsrente seg i mellom. Marginen er et

rentepåslag som definerer risikoen knyttet til selskapet og økt risiko gjenspeiles dermed i en høyere margin. Den kortsiktige LIBOR-renten har de siste månedene vært svært lav og sett i sammenheng med forventet utvikling i BNP-vekst forventer vi at LIBOR-renter forblir relativt lave på kort sikt.

Inflasjon/Deflasjon

Inflasjon/deflasjon er et mål på endringer i prisnivået hvor inflasjonen reduserer kjøpekraften for en gitt sum, mens deflasjon øker kjøpekraften. For riggbransjen vil dette ha innvirkninger på lønnsomheten til boreoppdrag siden riggene ofte opererer på lange kontrakter hvor dagratene blir bestemt i forkant av oppdraget. Inflasjon over tid vil derfor redusere verdien av kontrakten. Mange riggselskaper velger å inngå kontrakter som justeres for inflasjonen/deflasjonen i forhold til oppdragsområdet og blir derfor ikke utsatt for eventuelle endringer. For Songa er dette ikke tilfellet og medfører at selskapet er eksponert for endringer i inflasjon/deflasjon. Ettersom inntektene genereres i USD samtidig som store deler av selskapets kostnader påløper i NOK (grunnet stor aktivitet på norsk sokkel) er Songa eksponert mot prisutviklingen i USA og Norge. Norges Bank styrer imot et årlig inflasjonsmål på 2,5 %, mens den amerikanske sentralbanken sikter mot en årlig inflasjon på 2 % (FED, 2012). Grunnet langsiktige kontrakter med Statoil er Songa vesentlig eksponert mot endringer i prisnivået.

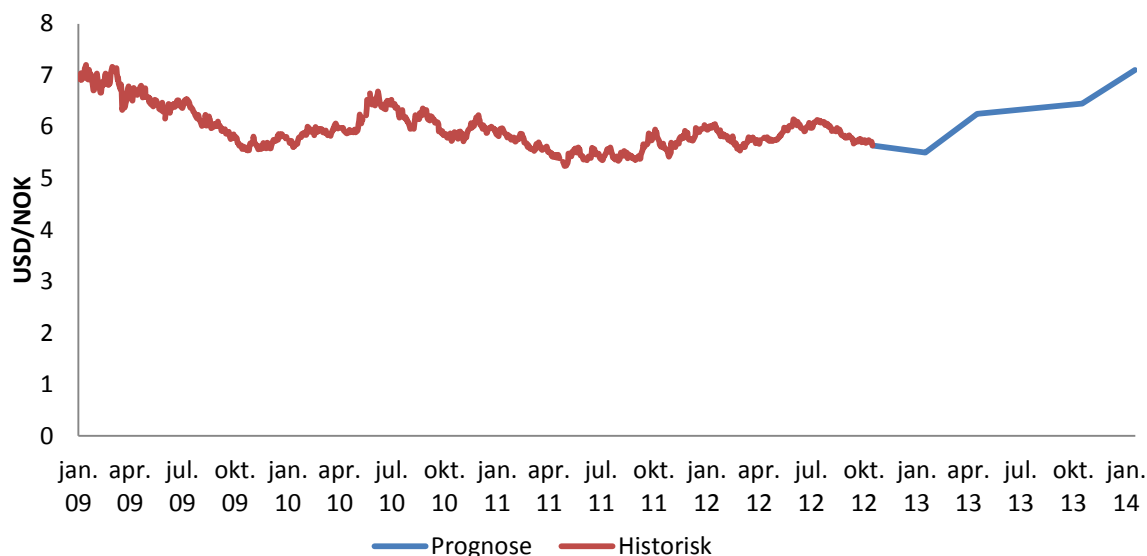
Valutakursutvikling

Valutakursendringer er en viktig faktor for mange entreprenører. De fleste kontrakter blir i dag inngått i USD, men det er også en del kostnader som påløper i lokale valutaer grunnet høy globalisering i bransjen. Når det gjelder nybygg er disse ofte finansiert basert på en forventet kontantstrøm for en signert kontrakt med leietaker. Finansieringen av nybygg og utleiekontrakter er ikke alltid i samme valuta og man kan derfor oppleve valutarisiko ved fluktuasjon mellom valutaene. For å kompensere for dette avtales det ofte om en valutaklausul i kontraktene for å sikre seg mot store variasjoner i valutakurser.

Figur 4-6 viser historisk valutakursutvikling for USD/NOK samt Handelsbankens (2012) forventninger for de neste 24 månedene. En appresiering av USD vil virke positivt på lønnsomheten til Songa de neste årene ettersom inntektene, i form av dagrater, genereres i USD, mens store deler av kostnadene knyttet til riggene som operer på norsk sokkel påløper i NOK. Songa benytter seg derimot også av derivatinstrumenter for å redusere selskapets

inntekter og kostnader mot valutafluksjoner og reduserer dermed deler av risikoen knyttet til valutakursutviklingen.

Figur 4-6: Valutakursutvikling



Kilde: Norges Bank (2012) og Handelsbanken (2012). Figur utformet av forfatterne

Konklusjon: Økonomiske forhold

Vi forventer at BNP-veksten fremover vil ha en positiv effekt på bransjen, men avhenger i stor grad av utviklingen i Kina. Lave renter vil redusere lånekostnadene til Songa og dermed ha en positiv effekt for selskapet. Samtidig skyldes dagens lave rentenivå den økonomiske situasjonen som preger store deler av verden i form av lav økonomisk vekst de siste årene og må derfor ses i sammenheng med BNP-utviklingen. Dersom USD styrkes i forhold til NOK vil valutakursutviklingen ha en positiv effekt for Songa. Vi finner det derimot vanskelig å predikere et godt estimat på lengre sikt. Endringer i prisnivået vil få konsekvenser for Songa dersom det ikke inngås inflasjonsjusterte kontrakter i fremtiden ettersom nåverdien av kontrakter med faste dagrater over mange år vil endres grunnet inflasjon/deflasjon.

Politiske forhold

Ifølge Barney (2011) kan endringer i makroforholdet grunnet politiske faktorer medføre at verdien av selskapets muligheter og ressurser endres. Riggbransjen opererer innenfor et svært internasjonalt marked og innebærer at bransjen ofte står ovenfor ulike politiske utfordringer. Dersom vi ser på den historiske utviklingen i oljeprisen skyldes ofte kortsiktige fluktuasjoner i prisen politiske faktorer som kriger og eksportstopp.

OPEC

OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) ble stiftet i 1960 og består av 12 medlemsnasjoner fra Midtøsten, Afrika og Sør-Amerika. Organisasjonen sitt formål er å sikre stabilitet i oljemarkedet ved å benytte en koordinert og enhetlig oljepolitikk (OPEC, 2012). Det er estimert at over 80 % av verdens oljereserver er lokalisert i OPEC-nasjoner, hvorav 65 % av OPECs reserver finnes i Midtøsten (OPEC, 2012). Den høye andelen medfører at de i stor grad kan kontrollere tilbudet av olje i verden og har dermed en direkte påvirkning på oljeprisen. Ettersom flere av medlemsnasjonene er lokalisert i konfliktfylte områder i Midtøsten kan volatiliteten i oljeprisen påvirkes av politisk uro. Eksempelvis som i 1973 da krigen mellom Egypt, Syria og Israel medførte at OPEC reduserte oljeproduksjonen kraftig og verden opplevde en oljekrise hvor oljeprisen steg markant. Det er nærliggende å tro at vi vil oppleve kortsiktige fluksjoner i oljeprisen også i fremtiden, men at OPEC på lang sikt ønsker en stabilt høy oljepris.

Nye letekonsesjoner i nordområdene

Det har de siste årene i Norge blitt diskutert om man skal tildele oljeselskaper letekonsesjoner i nordområdene (omhandler hele det sirkumpolare arktisk, inkludert Barentsregionene og Barentshavområdet). Regjeringen ønsker at oljevirkksomheten i Barentsregionen videreutvikles ettersom dette vil bidra til lokal og regional verdiskapning i form av nye arbeidsplasser, nye aktører og bedre infrastruktur (Utenriksdepartementet, a). Samtidig påpeker de viktigheten av en «...forsvarlig ressursforvaltning og bærekraftig utvikling...» (Utenriksdepartementet, a), og mange mener at oljevirkksomheten vil medføre negative inngrep i en allerede svært sårbar natur.

Dersom det åpnes for leteoppdrag i nordområdene forventer Pareto (2012a) at etterspørselen etter rigger på norsk sokkel vil være høy i mange år fremover, noe vi også mener er rimelig å anta. Grunnet krevende værforhold stiller norske myndigheter strenge krav til rigger som opererer på norsk sokkel. Dette medfører at det norske markedet skiller seg ut fra resten av verden siden det er relativt få rigger som tilfredsstiller kravene. Dersom det åpnes for boring i nordområdene vil etterspørselen etter denne type rigger øke og vi tror at det vil bli igangsatt flere nye byggeprosjekter. Songa vil de neste årene besitte en riggflåte hvor 7 av 9 rigger allerede tilfredsstiller kravene på norsk sokkel og nye letekonsesjoner i nordområdene vil derfor ha positiv effekt på etterspørselen etter selskapets rigger.

Økt politisk fokus på fornybar energi

Sjefanalytiker i Statoil, Eirik Wærness, forventer at etterspørselen etter olje vil nå sitt toppunkt i 2030 (Sverdrup, 2012). En av faktorene som vil bidra til å redusere etterspørselen er politikernes økte fokus på fornybar energi, og det ventes at andel fossilt brennstoff av totalt energiforbruk vil reduseres fra 80 % i 2008 til 55 % i 2030 (Utenriksdepartementet, 2011b). Klimakonferanser blir jevnlig gjennomført og et av hovedtemaene er hvordan verden kan imøtekomme FNs 2-gradersmål hvor målsetningen er å begrense klimaendringene til 2 grader. Under Cancun-konferansen i 2010 satt man blant annet som målsetning at i-landene skal redusere sine utslipp med 25 – 40 % innen 2020 (Lahn, 2010). Det internasjonale energibyrådet (IEA) påpeker at det er flere ulike tiltak som kan gjennomføres, blant annet fjerning av subsidier på fossil energi. Hvis nødvendige tiltak gjennomføres for å nå 2-gradersmålet forventer IEA en oljepris på 100 USD fatet i 2035 (Bertelsen og Endresen, 2012). Dersom dagens utslippspolitikken vedvarer antas det derimot en oljepris i overkant av 120 USD fatet i 2035.

Konklusjon: Politiske forhold

Vi forventer at de politiske faktorene totalt sett vil virke positivt på etterspørselen i bransjen de neste årene. Det er nærliggende å tro at det også i fremtiden vil oppstå konflikter i Midtøsten som vil medføre vekst i oljeprisen på kort sikt. På lang sikt forventer vi at OPEC vil fortsette å ivareta sine interesser i form av en stabil, høy oljepris. I tillegg vil tildeling av leteaksjoner i nordområdene virke positivt for den delen av bransjen som opererer i dette segmentet (inkludert Songa). Økt fokus på fornybar energi vil derimot redusere etterspørselen etter olje og kan ha en negativ effekt på etterspørselen i bransjen.

Demografiske og sosiale forhold

FN (referert i nærings- og handelsdepartementet, 2011) forventer at verdens befolkning vil øke til rundt 7,7 milliarder i 2020 og 9 milliarder i 2050. Det antas også at størsteparten av veksten vil komme fra utviklingsland. Med tanke på den forventede BNP-veksten i dette segmentet vil kombinasjonen av økt levestandard og befolkningsvekst gi økt etterspørsel etter energi, dermed også olje. Det forventes at antall biler i verden dobles til rundt 1,7 milliarder i 2035, hvor etterspørselen etter transportmidler vil være størst i utviklingsland. International Energy Agency tror at økningen i verdens oljeforbruk de neste tiårene i stor grad skyldes økt etterspørsel etter olje i transportsektoren (IMF, 2011).

Foruten økt politisk fokus ser man også endringer i befolkningens holdninger til fornybar energi. I i-land ønsker flere å benytte seg av miljøvennlige transportmidler, blant annet i form av elbil, og det antas som tidligere nevnt av forbruket av fornybar energi vil øke i fremtiden.

Konklusjons Demografiske- og sosiale forhold:

Vi forventer at de demografiske og sosiale forholdene vil ha en positiv innvirkning bransjen. Økt levestandard og befolkningsvekst vil gi økt etterspørsel etter olje og vi antar at det fortsatt vil ta mange år før «ren energi» fullt ut vil kunne erstatte olje som drivstoff i transportmidler.

Teknologiske forhold

Patenter innen riggmarkedet er hovedsakelig rettet mot riggdesign og riggrelatert utstyr. Oppgangskonjunkturen i riggmarkedet har resultert i økt forskning og utvikling innen dette feltet. Slike patenter er i stor grad utviklet av ingeniørselskaper og boreselskaper og disse er ofte tilgjengelig mot avgift.

Den teknologiske utviklingen i offshore borebransjen fokuserer hovedsakelig på teknologi innen å bore dypere, på dypere vann og doble boreaktiviteter. Sistnevnte betyr at man borer samtidig med to borestrenger⁶ fra en enkelt rigg, og kan føre til besparelser på opptil 40 % (Drilling Contractor, 2001).

Det har den siste tiden vært flere konflikter når det gjelder patenteringen av doble boreaktiviteter. Transocean hevder å ha utviklet teknologien og patentert det i 1996, men har ved flere anledninger blitt rettslig utfordret av de største boreentreprenørene i verden som blant annet Maersk og Seadrill (Takla, 2008). De fleste av disse tvistene har resultert i avtaler om royalty-betalinger til Transocean (fast sum + 5% av fortjeneste i land der disse patentene gjelder). Seadrill vant i 2008 et søksmål fra Transocean angående dette patentet ved bruk i Norge, som har ført til at Transocean ikke har enerett på denne teknologien i Norge (Takla, 2008). I dag er det ingen teknologiske fordeler som gir enkelte riggselskaper et absolutt komparativt fortrinn. Dette er grunnet lover og regler om proprietære reguleringer

⁶ Sammenskrudde borerør som brukes til å overføre borekraft fra rigg til borekronen.

rund omkring i verden varierer, og vi har dermed ingen høy inngangsbarriere knyttet til teknologiske faktorer for å tre inn i dagens offshore riggmarkedet.

I dagens riggmarked er det økt fokus på effektivitet og miljøvennlig boring i form av nullutslipp. Dette gjelder særlig for Nordsjøen, som har strengere regler enn resten av verden (Bjerke, 2004). I dette geografiske segmentet er forskning på teknologi støttet av staten og kan derfor gi aktører et komparativt fortrinn.

Konklusjon: Teknologiske forhold

Grunnet lavere overkapasitet av rigger i dagens marked og høye dagrater fører dette til krav om høyere effektivitet og større kapasitet for enkelte boreprosjekter. Komparative fortrinn kan derfor forekomme i regioner der teknologiske patenter gjelder på grunn av etterspørsel etter rigger med visse typer teknologisk utstyr.

Konklusjon PEST-analyse:

Makroøkonomiske forhold: Det er fortsatt knyttet stor usikkerhet til den økonomiske utviklingen i deler av verden og det forventes at rentene forblir lave i USA og Eurosonen fremover. Usikkerheten kan legge en demper på investeringsviljen hos investorer, men de lave rentene medfører også at det er billigere for riggselskapene å finansiere nye prosjekter. Samtidig forventes det at BNP-veksten i Kina vil bidra til å holde oljeprisen oppe.

Politiske forhold: Det forventes at OPEC også i fremtiden ønsker en relativt høy oljepris. Et ønske om vedvarende høy oljepris samt nye leteområder i nordområdene vil være positive drivere for etterspørselen i riggbransjen. Myndigheter rundt om i verden har foreløpig ikke klart å etterleve kravene for å nå 2-gradersmålet og vi tror store politiske endringer må til for at oljeprisen skal reduseres markant.

Demografiske og sosiale forhold: Det antas at økt fokus på klima vil medføre at alternative energikilder vil bli vurdert i større grad enn tidligere og man vil på lang sikt se at olje erstattes med fornybare energikilder. Samtidig innebærer den forventede BNP- og befolkningsveksten i utviklingsland at etterspørselen etter drivstoff i transportnæringen vil øke.

Teknologiske forhold: Man ser et økt fokus på effektivitet og miljø. Bedre teknologi kan muliggjøre høyere utvinningsgrad i modne felt og medfører nye inntjeningsmuligheter i

bransjen. Mer miljøvennlige rigger åpner for leting i naturområder som tidligere ble ansett som sårbare for inngrep og kan dermed resultere i nye markedssegmenter i bransjen.

På grunnlag av analysen av makroforholdene forventer vi at etterspørselen etter olje forblir høy også i fremtiden. Vi antar at etterspørselen vil ha en positiv effekt på oljeprisen og forventer høy oljepris også de neste årene. Dette vil gi utslag i økt etterspørsel i riggbransjen.

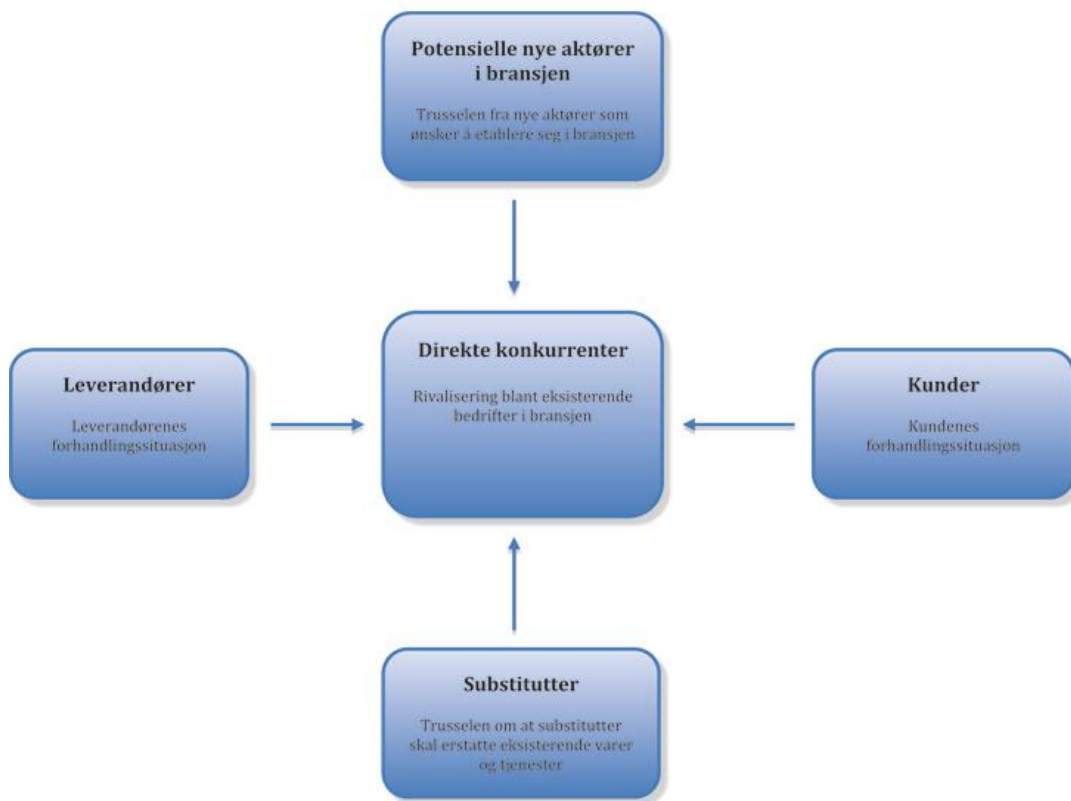
Dersom vi sammenligner med andre analytikere i markedet ser vi at Saltvedt (2012) i Nordea Markets estimerer gjennomsnittlig oljepris for 2013 og 2014 til å være henholdsvis 111 USD og 115 USD fatet og begrunner estimatene med forventninger om høyere økonomisk vekst de neste årene. Pareto (2012b) estimerer oljeprisen til 120 USD fatet for 2013 og 2014, mens DNB Markets (2012) er noe mer pessimistiske i sine estimer og forventer en oljepris på 102 USD og 100 USD i 2014 og 2015. På lengre sikt estimerer de en fallende oljepris ned mot 90 USD fatet i 2020.

Sett i sammenheng med den historiske utviklingen til oljeprisen presentert i figur 4-1, vil en fremtidig oljepris på over 100 USD fatet, med dagens situasjon i riggbransjen, gi grunnlag for høye dagrater og gode inntjeningsmuligheter også i fremtiden.

4.2 Bransjeanalyse

Målet med bransjeanalysen er å kartlegge hvilke trusler i bransjen som selskapet står ovenfor. Ifølge Porter er det 5 krefter som kan påvirke selskapets konkurransefortrinn; inntrengere, substitutter, leverandører, kunder og intern rivalisering (Barney, 2011). Intern rivalisering står i sentrum av rammeverket (analysen) siden den kan bli påvirket av de andre kreftene (Besanko et al., 2004).

Figur 4-7: Porters fem krefter



Kilde: Porter (2008).

4.2.1 Kunders forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt gjenspeiles i prisen og kvaliteten på produktet som selges. Dersom kundene har stor forhandlingsmakt har de mulighet til å presse prisene ned og kostnadene opp (kreve bedre produktkvalitet) og reduserer dermed profitten i bransjen (Jones & Hill, 2010). Ifølge Barney (2011) er det 5 sentrale faktorer som bidrar til å påvirke kundenes forhandlingsmakt. Vi har valgt å fokusere på 4 av dem:

- *Antall kunder i bransjen*
- *Hvor mye produktkostnaden utgjør av kundens total kostnad*
- *Kundens profitt*
- *Trusler fra kunden om vertikal integrasjon*

Antall kunder i bransjen

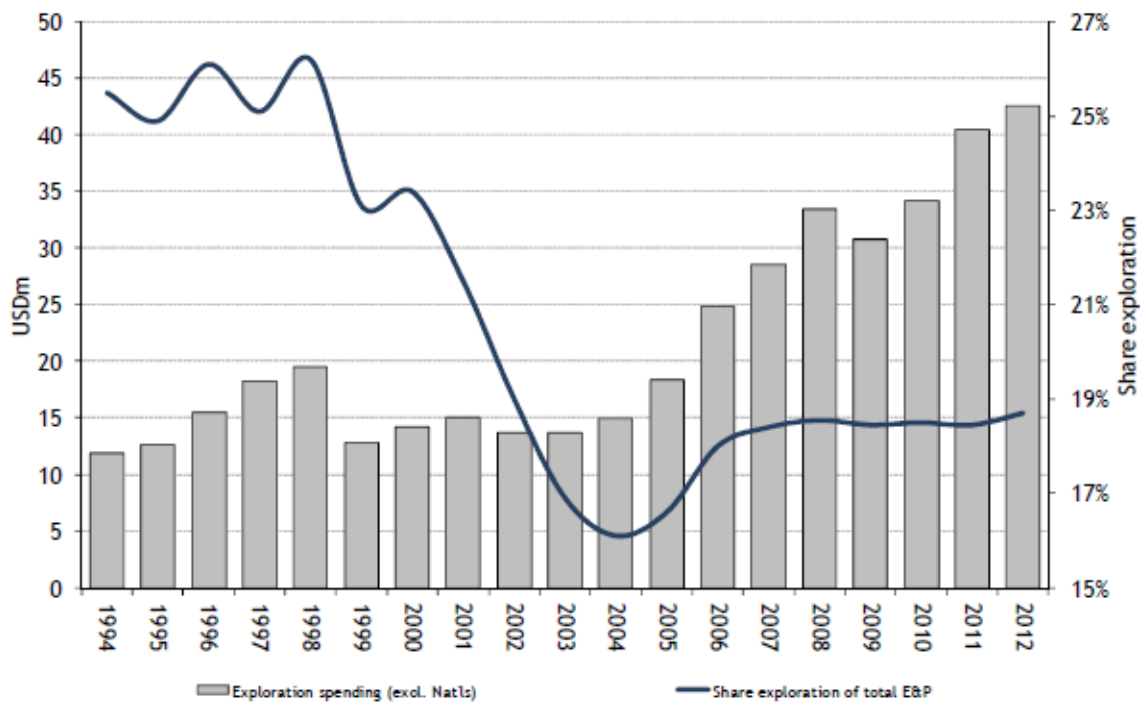
Dersom bransjen består av få kunder reduseres aktørens forhandlingsmakt ettersom de har få alternative inntektsmuligheter (Barney, 2011). I bransjen kan kundene grupperes i 3 kategorier; nasjonale oljeselskaper, internasjonale oljeselskaper og andre uavhengige

oljeselskaper. Antall kunder varierer med segmentene. På norsk sokkel er eksempelvis Statoil den største kunden og er under kontrakt med nær 40 % av riggene som er operative (Offshore.no, 2012). De resterende riggene er i stor grad under kontrakt med mindre oljeselskaper samt noen få store internasjonale oljeselskaper. I Sørøst-Asia preges derimot markedet av mange aktører av samme størrelse.

Produktkostnadens andel av kundens totalkostnad

Kundene utgjør i større grad en trussel dersom produktkostnaden utgjør en stor andel av kundenes totalkostnad (Barney, 2011). For oljeselskapene kan produktkostnadene sammenlignes med letekostnader.

Figur 4-8: E&P kostnader i forhold til totale kostnader



Kilde: Songa (2012a)

Fra figur 4-8 kan man lese oljeselskapenes årlige letekostnader (venstre akse) og hvor stor andel disse utgjør av selskapets totale E&P⁷ kostnad (høyre akse). Utviklingen de siste 7 årene viser at oljeselskapene har økt sine letekostnader samtidig som andel totale E&P har holdt seg stabilt mellom 18 – og 19 %. Kostnadene utgjør derfor en relativt liten andel av

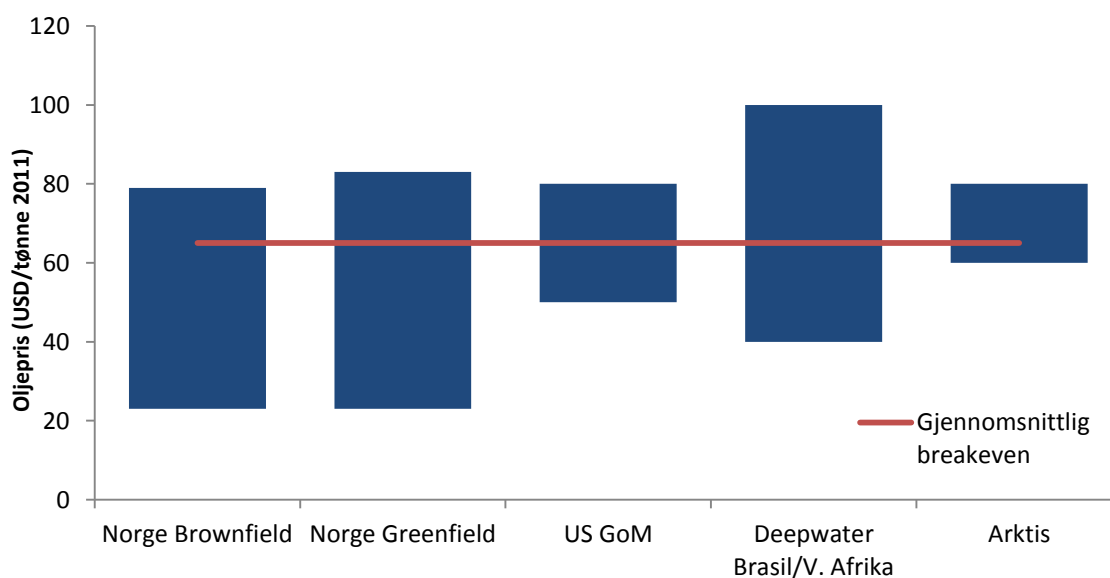
⁷ Exploration & Productions costs (Lete- og produksjonskostnader)

oljeselskapenes lete- og produksjonskostnader. I tillegg er også letekostnadene grunnlaget for fremtidige inntekter og sådan en viktig investering for kundene.

Kundens profitt

Oljeselskapene genererer sine inntekter fra olje- og gassvirksomhet, og selskapenes profitt er dermed svært avhengig av oljeprisen. En lav oljepris vil gjøre kundene mer kostnadsfokuserte og vil innebære at oljeselskapene vil forlange høyere kvalitet til en lavere pris. Følgelig vil dette få konsekvenser for marginene til riggselskapene.

Figur 4-9: Offshore breakeven olje-prisklasse



Kilde: Utformet av forfattere basert på tall fra Pareto (2012b)

Figur 4-9 viser de nasjonale samt de største oljeselskapenes breakeven-priser⁸ for å igangsette nye leteprosjekter innenfor ulike geografiske segmenter. Den gjennomsnittlige breakeven-prisen for 2011 var 65 USD, men ut fra figuren ser vi også at prisen varierer kraftig mellom segmentene. Dersom vår konklusjon fra analysen av makroforhold, om forventninger til en vedvarende høy oljepris innfris, er det lite sannsynlig at kundenes profitt vil reduseres i nærmeste fremtid. Det skal nevnes at mindre oljeselskaper er mer sensitive overfor endringer i oljeprisen, blant annet grunnet dårligere tilgang til finansiering. Men siden disse selskapene utgjør en liten andel av kundegruppen påvirker de ikke etterspørselen i like stor grad som de store kundene.

⁸ Laveste oljepris som gir en positiv netto nåverdi

Trusler fra kunden om vertikal integrasjon

Vertikal integrasjon oppstår når kunden selv velger å operere som en aktør i bransjen (Barney, 2011). Dette kan skje ved oppkjøp av eksisterende riggselskaper eller ved at de etablerer seg som en ny aktør i bransjen. I riggbransjen eksisterer det allerede vertikal integrasjon, hvor blant annet oljeselskapene Shell og Petrobras operer egne rigger (Rigzone, 2012).

I tillegg har Statoil, som tidligere nevnt, utviklet egne rigger tilpasset for deres behov. Hvor det tidligere var Statoil som måtte konkurrere om rigger til høye dagrater ser man nå at rollene er snudd, og det er riggselskapene som nå må konkurrere om rettighetene til å bygge og drifte riggene (Bjerke, 2011).

Konklusjon

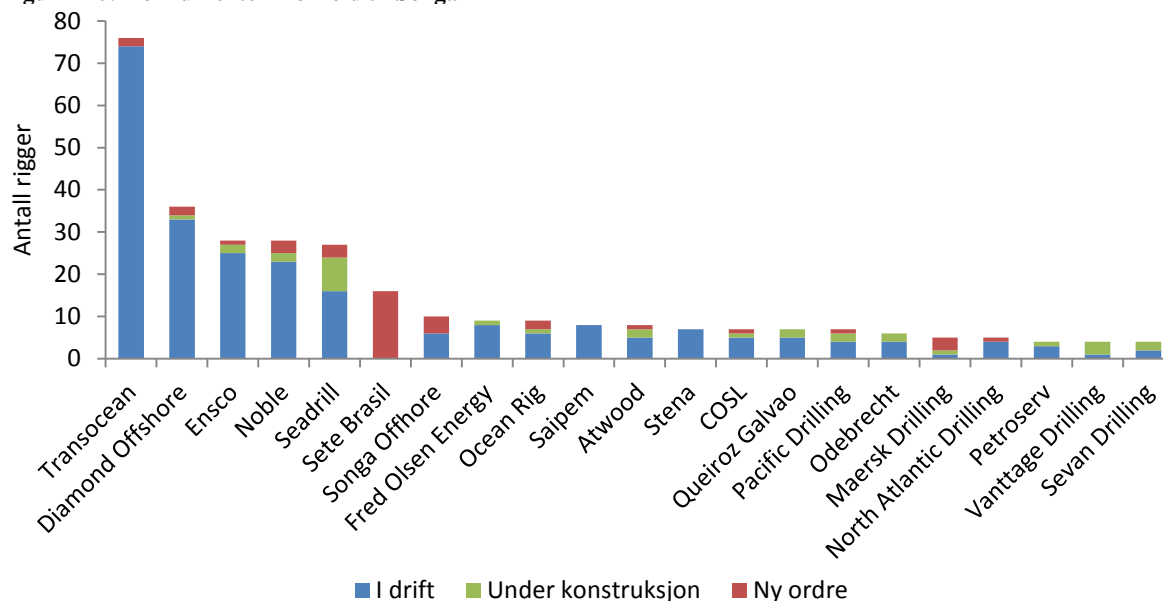
Som eneste kundegruppe i bransjen har oljeselskapene stor forhandlingsmakt. Riggbransjen er helt avhengig av at oljeselskapene fortsetter å investere i lete- og produksjonsvirksomhet. I tillegg har flere av de store oljeselskapene begynt å operere egne rigger og utgjør dermed en direkte trussel for bransjen. Det forventes derimot at oljeprisen fortsetter å være høy, noe som resulterer i at marginene til kundene antas å forbli gode. Dette vil styrke riggselskapenes forhandlingsmakt i fremtiden. Kunden utgjør dermed en middels trussel.

4.2.2 Rivalisering i bransjen

Økt rivalisering medfører at konkurranseintensiteten i bransjen øker, og kan resultere i priskonkurranse, lansering av nye produkter og økt markedsføring (Barney, 2011). Faktorer som er med på å påvirke rivaliseringen i bransjen er; *antall konkurrerende aktører, vekst i bransjen, grad av produktdifferensiering, stor inkrementell økning i produksjon og utgangsbarrierer.*

Antall konkurrerende aktører

Rivaliseringen i bransjen er ofte stor dersom bransjen består av mange aktører av samme størrelse, og kan resultere i økt konkurranse med prisen på produktet/tjenesten som driver (Barney, 2011). Riggbransjen består av 289 floaters hvor 206 av dem er rigger, mens de resterende 83 er boreskip (Pareto, 2012a). Selskapenes riggflåte varierer mye med tanke på størrelse, og bransjen består i stor grad av noen få, store aktører samt mange relativt små.

Figur 4-10: Konkurrenter i forhold til Songa

Kilde: Utformet av forfattere

Figur 4-10 gir en oversikt over de 20 største aktørene i bransjen og viser at Transocean er bransjens største aktør etterfulgt av Diamond Offshore og Ensco. Fordelen til de store selskapene er at de kan forhandle frem flere riggkontrakter samtidig med samme kunde, og medfører at de kan tilby et produkt som differensierer seg fra små aktørene.

Vekst i bransjen

Lav vekst kan medføre at rivaliseringen i bransjen øker ettersom aktører som ønsker å øke omsetningen /markedsandelen er avhengig av å tilegne seg kunder fra eksisterende aktører i bransjen (Barney, 2011). Fremtidig vekst i riggbransjen avhenger som tidligere nevnt av kundenes investeringer i lete- og produksjonsvirksomhet.

Pareto (2012b) forventer at en vekst i oljeselskapenes lete- og produksjonskostnader på 10 % i 2013 og 2014. Det strides om veksten vil være størst innenfor leting eller produksjon/utvinning. Pareto (2012b) forventer et økt fokus på leting og estimerer 12-15 % vekst i letekostnadene, mens Seadrill forventer at fokuset, spesielt innenfor ultradeepwater segmentet, vil endre seg fra leting til utvikling av eksisterende brønner (Becker, 2012). Fokus på eksisterende brønner vil gi økt etterspørsel etter nye og effektive rigger som bedrer marginene og lønnsomheten til oljeselskapene.

Grad av produktdifferensiering

I riggbransjen differensieres riggene på grunnlag av deres egenskaper, og det er vanlig å differensiere dem ut fra boreddybde. De tre sentrale segmentene er midwater, deepwater og

ultradeepwater. Segmentene medfører at man får 3 svært differensierte produktklasser. Innenfor hver klasse er riggene mer homogene, men effektiviteten og lønnsomheten kan variere med alder og modell, og dette gir seg utslag i dagratene. I tillegg kan riggene differensieres ut fra hvilket geografisk segment de operer innenfor.

Tabell 4-1: Flåte	Midwater	Deepwater	Ultradeepwater	Totalt
Kontrakter utgår 2012	4	6	3	13
Kontrakter utgår 2013	32	13	18	63
Kontrakter utgår 2014	17	12	25	54
Kontrakter utgår senere	36	26	73	135
Hot/Warm stacked ⁹	7	1		8
Cold Stacked ¹⁰	12	3		15
Totalt	108	61	119	288

Kilde: Utformet av forfattere basert på tall fra Pareto (2012a)

Tabell 4-1 gir en oversikt over antall rigger som opererer innenfor de ulike segmentene samt kontraktlengde på opererende rigger. Ettersom flere aktører i bransjen opererer under lange kontrakter vil tilbudet av rigger variere kraftig grunnet ulik kontraktstid. Dersom mange rigger innenfor samme bore- og geografiske segment har utgående kontrakter i samme periode kan det oppstå priskonkurransen. Fra tabellen ser vi at det svært mange rigger på utgående kontrakter i midwater segmentet i 2013 i forhold til i 2014, som kan medføre økt rivalisering i deler av bransjen i 2013. For Songa Venus og Songa Merkur, som begge er under kontrakter som utløper i 2013, vil dette medføre økt konkurranse for selskapet. Songas resterende flåte er under kontrakt frem til 2015 og 2016 og vil i mindre grad bli påvirket ettersom de også opererer innenfor et geografisk segment (norsk sokkel) hvor det er svært få rigger med utgående kontrakter de neste årene.

Inkrementell økning i produksjon

Dersom tilbudet av rigger øker kraftig kan det resultere i økt rivalisering innad i bransjen. Riggbransjen er nå inne i en ny «byggesyklus» og det er estimert at til sammen 60 nye rigger er under konstruksjon hvor 33 av dem skal ferdigstilles før 2015 (Pareto, 2012a). Det største tilskuddet av nye rigger vil man oppleve innenfor ultradeepwater segmentet hvor disse vil utgjøre over 40 % av eksisterende flåte. Det forventes at de nye ultradeepwater riggene ikke bare skal imøtekomme den økende etterspørselen, men skal også erstatte eldre rigger som vil

⁹ Rigger tatt midlertidig ut av operasjon slik at man unngår kostnader knyttet til opprettholdelse.

¹⁰ Cold Stacked – En Cold Stacked rigg er tatt ut av markedet for en lengre periode.

forsvinne fra midwater- og deepwatersegmentet de neste årene. Av riggene som bygges har 35 av dem ennå ikke inngått kontrakter med oljeselskaper om lete- og produksjonsoppdrag. Det er nærliggende å anta at rivaliseringen i bransjen vil tilta dersom flere av riggene fortsatt ikke er under kontrakt når ferdigstillelse nærmer seg.

Tabell 4-2: Ordrebok

	Midwater	Deepwater	Ultradeepwater
På kontrakt	6	1	18
Nybygg uten kontrakt levering 2012			
Nybygg uten kontrakt levering 2013		1	9
Nybygg uten kontrakt levering senere	2	2	21
Total Ordrebok Floaters	8	4	48

Kilde: Utformet av forfattere basert på tall fra Pareto (2012a)

Det vil være naturlig å forvente at bransjen vil oppleve varierende etterspørsel også i fremtiden. Historisk sett har perioder med høye dagrater og høy utnyttelsesgrad medført at nye rigger blir bestilt, og har i senere perioder resultert i et tilbudsoverskudd (Songa, 2012a). Det er også svært kostbart å besitte rigger som ikke er under kontrakt, noe som medfører at riggselskapene ikke er villig til å redusere tilbudet av rigger for å stabilisere prisene på et høyt nivå. En eventuell reduksjon i etterspørselen vil dermed medføre fallende dagrater og økt rivalisering i bransjen.

Utgangsbarrierer

Etterspørselen etter rigger i dagens marked gjør at interessen for rigger i annenhåndsmarkedet er stor. Utgangsbarrierene for små riggselskaper med en liten flåte er derfor relativt lave. For selskaper med store flåter vil derimot utgangsbarrierene være større. Rigger er svært kostbare og utgjør i tillegg mesteparten av selskapenes eiendeler. Dersom tilbudet av rigger øker drastisk kan de være vanskelig å få omsatt da det kan være for lite kapital blant kjøperne til å etterspørre tilbudet. Utgangsbarrierene varierer derfor kraftig avhengig av riggselskapenes størrelse.

Konklusjon

Bransjen har opplevd en stor etterspørselsvekst de siste årene og det forventes også at veksten vil fortsette. Grunnet lokalisering i ulike segmenter og forskjellig kvalitet på riggene konkurrerer aktørene også på grunnlag av andre faktorer enn pris. Dette medfører at rivaliseringen i bransjen er relativt lav og vi anser derfor trusselen fra nye aktører på nåværende tidspunkt som lav. Derimot skal det nevnes at det vil bli ferdigstilt mange nye rigger de kommende årene, og for riggselskaper som opererer med en eldre flåte forventer vi

at trusselen fra etablerte aktører vil øke i fremtiden. Riggbransjen har også historisk sett vært er en syklisk bransje og dersom våre forventninger til etterspørselen i bransjen ikke innfris, er det stor sannsynlighet for at konkurranseintensiteten i bransjen øker.

4.2.3 Leverandører

Leverandører betegnes som markedet som kreves for å bygge og operere rigger. Innen offshore riggmarkedet kan dette deles inn i tre deler:

- Verftskapasitet for nybygg og vedlikehold
- Tilbydere av reservedeler og driftsutstyr
- Arbeidskraft

Økningen i etterspørsel etter rigger har ført til en økning i tilbud og etterspørsel etter utstyr og personell. Disse tre utgjør de viktigste faktorene når det gjelder å bygge og operere en borerigg. Mens tilbudet av verftskapasitet og boreutstyr kan være en flaskehals når det gjelder antall rigger som kan bygges i dag, er tilbudet av arbeidskraft avgjørende for entreprenørens operative kapasitet.

Dagens ordrebok (rigger i bestilling) består av mer enn 150 enheter innen jackup og flytende rigger. Hvor 93 er innen jackup og 60 i floater segmentet. Vi vil ikke ta for oss jackup-markedet da Songa ikke opererer her. Innen det flytende segmentet er majoriteten av ordreboken innen ultradeepwater segmentet. Ordreboken har vokst rask de siste 5-6 årene og er full frem til 2014 (Pareto, 2012a), men det er den siste tiden vært færre bestillinger grunnet usikkerhet i den makroøkonomiske situasjonen.

Skipsverftsindustrien domineres i dag av asiatiske verft, og nesten 90 % av riggene innen segmentet ultradeepwater leveres fra 3 verft i Korea. Trenden i boremarkedet viser skifter fra standardiserte jackup rigger til mer spesifikke dypvanns rigger grunnet høyere etterspørsel etter slike fra oljeselskapene, samt nye leteområder. Dette skiftet i etterspørselen fører til mer komplekse byggemetoder og krav til teknologi for skipsverftene og kan derfor forklare grunnen til dominansen hos de asiatiske verftene.

Byggetiden for rigger varier og ligger på rundt 24-28 måneder, og i dagens marked ligger flaskehalsen hos tilbyderne av driftsutstyr og ikke i verftskapasiteten (Pareto, 2012a).

Leveringstiden for komplette borepakker er i dag fra to til tre år, hvor subsea utstyr står for den lengste leveringstiden. Da spesielt for utblåsningssikringer (BOP¹¹) som er ventiler som skal hindre oljebranner og oljesøl. Utstyr og teknologi som blir brukt i offshoreindustrien er svært spesialisert og krever en svært høy kompetanse for å utvikle. Denne kompetansen er utviklet gjennom mange års erfaring og kan ikke lett kopieres. Dette fører til en høyere forhandlingsmakt hos tilbydere av reservedeler og driftsutstyr til offshore borebransjen, og gir dem muligheten til å ta høyere priser for sine produkter og tjenester. Få selskaper har kunnskap og maskiner til å produsere spesialisert boreutstyr og med et marked hvor denne etterspørselen øker fører det også med seg økt forhandlingsmakt hos disse leverandørene.

Når det gjelder arbeidskraft og da hovedsakelig mannskap på rigger har også her opplevd en økt etterspørsel etter dette grunnet den generelle veksten i offshore borebransjen. Dette har ført til en høy lønnsvekst, spesielt i Norge hvor de gjennom fagforeninger har en sterk forhandlingsmakt. Etterspørselen etter fagkunnskap har også økt, noe som igjen gir arbeidsstyrken økt forhandlingsmakt. Statistisk Sentralbyrå (SSB) har i sine rapporter oppgitt at lønnsveksten for ansatte i oljebransjen i Norge fra 2010 til 2011 var 4,6 % (Solberg, 2012). Dette inkluderer derimot også lønnskostnadene til onshore-ansatte. SSB anslår i sine prognoser for 2013, 2014 og 2015 en nominell lønnsvekst på 3,9 %, 4,2 % og 4,3 % for ansatte på fastlandet (SSB, 2012). For offshoreansatte antas det at lønnsveksten vil være noe høyere.

Konklusjon

Ut fra det som er beskrevet over ser vi på forhandlingskraften til leverandører som middels. Til tross for stor aktivitet er ikke nybyggprisene høye grunnet overkapasitet i verftsindustrien. Når det gjelder tilbydere av reservedeler og driftsutstyr samt personell ser vi derimot på deres posisjon som sterkere grunnet knappe ressurser og mangel på substitutter.

4.2.4 Substitutter

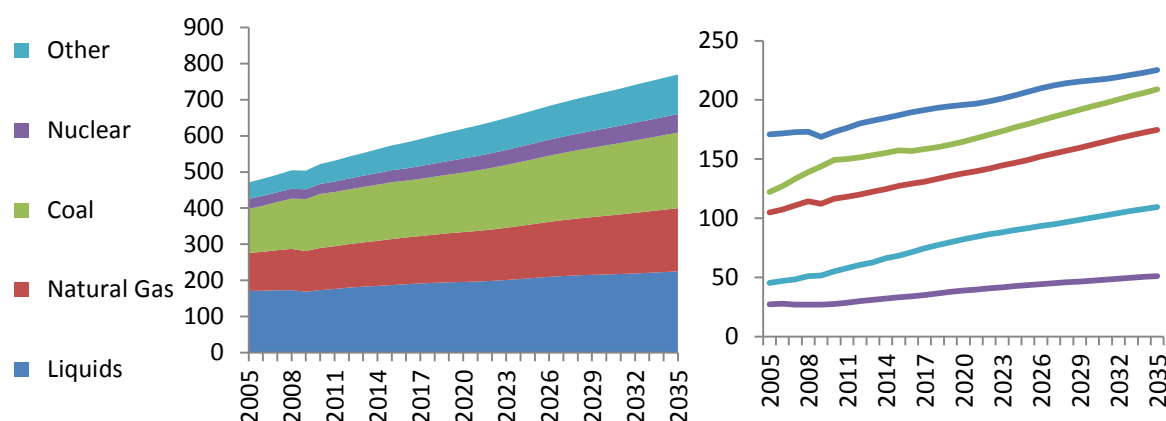
Offshore boreindustrien er kjennetegnet som en høyt spesialisert industri og som næring i seg selv er den ikke truet av substitutter. For olje og gass eksisterer det derimot alternative substitutter. Dersom konsumenter går over til et substitutt for olje og gass vil dette ha en indirekte innvirkning på etterspørselen etter oljerigger da det ikke vil være like lønnsomt å

¹¹ Blow out Preventer

lete etter olje. En oljepris på over 110 dollar fatet og den tidligere høye oljeprisen i 2008 (illustrert i figur 4-1) har ført til økt forskning innen alternative energikilder og utgjør en trussel for etterspørselen etter offshore boretjenester.

Det er flere substitutter til olje og gass som energikilde, men den største målt i konsum er kull. Grafen nedenfor viser det amerikanske energibyråets¹² prognoser for energiforbruk frem til 2035 og er basert på en økonomisk vekst på 3,3 % frem til 2035 med en oljepris på 125 dollar.

Figur 4-11: Energiforbruk i (billiarder BTU¹³)



Kilde: Utformet av forfattere basert på tall fra EIA (2011).

Som det kommer frem av disse grafene er den viktigste kilden til energi olje etterfulgt av kull og gass. Ut fra prognosene ser ikke dette ut til å endre seg i fremtiden.

Konsumenters tilbøyelighet til substitutter

Oljekrisen som fikk oljeprisen til å gå i stige kraftig ved slutten av 70-tallet førte til at forbrukere begynte å tenke på energieffektivitet, og gjennom innovasjon og utvikling har energieffektiviteten økt med 88 % siden 1979 (Ackman, 2004). Som en konsekvens av dette sank etterspørselen etter olje og gass, og oljeprisen falt. Dette påvirket igjen etterspørselen etter borerigger. Siden energi i seg selv bare er en måte å få et produkt til å fungere, har konsumenter ofte en høy tilbøyelighet for å bytte mellom forskjellige energikilder. Det har nå kommet elektriske biler som fullt ut kan erstatte forbrenningsmotorer som drevet av oljerelaterte produkter.

¹² U.S Energy Information Agency (EIA)

¹³ British thermal unit, mål på energi

Dersom konsumenter oppfatter substitutter som like gode eller bedre i forhold til pris vil substitusjonstrusselen øke. Dette kan illustreres i bilindustrien som lenge har vært klar over endringene i energipolitikk og etterspørsel. Som et resultat av dette har industrien begynt å produsere mer energieffektive biler og elektriske biler.

Kunders byttekostnad

Kostnader for å bytte ut olje- og gassrelaterte produkter er vesentlige. For transportmidler som fly og båter kreves det nye motorer eller helt nye kjøretøy, og dagens teknologi gir ikke fullgode substitutter. Dette reduserer trusselen for energirelaterte substitutter betraktelig.

Konklusjon

Trusselen for substitutter for olje og gass har vært til stede lenge, men så langt har det ikke vært nok politisk eller økonomisk vilje i å investere nok penger til at substitutter utgjør en alvorlig trussel mot etterspørselen i bransjen. Dette støttes også av det amerikanske energibyråets prognoser beskrevet tidligere.

4.2.5 Trusler fra nye aktører (inntrengere)

Trusselen fra nye aktører utgjør selskaper som har mulighet til å konkurrere i bransjen dersom de ønsker det. Hvis sannsynlighet er stor for at nye aktører etableres i bransjen er også fare for at lønnsomheten i bransjen reduseres (Jones & Hill, 2010). Ifølge Barney (2011) er det kostnadene forbundet med å etablere seg i bransjen som avgjør graden av trusler fra nye aktører. Dersom kostnaden ved å etablere seg er høyere enn potensiell profitt, vil trusselen fra nye aktører være fraværende. Jones & Hill (2010) påpeker også 5 barrierer som påvirker trusselnivået; *stordriftsfordeler, merkeloyalitet, absolutte kostnadsfordeler, kunders byttekostnad og regulering fra myndighetene.*

Stordriftsfordeler

Stordriftsfordeler oppstår når økt produksjon medfører at enhetskostnadene reduseres, og fordelene kan blant annet skyldes økt forhandlingsmakt overfor leverandører, reduserte markedsførings- og administrasjonskostnader og lavere faste enhetskostnader (Jones & Hill, 2010).

Overfor kundene kan riggselskaper med en stor flåte ha større forhandlingsmakt enn selskaper med en liten flåte. Store riggselskaper har ofte mange rigger som er lokalisert i ulike geografiske segmenter. Når nye boreoppdrag skal forhandles frem med internasjonale

oljeselskaper har dermed de store riggselskapene mulighet til å forhandle frem og sikre seg flere kontrakter i ulike geografiske segmenter samtidig.

Stordriftsfordeler kan også oppstå overfor leverandører i forbindelse med bestilling av nye rigger da de største aktørene i markedet har kapasitet og kapital til å legge inn flere ordre samtidig. Større og lengre kontrakter er ønskelig fra skipsverftenes side og gir dermed riggselskapene et sterkere forhandlingskort overfor leverandørene når vilkårene for kontrakten skal utformes. I tillegg medfører store ordre at kapasiteten hos verftene reduseres og det blir vanskelig for nye aktører å få bygget nye rigger.

Merkelojalitet

Merkelojalitet kan utgjøre en barriere dersom kundene har egne preferanser som medfører at de foretrekker produkter fra etablerte selskaper (Jones & Hill, 2010). I riggbransjen bedømmes kvaliteten på selskapet ut fra riggenes egenskaper og omdømme. Dersom en rigg har hatt tekniske problemer tidligere vil tilliten til selskapet reduseres. Kundene er derfor opptatt av stabile og driftssikre rigger ettersom opphold i oppdrag kan være svært kostbart. Dette medfører at det i stor grad er riggene som avgjør kvaliteten på tjenestene som leveres. Blant annet er nye 5. og 6. generasjonsrigger konstruert for å bore på dypere vann og under mer krevende værforhold. I tillegg er de mer driftssikre og kostnadseffektive enn de eldre riggene. For kundene anser vi derfor lojaliteten til riggene som like viktig som lojaliteten til selskapene, og vi tror derfor nye aktører kan gjøre seg attraktive i markedet dersom deres type rigger raskt oppfattes som stabile og driftssikre.

Samtidig ser man endringer i bransjen hvor kundene designer riggene og har bruksretten, mens riggselskapene får i oppdrag å bygge samt å drifte riggene (Bjerke, 2011). Eksempelvis er Songa sine nye CAT D rigger designet av oppdragsgiveren Statoil. Dette kan medføre at kunde utvikler sterkere preferanser og økt merkeloyalitet.

Absolutte kostnadsfordeler

Absolutte kostnadsfordeler forekommer når en etablert aktør har et lavere kostnadsnivå enn det som er representativt for en ny aktør i bransjen. Ifølge Jones & Hill (2010) er det 3 sentrale faktorer som påvirker absolutte kostnadsfordeler; (1) erfaring innen produksjon og drift, (2) tilgang på begrensede ressurser som arbeidskraft, utstyr og kunnskap og (3) tilgang til billigere finansiering. Dersom absolutte kostnadsfordeler er til stedet vil trusselen fra nye aktører reduseres.

Arbeidskraft og kunnskap kan i noen segmenter gi absolutte kostnadsfordeler for etablerte aktører. Olje- og Energidepartementet (2012) har også uttalt at rekrutteringen av kvalifisert personell ikke klarer å tilfredsstille etterspørselen etter arbeidskraft i riggbransjen. Med tanke på at departementet forventer at antall rigger på norsk sokkel i fremtiden vil øke markant, vil også etterspørselen etter arbeidskraft øke kraftig (olje- og energidepartementet, 2012). Dersom rekrutteringen ikke bedres i nærmeste fremtid er det rimelig å anta at mangel på arbeidskraft og rekruttering vil bidra til å øke inngangsbarrierene.

Kostnadene knyttet til å utvikle, bygge og operere rigger er relativt store og medfører at riggselskapene ofte er avhengig av lånefinansiering ved nye riggekjøp. Finansieringskostnadene er derfor en viktig faktor når lønnsomheten til riggselskapene skal vurderes. Stor usikkerhet knyttet til fremtidige vekstutsikter i økonomien medfører at mange investorer er kritiske til nye selskaper grunnet mangel på erfaring. I tillegg er bankene blitt mer reserverte med tanke på utlån. Etablerte og store aktører som har operert i bransjen over lengre tid blir også oppfattet som mindre risikofylte enn nye aktører (Seadrill, 2012). I tillegg til at lånekostnadene er større, kan det også være vanskelig for nye aktører å hente inn tilstrekkelig med kapital. De velger derfor å anskaffe seg eldre rigger i 2. håndsmarkedet for deretter å oppgradere dem.

Kunders byttekostnad

Kunders byttekostnad er en engangs-kostnad som oppstår når kunden velger å skifte aktør i markedet (Barney, 2011). Store byttekostnader vil fungere som en barriere mot nye aktører ettersom kundene vil være mindre villig til å bytte aktør. Byttekostnadene i riggbransjen er relativt lave dersom man sammenligner med andre kostnader i bransjen og reduserer dermed ikke trusselen fra nye aktører. Verdien av et boreoppdrag gjenspeiler seg i dagratene som i stor grad varierer ut fra riggtype og geografisk segment, ikke ut fra hvilken aktør som utfører oppdraget. I tillegg opererer mange av riggene under lange kontrakter, som medfører at det varierer når selskapene har rigger tilgjengelig for oppdrag. Riggernes lave grad av mobilitet medfører også at kostnadene knyttet til å forflytte en rigg til et nytt geografisk område kan være mer kostbart enn å bytte aktør.

Regulering fra myndighetene

Regulatoriske forhold spiller en viktig rolle i riggbransjen og kan medføre restriksjoner for riggselskapene. Det er naturlig å skille mellom hvilke krav som stilles til riggene og hvilke krav som stilles til selskapet.

Regulering fra myndigheten ser man spesielt på norsk sokkel hvor det stilles strengere krav til sikkerhet, arbeidsmiljø og ytre miljø enn i andre globale segmenter (Olje- og Energidepartementet, 2012). Rigger som skal operere på norsk sokkel må ofte oppgraderes for å tilfredsstille myndighetenes krav, og utvinningsutvalget¹⁴ estimerte blant annet i 2010 oppgraderingskostnadene for en rigg til ca. 200 millioner kroner (Olje- og Energidepartementet, 2012).

For å sikre vekst i økonomien pålegger også mange nasjoner at det benyttes lokal arbeidskraft. På norsk sokkels kreves det blant annet krav til norskkunnskaper, noe som innebærer at tilgangen på kvalifisert arbeidskraft reduseres kraftig (Olje- og Energidepartementet, 2012).

Konklusjon

På grunnlag av overnevnte anser vi trusselen fra nye aktører til middels. Stordriftsfordeler og absolutte kostnadsfordeler forsterker inngangsbarrierene og reduserer trusselen, men sett i sammenheng med analysen av makroforholdene er det nærliggende å tro at stor etterspørsel også i fremtiden vil medføre at nye aktører ønsker å etablere seg.

4.3 Oppsummering av av bransjeanalyse

4.3.1 Bransje

Fra analysen ser vi at ingen av kreftene utgjør en stor trussel for bransjen. Riggbransjen er for tiden i oppgangskonjunktur som medfører at graden av trussel fra kunder og andre aktører i bransjen reduseres. Samtidig øker trusselen fra leverandører grunnet knappe ressurser som arbeidskraft og tilgang på utstyr da det kan forventes at lønns- og materialkostnadene vil øke. Dette kan igjen føre til redusert lønnsomhet i bransjen. Trusselen for substitutter og nye aktører forventes å bli forsterket på lengre sikt grunnet nye innovasjoner og ny teknologi samt forventinger om en høy oljepris. Derimot utgjør disse for tiden ingen alvorlig trussel mot oljeprisen, og dermed heller ikke mot etterspørselen i bransjen.

¹⁴ Nedsatt av Olje- og Energidepartementet for å utrede tiltak for å øke utvinningen på eksisterende felt på norsk sokkel.

Sett i sammenheng med analysen av makroforholdene konkluderer vi med at de eksterne forholdene gir grunnlag økt lønnsomhet i bransjen i fremtiden.

4.4 Intern ressursbasert analyse

Mens vi i eksternanalysen belyste selskapets muligheter og trusler, vil vi i internanalysen fokusere på hvilke styrker og svakheter selskapet besitter. Målet for analysen er å kartlegge hvilke ressurser og kapabiliteter som er og vil være verdiskapende for selskapet, og som vil bidra til en strategisk fordel i form av et konkurransefortrinn overfor resten av bransjen. Ressurser er noe selskapet besitter og kan muliggjøre verdiskaping for kunden, mens kapabiliteter omhandler selskapets evne til å koordinere, organisere og bruke ressursene (Stensaker, 2010). Det eksisterer også flere forskjellige typer ressurser og det er vanlig å skille mellom materielle (fysiske og finansielle) og immaterielle ressurser (organisatoriske, relasjonsbaserte og kompetansebaserte).

For å kunne kartlegge hvilke ressurser som kan bidra til å skape et konkurransefortrinn vil vi ta utgangspunkt i 4 sentrale kategorier; finansiell kapital, fysisk kapital, menneskelig kapital og organisatorisk kapital (Barney, 2011).

- Finansiell kapital: Omhandler selskapets finansielle situasjon, tilgang til finansiering og kapital, balanse og tilbakeholdt overskudd.

- Fysisk kapital: Omhandler blant annet teknologi, fabrikker, utstyr, geografisk lokalisering og tilgang til råmateriale som selskapet rår over.

- Menneskelig kapital: Omhandler kunnskap og erfaring knyttet til de ansatte i selskapet.

- Organisatorisk kapital: Omhandler selskapets organisatoriske struktur, kultur og rykte.

Etter at vi har identifisert ressursene vil vi anvende en SVIMA-analyse for å kartlegge om ressursene bidrar til å gi selskapet et varig konkurransefortrinn. Ifølge Jacobsen og Lien (2001, referert til i Stensaker, 2010) er det fem betingelser som påvirker graden av konkurransefortrinn:

- Sjelden: ressursen må være sjelden for bransjen.

- Viktig: ressursen er viktig for lønnsomheten i selskapet.

- Ikke imiterbar: ressursen lar seg ikke kopiere av andre aktører.
- Mobiliserbar: selskapet klarer å utnytte ressursen for å skape verdier.
- Appropriierbar: verdien ressursen skaper må tilfalle selskapet.

Tabell 4-3:

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt Fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig Fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt Fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt Fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig Fortrinn

Kilde: Jacobsen og Lien (2001, referert til i Stensaker, 2010)

Graden av konkurransefortrinn avhenger av hvor mange av betingelsene som er oppfylt. Er ressursen eksempelvis sjelden og viktig, men imiterbar, vil selskapet oppnå et konkurransefortrinn på kort sikt ettersom konkurrerende selskaper på lang sikt vil være i stand til å kopiere ressursen (Barney, 2011). For at et varig konkurransefortrinn skal oppnås må derfor alle betingelsene være oppfylt. Først da besitter selskapet en strategisk fordel som kan bidra til høyere avkastning enn bransjen.

4.4.1 Kartlegging av ressurser

Finansiell kapital

Som tidligere nevnt er riggbransjen en svært kapitalintensiv bransje og resulterer i at de fleste selskaper er ved oppkjøp eller bestilling av nye rigger avhengig av å hente inn kapital i aksjemarkedet (utstede nye aksjer) eller obligasjonsmarkedet (utstede obligasjoner). Dersom vi tar utgangspunkt i markedsverdien av egenkapitalen til Songa opererer selskapet med en markedsbasert gjeldsgrad¹⁵ på 5 per 22. november 2012. Dette regnes som svært høyt og kan

¹⁵ Gjeld i forholdt til egenkapital

medføre at selskapets gjeldsgrad vil være et hinder hvis det i fremtiden skal hentes inn frisk kapital, da det kan være naturlig at investorer ser selskaper med lavere gjeldsgrad som mer interessante investeringsobjekter.

I tillegg til høy gjeldsgrad har Songa også svært mye gjeld til forfall og innebærer at selskapet har et refinansieringsbehov de neste årene. Dette vil bli nærmere analysert i regnskapsanalysen.

Konklusjon:

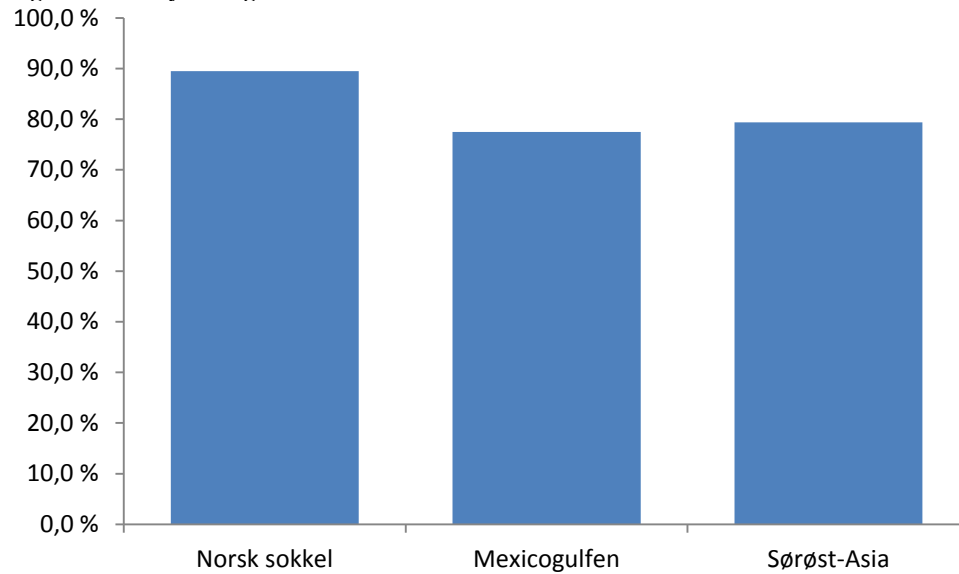
Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet

På grunnlag av svima-analysen kan vi konkludere med at selskapets finansielle situasjon ikke bidrar til å øke selskapets konkurransefortrinn. Selskapets høye gjeldsgrad er negativt for Songa og selskapets finansielle kapital fremstår i større grad som en ulempe enn et fortrinn i forhold til resten av bransjen.

Fysisk kapital

Selskapets riggflåte har de siste årene blitt kraftig oppgradert. Dersom vi tar med selskapets 4 nye CAT D rigger som er under konstruksjon vil deler av selskapets flåte være blant de mest moderne i bransjen. Store deler av riggflåten vil i fremtiden være konstruert og tilpasset for å kunne operere under krevende forhold samt i ulike geografiske segmenter. Med rigger som er mer stabile og effektive i drift vil selskapet være attraktive for olje- og gasselskaper når lete- og serviceoppdrag skal tildeles. Dersom man i fremtiden opplever at oljeselskapene endrer sitt fokus fra leteoppdrag til utvinning av modne felt vil Songa være godt rustet for å imøtekomme etterspørselen da CAT D riggene også er utviklet for dette.

Et minus med riggflåten til selskapet er at alle riggene, med unntak av Songa Eclipse som er solgt til Seadrill, opererer i midwater segmentet. Flåtens lave grad av diversifisering gjør selskapet utsatt dersom man opplever et etterspørselsfall/økt tilbud i dette segmentet i fremtiden.

Figur 4-12: Utnyttelsesgrad

Kilde: Utformet av forfattere basert på tall fra Rigzone (2012).

Som tidligere nevnt er etterspørselen etter borerigger størst på norske sokkel. For Songa gir dette en fordel ettersom 3 av selskapets 6 rigger er lokalisert i dette området. I tillegg vil selskapets 4 nye rigger også operere på norsk sokkel som medfører at de er godt representert i et svært attraktivt segment. Figur 4-12 viser utnyttelsesgraden¹⁶ i de ulike geografiske segmentene og underbygger påstanden om økt etterspørsel på norsk sokkel.

Konklusjon:

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Da Songa er det første riggselskapet med de nye CAT D riggene i sin flåte vil selskapet besitte en sjelden og viktig ressurs. Derimot er det Statoil som har designet og utviklet riggene noe som innebærer at også andre selskaper kan få mulighet til å operere samme type rigger på vegne av Statoil også i fremtiden. Songa besitter derfor ikke en ikke-imiterbar ressurs og selskapet oppnår bare et midlertidig konkurransefortrinn.

Riggens geografiske lokalisering gir også kun selskapet et midlertidig fortrinn. Selv om rigger er relativt immobile og kostbare å flytte, vil det være mulig for andre riggselskaper å forflytte seg for å imøtekomme etterspørselen i andre geografiske segmenter. I tillegg vil det

¹⁶ Andel rigger som er under kontrakt i forhold til totalt antall rigger lokalisert i samme område.

være anledning for kapitalsterke selskaper å oppgradere riggene sine slik at de tilfredsstiller myndighetenes krav på norsk sokkel. Selskapets geografiske lokalisering gir dermed Songa kun et midlertidig konkurransefortrinn og det vil være vanskelig for selskapet å oppnå høyere lønnsomhet enn resten av bransjen på lang sikt.

Menneskelig kapital

Songa har et sterkt fokus på selskapets menneskelige kapital og ønsker kontinuerlig å forbedre og utvikle de ansattes kunnskap og erfaring. Selskapet utgir blant annet en årlig QHSE-plan¹⁷ hvor de ansattes prestasjoner evalueres ut fra en KPI-indeks¹⁸. Indeksen omhandler prestasjonskriterier innenfor; HSE¹⁹, operasjoner, kundetilfredshet, vedlikehold av rigger og etterlevelse av budsjett, hvor hensikten med planen er å motivere og utvikle de ansatte. Songa har også utviklet minimumsstandarder for alle deres aktiviteter uavhengig av geografisk lokalisering (Songa, 2011).

Det vil i noen geografiske segmenter, som på norsk sokkel, være underskudd på arbeidskraft grunnet økt etterspørsel. Songa vil om noen år operere 7 rigger i dette segmentet og selskapets nye flåte kan medføre at selskapet blir ansett for å være en attraktiv arbeidsplass i fremtiden.

Konklusjon:

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet

Selv om Songa kontinuerlig jobber med å utvikle selskapets menneskelige kapital medfører ikke dette et fortrinn for selskapet. Vi antar også at menneskelig kapital i noen perioder kan være en knapp faktor, men ettersom etterspørselen kan tilfredsstilles gjennom økt rekruttering og utdanning kan vi derimot ikke konkludere med at ressursen er sjelden eller ikke-imiterbar.

¹⁷ Quality, Health, Safety and Environment plan

¹⁸ Key Performance Indicators

¹⁹ Health, Safety and Environment

Organisatorisk kapital

Songa er et relativt nytt riggselskap og har siden oppstarten etablert seg som en sentral aktør i bransjen. Selskapet hovedkontor er lokalisert på Kypros som blant annet gir selskapet skattemessige fordeler. I tillegg er selskapets kontorer strategisk plassert i forhold til andre store og mest sentrale oljeselskapene i offshorebransjen er stasjonert. Lokaliseringen gir dermed selskapet nærhet til markedet og riggene, og gode muligheter til å tilknytte seg nye kontakter.

Songa har vært dyktige til å knytte til seg store aktører i bransjen. Alle selskapets rigger er under kontrakt med store, internasjonale oljeselskaper med god balanse. Dette bidrar til å redusere motpartrisikoen som oppstår dersom det er usikkerhet om oljeselskapene vil innfri sine betalingsforpliktelser. Med en gjennomsnittlig kontraktlengde på 4,5 år er også Songa blant selskapene i bransjen med størst kontraktsdekning²⁰ (Pareto, 2012a).

Konklusjon:

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet

Songa har vært flinke til å sikre seg langsiktige kontrakter gjennom tilstedeværelse og et godt nettverk. Derimot kan vi ikke konkludere med at selskapets organisatoriske kapital bidrar til å gi selskapet et konkurransemessig fortrinn. De fleste andre selskaper i bransjen er også strategisk lokalisert og medfører at ressursen er imiterbar. I tillegg skal det nevnes at langsiktige kontrakter nødvendigvis ikke optimalt i dagens marked ettersom slike kontrakter gir kundene større forhandlingsmakt og resulterer ofte i rabatterte dagrater.

Konklusjon SVIMA- analyse

På grunnlag av SVIMA-analysen kan vi konkludere med at ingen av selskapets ressurser bidrar til å gi selskapet en strategisk fordel og et konkurransemessig fortrinn overfor resten av bransjen. Songas riggflåte vil på kort sikt være attraktiv, men i dagens marked hvor byggeaktiviteten er relativt høy er det nærliggende å anta at fortrinnet ikke vil vedvare.

²⁰ Antall kontrakter og lengden på kontraktene for selskapets riggflåte.

5. Regnskapsanalyse

Vi vil i dette kapittelet gjennomføre en regnskapsanalyse av Songa med utgangspunkt i selskapets årsrapporter. Målet for analysen er å kartlegge selskapets finansielle situasjon og utvikling ved å se nærmere på selskapets resultatregnskap og balanse. Sammen med den strategiske analysen vil regnskapsanalysen danne grunnlaget for våre fremtidige prognoser.

Ettersom Songa er et relativt nytt selskap i riggbransjen er det begrenset med historisk informasjon tilgjengelig. Selskapet har ekspandert kraftig i oppstartsfasen og vi har på grunnlag av dette valgt å ta utgangspunkt i selskapets historiske resultater for de siste 5 årene ettersom vi finner årene 2005 og 2006 mindre relevante for analysen. Dette medfører også at alle årsregnskapene er utarbeidet i henhold til International Financial Reporting Standards (IFRS). Vi vil i analysen omgruppere årsregnskapet slik at det skal gi et riktig bilde av driften til selskapet. I tillegg vil vi gjennomføre en lønnsomhets- og risikoanalyse av selskapet. Analysene vil gi en oversikt over selskapets historiske utvikling samt en sammenligning med bransjesnittet.

5.1 Presentasjon av rapporterte tall

Tabell 5-1 og tabell 5-2 viser selskapets rapporterte resultatregnskap og balanse for perioden 2007 til 2011. Tallene er oppgitt i 1000 USD.

Tabell 5-1: Rapportert resultat	2007	2008	2009	2010	2011	2012 Q2
Driftsinntekter	304860	381532	784682	649907	522116	161141
Driftskostnader	94566	137702	276273	327846	283911	82075
Administrasjonskostnader	28690	34589	47846	47404	44611	12778
Tilbakebetalinger	4905	11005	37361	6001	5195	6340
Annen tap og gevinst	1285	63215	-947	-58048	-359	673
EBITDA	175414	135021	424149	326704	188758	59275
Avskrivninger	54666	60838	87000	101649	95277	35262
EBIT	120748	74183	337149	225055	93481	24013
Finansinntekt	2220	1784	403	630	929	223
Finanskostnad	61020	62046	52214	36184	11752	11619
Resultat før skatt	61948	13921	285338	189501	82658	12617
Skatt	13730	3825	24628	1672	-41820	2038
Resultat etter skatt	48218	10096	260710	187829	124478	10579

Tabell 5-1: Rapportert Balanse

	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q2
Eiendeler						
Anleggsmidler						
Varige driftsmidler	981894	1403197	1410312	1180684	2092286	2233574
Utsatt skattefordel	13900	14385	46722	59142	102916	102916
Andre anleggsmidler	174	48		50000		
Sum anleggsmidler	995968	1417630	1457034	1289826	2195202	2336490
Omløpsmidler						
Eiendeler tilgjengelig for salg				4368	3328	3392
Kundefordringer og andre fordringer	33943	44489	148404	99835	60910	126627
Forskuddsbetalinger	4154	18547	4658	4130	6730	6812
Påløpte inntekter	29199	11130	13019	1385	4970	16479
Utsatte kostnader		2515				
Andre omløpsmidler	7018	4410	28240	15227	90980	99787
Kontanter og kontantekvivalenter	64207	58501	68842	132015	80398	139830
Sum omløpsmidler	138521	139592	263163	256960	247316	392927
Sum eiendeler	1134489	1557222	1720197	1546786	2442518	2729417
Egenkapital og gjeld						
Egenkapital						
Aksjekapital	13666	16630	21476	26075	26075	31191
Overkursfond	62869	120496	230118	371564	371564	474214
Innbetalt, ikke registrert egenkapital	14754					
Innskutt EK gjennom ytelser fra ansatte	13683	15585	15585	15585	15585	15585
Annen egenkapital	172266	182578	441348	629177	740464	755946
Sum egenkapital	277238	335289	708527	1042401	1153688	1276936
Langsiktig gjeld						
Utsatt skatt	1105					
Banklån	465565	755708	537639	287539	773214	846238
Obligasjonslån	186453	139441	87488	48057	226264	345620
Derivater og finansielle instrumenter					18593	25596
Annen gjeld	467	713	2933	6650	4038	2246
Sum langsiktig gjeld	653590	895862	628060	342246	1022109	1219700
Kortsiktig gjeld						
Banklån	120000	220000	264466	73600	49411	85429
Obligasjonslån				549	47196	4237
Annen ekstern finansiering	30248	46992				
Leverandørgjeld og andre forpliktelser	34344	10394	25688	19570	43332	26096
Betalbar skatt	0	2167	35424	21321	12515	11803
Derivater og finansielle instrumenter	3327	26584	10938	9287	4066	1426
Utsatt inntekt	7815	0	9546	5602	4599	36756
Annen gjeld	7927	19934	37548	32209	105602	67033
Sum kortsiktig gjeld	203661	326071	383610	162138	266721	232780
Sum gjeld	857251	1221933	1011670	504384	1288830	1452480
Sum egenkapital og gjeld	1134489	1557222	1720197	1546786	2442518	2729417

5.2 Trailing

Siste tilgjengelige årsrapport for Songa er årsrapporten for 2011. Denne rapporten er snart et år gammel og mindre relevant. Vi vil derfor inkludere de siste tilgjengelige kvartalsrapportene for 2012 og gjøre en trailing med disse for å få frem et estimert årsregnskap for 2012. Dette vil føre til en mer oppdatert og fremtidsrettet analyse av selskapet (Damodaran, 2002). For å få frem et resultat for 2012 må vi derfor lage et løpende finansregnskap for de to siste kvartalene. Dette har vi gjort ved å legge sammen de tilgjengelige kvartalsrapportene fra i år (Q1 og Q2) med tredje og fjerde kvartalsrapport for 2011. Deretter har vi justert for unormale poster og lagt inn vekstjusteringer. Trailing av balansen er lik balansen i siste kvartalsrapport (Knivsflå, 2011).

5.3 Normalisering

For å få et bedre innblikk i Songas fundamentale forhold normaliserer vi det historiske regnskapet. Dette er for å vise «reell underliggende inntjening, uavhengig av tilfeldige inntekter og estimatendringer som delvis tilhører andre perioder» (Kinserdal, 2011). Ved å gjøre dette får vi et renere regnskap som gir et bedre grunnlag for å predikere fremtidige kontantstrømmer. Siden vi kun har tilgang til offentlig informasjon kan denne prosessen være krevende så det derfor viktig å huske at noen justeringer er lite meningsfulle da de bare tilfører mer støy i tallene. Teoretisk sett kan man justere for flere hundre forhold, men i praksis justerer man kun for få forhold (Kinserdal, 2012).

Som nevnt i kapittel 3.2 tar utgangspunktet i EBITDA når vi skal finne kontantstrømmen til Songa. Dette medfører at antall nødvendige endringer begrenses. Songa har store svingninger i rapporterte resultater som hovedsakelig skyldes svingninger i finansielle poster og endring i flåte. Normaliseringsprosessen er enkelt illustrert i tabell 5-3.

Tabell 5-3: Normaliseringsprosessen

Målsetning:	Estimere "normal" kontantstrøm fra drift
	Driftsresultat (EBIT)
+	Av- og nedskrivninger
=	Rapportert EBITDA
+/-	Justeringer for regnskapsteknikaliteter
+/-	Earnings management
+/-	Unormale driftsposter;
	-> Engangsposter
	-> Unormale svingninger
=	"Normalisert" EBITDA
-	"Normale" driftsinvesteringer
+/-	Normal endring arbeidskapital
=	Normal "kontantstrøm" fra drift
-	Effektiv skatt
=	Fri kontantstrøm (FCF)

Kilde: Kinserdal (2011)

5.3.1 Administrasjonskostnader

Under administrasjonskostnader er det flere poster som bør analyseres og normaliseres. Vi har sett på bonus, opsjoner og pensjonskostnader.

Pensjonskostnader består hovedsakelig av fire elementer: pensjonsopptjening, rente på forpliktelse, forventet avkastning på pensjonsmidlene og neddiskontering av tap/gevinst. Vi har fjernet rentekostnader, avkastning og neddiskontering av tap og gevinst. Dette skyldes at disse kostnadene er finansielle og har ikke noe med driften av selskapet å gjøre. Dette er illustrert i tabell 5-4.

Tabell 5-4	2007	2008	2009	2010	2011
ÅRETS PENSJONSOPPTJENING	300	388	1564	1651	2029
RENTE PÅ FORPLIKTELSE	3	13	35	88	135
AVKASTNING PÅ PENSJONSMIDLER	-5	-12	-48	102	150
NEDDISKONTERING AV TAP/(GEVINST)	1	-1	11	4	20
ADM KOSTNADER	4	3	11	51	58
SKATTETREKK	43	55	220	238	292
TOTAL PENSJONSKOSTNAD	346	446	1793	2134	2684
Pensjonskost (skal justeres ned med)	-1	0	-2	194	305
Normalisert pensjonskostnader	347	446	1795	1940	2379

Songa har siden oppstart hatt et opsjonsprogram for utvalgte ansatte og styremedlemmer. I 2009 etablerte de et program basert på stock appreciation rights (SAR). Dette er syntetiske

opsjoner basert på kontantoppgjør fremfor tildeling av aksjer, og er kostnadsført over resultatregnskapet som personalkostnader. Det er forventet at dette opsjonsprogrammet vil vedvare og vi ser derfor på dette som en normal kostnad. Opsjonskostnadene vil svinge med Songas lønnsomhet og vi har målt de i forhold til driftsinntekter. I 2007 var denne posten unormalt høy i forhold til omsetning sett i forhold til opsjonskostnadene opplyst senere årsrapporter. Vi har derfor valgt å glatte ut denne ved å bruke snittet på 1,01 % i forhold til omsetning.

5.3.2 Annen tap og gevinst

Songa solgte drillskipet Songa Saturn i 2010. Dette ga en regnskapsmessig gevinst på 66,3 millioner kroner. Da vi ikke ser på dette som normalt og mener det ikke har noe med driften av selskapet å gjøre vil vi behandle det som en «one off» og fjerner hele gevinsten fra regnskapet. Vi har også fjernet endringer i virkelig verdi av finansielle instrumenter og netto valuta gevinst/tap da disse postene ikke har noe med driften av selskapet å gjøre.

5.3.3 Driftsinntekter

Tekniske problemer med to av riggene, Songa Mercur og Venus, førte til at utnyttelsesgraden (antall dager riggene har vært operative i løpet av et år) til disse riggene var på henholdsvis 35 % og 47 %. På grunn av dette har driftsinntekter sunket betraktelig i 2011. Vi ser på disse hendelsene som noe uvanlig og har derfor korrigert for noe av den tapte omsetningen basert på tidligere års utnyttelsesgrad. I prognosene fremover vil benytte en noe lavere gjennomsnittlig utnyttelsesgrad for disse riggene ettersom det er vanskelig å predikere når eventuelle tekniske problemer vil inntreffe.

I notene rapporterer Songa om viderefakturerte inntekter som er utsatt inntekt fra kliner knyttet til kontrakter. Disse inntektene varierer og korrelerer med det operative nivået, og må derfor ses på som en normal del av driften. Følgelig justeres det ikke for disse. Resultatet av våre justeringer er illustrert i tabell 5-5 under.

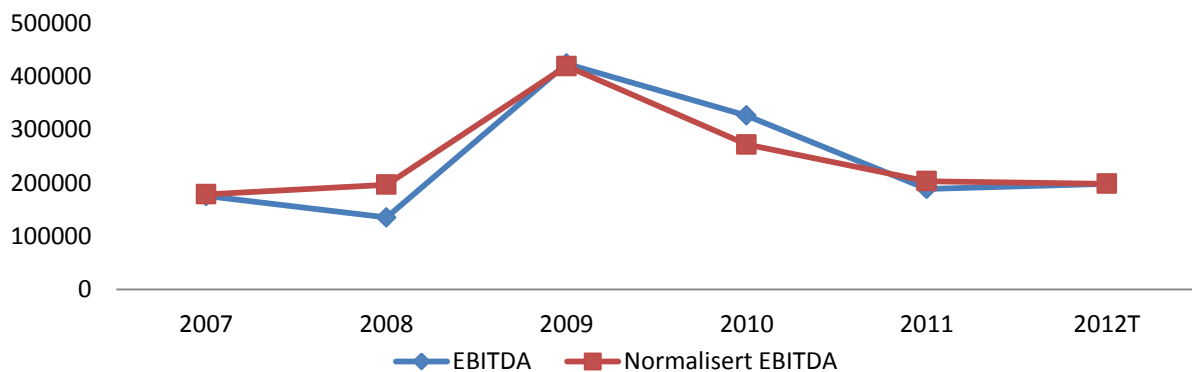
Tabell 5-5 Justeringer

	2007	2008	2009	2010	2011
EBITDA RAPPORTERT	175414	135021	424149	343531	188758
Pensjon	1	0	2	-194	-305
Opsjoner	3446	0	0	0	0
Valuta gevinst/tap	688	-4567	4101	-9838	-9630
Endring i finansielle instrumenter	-784	66276	-8582	7454	7133
Salg av eiendeler	0	0	0	-68641	1538
Driftsinntekter	0	0	0	0	15900
NORMALISERT EBITDA	178765	196730	419670	272312	203394

Kilde: Utformet av forfattere

Som man kan se av figur 5-1 er de største justeringene utført i 2008 og 2010. Dette skyldes henholdsvis tap i derivatmarkedet og gevinst ved salg av Songa Saturn.

Figur 5.1 – Normalisering av EBITDA



Kilde: Utformet av forfattere

5.4 Målefeil

Målefeil er avvik mellom rapportert verdi og virkelig verdi. Målet med justeringen er at regnskapet skal gi et bedre bilde av selskapets underliggende økonomiske forhold. Det er vanlig å skille mellom 3 typer målefeil.

Målefeil 1 oppstår når rapportert verdi i regnskapet er lavere enn virkelig verdi. For Songas konsernregnskap er, med noen få unntak, historisk kost prinsippet benyttet. Etersom bransjen er syklisk vil verdien av selskapets eiendeler varierer og medfører at virkelig verdi vil avvike fra rapportert verdi. Det er derfor nærliggende å tro at Songa er utsatt for målestøy i form av målefeil 1.

Målefeil 2 oppstår grunnet feilperiodisering av historisk kost eller salgsverdi, og er sentralt for selskaper i vekst eller tilbakegang (Knivsflå, 2011). Feilperiodisering kan skyldes bruk av lineær avskrivning og direkte kostnadsføring av immateriell verdiskapning. Songa

benytter lineær avskrivning på sine varige driftsmidler og medfører at selskapet er utsatt målefeil 2.

Målefeil 3 skyldes bruk av kreativ regnskapsføring som forekommer når selskapets rapporterte regnskapstall avviker fra tall som etter god regnskapsskikk skulle vært rapportert (Knivsflå, 2011). Ifølge Palepu et al. (2004) er det to hovedkilder til kreativ regnskapsføring; (1) ønsket om å maksimere verdien for eierne og (2) ønske om å maksimere personlig vinning for ledelsen. Songas årsregnskap er godkjent i henhold til IFRS av eksterne revisorer og vi anser det derfor som lite sannsynlig at kreativ regnskapsføring er benyttet.

Det eksisterer ulike syn på verdien av å justere for målefeil. Kritikere argumenterer for at kostnaden ved justering er større enn nytten. I tillegg vil noen justeringer bare tilføre mer støy og en tendens er at målefeil utjevner seg. Det er også nærliggende å anta at vi som eksterne analytikere besitter mindre informasjon enn ledelsen i selskapet. Vi har derfor valgt å la være å justere for eventuelle målefeil.

5.5 Omgruppering av balansen

Ettersom selskapets årsregnskaper ikke skiller mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler er det nødvendig å gjøre en omgruppering av balansen. En forutsetning for omgrupperingen er at den er konsistent med endringene som ble gjort i resultatregnskapet tidligere i analysen. I den nye balansen skiller vi mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler samt driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld.

Tabell 5-6: Omgruppert balanse	2007	2008	2009	2010	2011	Q2 2012
Driftsrelaterte anleggsmidler	995968	1417630	1457034	1239826	2195202	2336490
Driftsrelaterte omløpsmidler	80411	88722	210015	133575	174032	252928
Sum driftsrelaterte eiendeler	1076379	1506352	1667049	1373401	2369234	2589418
Finansielle anleggsmidler	0	0	0	50000	0	0
Finansielle omløpsmidler	58110	50870	53148	123385	73284	139999
Sum finansielle eiendeler	58110	50870	53148	173385	73284	139999
Sum eiendeler	1134489	1557222	1720197	1546786	2442518	2729417
Egenkapital	277238	335289	708527	1042401	1153688	1276936
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1572	713	2933	6650	4038	2246
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	50086	30328	72782	57381	153533	129885
Sum driftsrelatert gjeld	51658	31041	75715	64031	157571	132131
Langsiktig finansiell gjeld	652018	895149	625127	335596	1018071	1217454
Kortsiktig finansiell gjeld	153575	295743	310828	104757	113188	102895
Sum finansiell gjeld	805593	1190892	935955	440353	1131259	1320349
Sum gjeld	857251	1221933	1011670	504384	1288830	1452480
Sum egenkapital og gjeld	1134489	1557222	1720197	1546786	2442518	2729417

Kilde: Utformet av forfattere basert på årsrapporter

Nedenfor følger en forklaring på noen av endringene som har blitt gjort i forbindelse med omgrupperingen:

Kontanter og kontantekvivalenter er fordelt mellom driftsrelaterte omløpsmidler og finansielle omløpsmidler ettersom det kun er kontanter nødvendig for driften av selskapet som er relevant i denne sammenheng. Kontanter som ikke er nødvendig for den daglige driften av selskapet vil derfor bli sett på som overflødig og behandles som finansielle omløpsmidler for å unngå at avkastningstallene til driften blir for lave (Koller et al., 2010). Siden selskaper ikke oppgir hvor mye kontanter de anser som nødvendig for drift er vi nødt til å gjøre en skjønnsmessig vurdering av dette. Koller et al. (2010) argumenterer med at alle kontanter som utgjør mer en 2 % av driftsinntekter er å anse som overflødig. Dette er basert på en analyse av kontantbeholdningen til ikke-finansielle S&P-500²¹ selskaper. Dette vil nødvendigvis ikke gjelde for Songa da de er et relativt mye mindre selskap. Ifølge Opler et al. (1999), vil store selskaper holde mindre kontanter grunnet gode kredittrater og enkel tilgang på kapital. Videre konkluderer de med at små selskaper med risikable aktiviteter må holde mer kontanter enn store selskaper. Nødvendig kontantbeholdning varierer også mellom ulike industrier.

Songa har i perioden 2007-2012 hatt en gjennomsnittlig kontantbeholdning i forhold til driftsinntekter på 17,7 %, som er noe høyere enn industrigjennomsnittet på 15,18 %²². Dette er i det øvre sjiktet i forhold til markedssnittet (20,31 %) og skyldes sannsynligvis volatiliteten i riggmarkedet. Koller et al. (2010) argumenterer med at man kan finne driftsrelaterte kontanter ved å se på selskapene i samme industri som har det laveste nivået av kontanter i forhold til salg. Grunnet store variasjoner i kontantlagre og kapitalstruktur hos selskaper i industrien mener vi denne metoden ikke bør brukes i dette tilfellet. Vi antar derfor at industrigjennomsnittet på 15,18 % kontanter i forhold til driftsinntekter er representativt for nødvendig driftsrelatert kontantbeholdning. Resterende kontanter vil derfor være å anse som finansielle omløpsmidler.

²¹ Standard & Poors 500 – aksjeindeks basert på 500 store selskaper notert i USA.

²² Snitt hentet fra Damodarans database oppdatert januar 2012. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Selskapets *kortsiktige og langsiktige gjeld* er blitt fordelt på grunnlag av om gjelden er rentebærende eller ikke. Ettersom finanskostnader har blitt fjernet gjennom normaliseringen av årsresultatet er det også naturlig å gruppere rentebærende gjeld som finansiell gjeld.

Selskapets *anleggsmidler* er med unntak i 2010 kun gruppert som driftsrelaterte anleggsmidler. Unntaket skyldes verdier i et tilknyttet selskap og medførte at Songa, i tillegg til driftsrelaterte anleggsmidler, eide finansielle anleggsmidler for 50 millioner USD.

5.6 Lønnsomhets- og risikoanalyse

Selskapets årsregnskaper bidrar til å gi et innblikk i lønnsomheten i selskapet, men gir derimot ikke innblikk i underliggende utvikling. Det er derfor mer nærliggende å analysere utviklingen i ulike forholdstall. Ved analyse av forholdstall er det vanlig å skille analysene inn i to grupper; *lønnsomhetsanalyse* og *risikoanalyse*. Analysene kan gjennomføres ved enten å benytte fullstendige eller normaliserte tall. Fullstendige forholdstall er ikke justert for unormale poster og dermed mer volatile enn normaliserte tall. Ettersom vi ønsker å predikere fremtiden, finner vi det mer naturlig å benytte normaliserte tall. Begge analysene er gjennomført ved å sammenligne historiske tall og bransjetall. Bransjesnittet beregnes på grunnlag av informasjon fra selskapene Transocean, Noble, Ensco, Seadrill og Diamond Offshore som ble definert som «bransjen» i kapittel 2.

Analysene og tallmaterialet benyttet er hentet fra de aktuelle selskapenes årsrapporter dersom ikke annet er oppgitt.

5.6.1 Lønnsomhetsanalyse

Vi vil i lønnsomhetsanalysen ta utgangspunkt i selskapets normaliserte resultatregnskap hvor selskapets EBITDA og kostnader forbundet med driften vil bli sammenlignet med selskapets utvikling i driftsinntekter.

Rentabilitetsmål, eksempelvis ROIC²³ og ROCE²⁴, gir i de fleste bransjer en god indikasjon på lønnsomheten til selskapet. For riggbransjen er derimot dette mindre relevant ved

²³ Return on Invested Capital, Avkastning på investert kapital

²⁴ Return on Capital Employed, Avkastning på sysselsatt kapital

verdivurdering da avkastningen vil avhenge av når riggene er anskaffet (Kaldestad og Møller, 2011). Riggbransjen er som tidligere nevnt syklisk, og dette medfører at anskaffelseskostnaden for rigger som er kjøpt på bunn av syklusen kan avvike vesentlig fra rigger som er kjøpt på topp. Rigger som oppnår samme dagrater og opererer med like driftskostnader, vil likevel kunne gi svært ulike rentabilitetsmål. Vi ser derfor på EBITDA-marginen som et bedre mål på lønnsomheten til Songa.

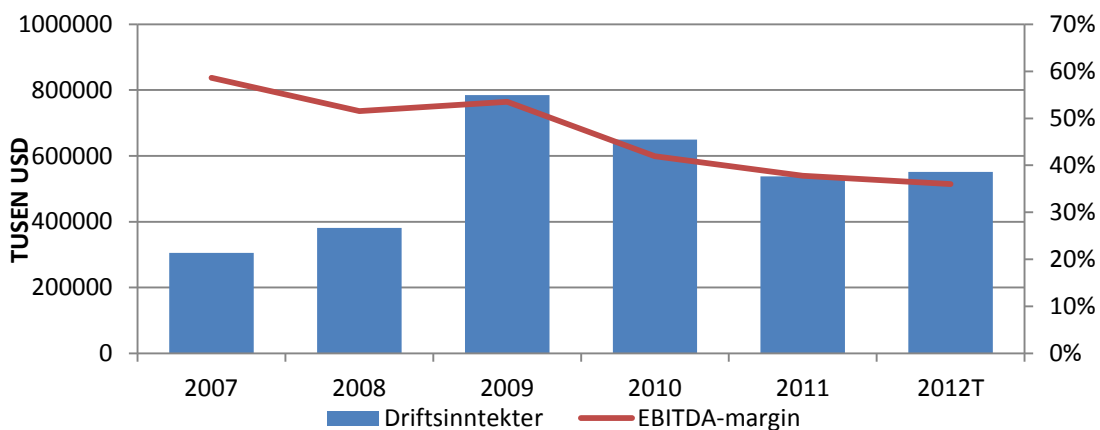
Analyse av EBITDA-margin

Som man kan se av figur 5-2 har inntektene til Songa hatt en positiv utvikling frem til 2009. Denne veksten har sin forklaring i økte dagrater samt anskaffelsen av riggen Songa Delta i august 2008. Fra 2009 kan vi se at inntektene har sunket, som dels skyldes salget av Songa Saturn i 2009 og dårligere kontraktsdekning for Songa Mercur og Songa Venus.

Dagrater har fluktuert betraktelig i løpet av de siste fem årene. Stigende råvarepriser, fallende oljeproduksjon og en sterk etterspørsel etter olje er faktorer som bidro til rekordhøye dagrater i 2009. Men den nylige økonomiske nedgangen, kombinert med en lavere oljepris, har resulterte i et tilbakeslag i dagrater i etterkant. I løpet av 2012 har det snudd igjen og ratene er på vei oppover igjen (jamfør figur 4-2).

For å si noe om Songas lønnsomhet har vi valgt å se på EBITDA-marginen da den ikke er påvirket av kapitalstruktur, skattesatser eller avskrivingssetser. Dette gjør at vi også kan sammenligne Songa med andre selskaper med ulike avskrivingsregler og kapitalstruktur. Songas EBITDA margin har hatt en negativ utvikling i analyseperioden, noe som bunner i økte driftskostnader, og vil bli nærmere analysert senere.

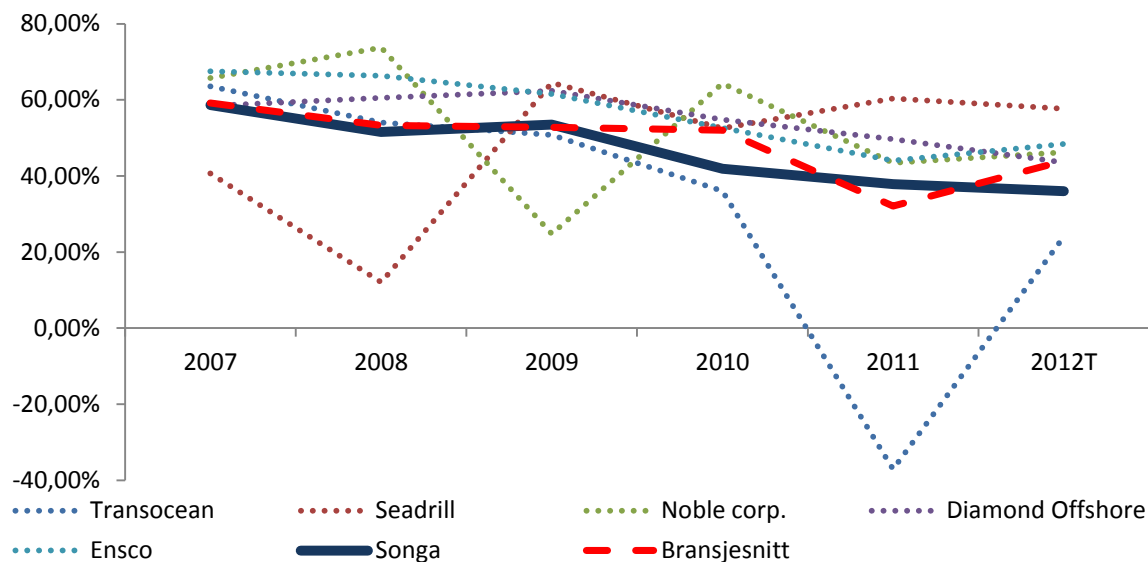
Figur 5.2: EBITDA-margin



Kilde: Årsrapporter. Figur utformet av forfatterne.

I figur 5-3 har vi sammenlignet Songas EBITDA-margin med de nærmeste konkurrentene hvor den stiplede røde linjen viser snittet av de sammenlignbare selskapene. Songas EBITDA-margin har for perioden ligget på samme nivå som bransjesnittet. I tillegg er volatiliteten til marginen relativt lav sammenlignet med andre selskaper i bransjen.

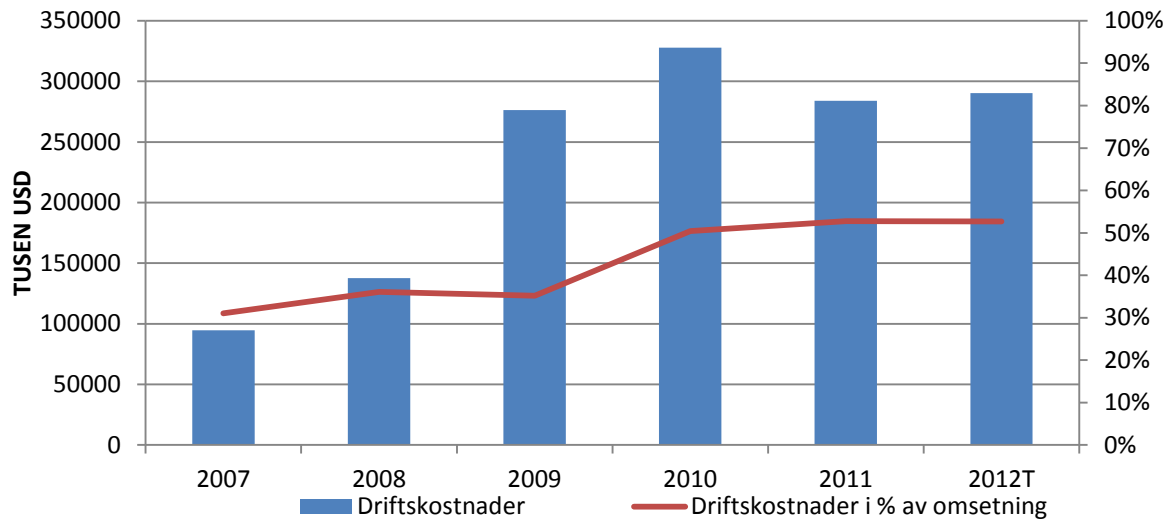
Figur 5-3: EBITDA- margin, bransje



Kilde: Utformet av forfattere basert på tall fra Datastream (2012) og Årsrapporter.

Analyse av driftskostnader

Selskapets driftskostnader omhandler alle kostnader som er knyttet til driften av riggene. Her inngår blant annet lønnskostnader til mannskapet, vedlikeholdskostnader og drivstoffkostnader. Årsregnskapene til Songa gir derimot liten informasjon om hvordan disse kostnadene fordeles seg imellom og medfører at det blir mer krevende å estimere fremtidige driftskostnader.

Figur 5-4: Utvikling i driftskostnader

Kilde: Årsrapporter. Graf utformet av forfatterne.

Dersom vi ser på selskapets driftskostnader i forhold til driftsinntekter ser vi at selskapet har opplevd en kraftig vekst de siste 2 årene som skyldes at driftsinntektene har blitt redusert vesentlig mer enn driftskostnadene. Inntektsfallet kommer, som tidligere nevnt, som et resultat av salget Songa Saturn samt at Songa Merkur var ute av drift i deler av 2011. Reduksjonen i driftskostnader fra 2010 til 2011 skyldes i stor grad at kostnader knyttet til nedetid av rigger.

Lønnskostnader utgjør normalt rundt 50 % av riggselskapenes driftskostnader (Stopford, 2009). Fra bransjeanalysen konkluderte vi med at redusert tilgang på kvalifisert personell og driftsutstyr kan redusere lønnsomheten i bransjen. Ettersom selskapets nye CAT D rigger skal operere på norsk sokkel er det naturlig å anta at lønnskostnadene for selskapets ansatte som jobber offshore vil øke i fremtiden.

Samtidig vil nye robuste og driftssikre rigger medføre lavere drifts- og vedlikeholdskostnader. Det vil også her oppstå stordriftsfordeler ettersom alle de nye riggene er av samme modell.

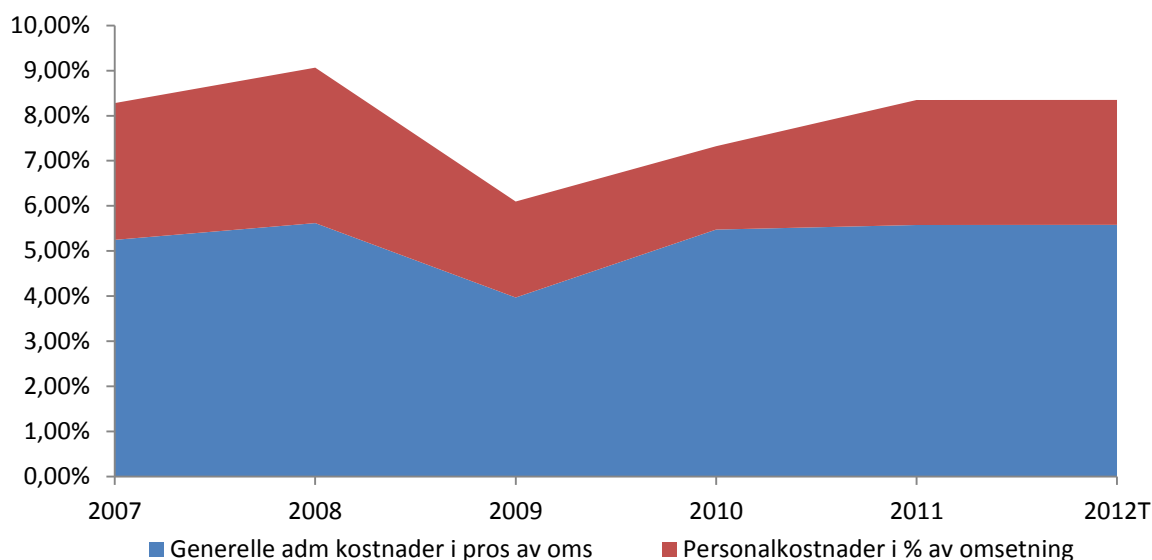
Analyse av administrasjonskostnader

Administrasjonskostnadene til Songa er i stor grad knyttet til selskapets landbaserte aktiviteter.

Fra figur 5-5 under ser vi at selskapets administrasjonskostnader i forhold til driftsinntekter har utgjort mellom 6 % og 9 % av selskapets omsetning i analyseperioden. Mens de generelle administrasjonskostnadene har vært relativt stabile de siste årene ser vi at det har

vært større variasjoner i personalkostnadene. Dette skyldes blant annet utøvelse av aksjeopsjoner i 2010 og kan ses i sammenheng med prisutviklingen på selskapet de siste årene hvor en fallende pris medfører at færre ansatte velger å utløse aksjeopsjonene.

Figur 5-5: Administrasjonskostnader i forhold til omsetning



Kilde: Årsrapporter. Figur utformet av forfatterne.

Selv om selskapets administrasjonskostnader har økt de siste årene forventer vi at de vil holde seg relativt stabile fremover sett i forhold til driftsinntektene. Vi forventer at selskapets tilvekst av nye rigger vil medføre økte kostnader for selskapets landbaserte avdelinger, men at mulighetene for stordriftsfordeler i fremtiden er gode.

Konklusjon: Lønnsomhetsanalyse

Som for de fleste andre aktørene i bransjen medførte finanskrisen redusert dagrater og lavere EBITDA- marginer for Songa. Fra 2009 til 2011 falt blant annet selskapets margin med over 20 %. Sammenlignet med resten av bransjen er selskapets EBITDA-margin mindre volatil. Lavere volatilitet reduserer risikoen i selskapet og kan medføre gunstigere lånebetingelser for Songa i fremtiden. Songa har den siste perioden inngått langsiktige kontrakter som medfører at selskapet er mindre utsatt for svingninger i spotmarkedet. Vi forventer derfor en stabil EBITDA-margin også i fremtiden.

Dersom vi ser bort i fra Ensco sin EBITDA-margin ser vi derimot at Songa ligger litt under resten av bransjen, og skyldes i stor grad lav kontraktsdekning for to av selskapets rigger. Vedvarer dette vil Songa på lengre sikt oppleve at selskapets egenkapitalandel svekkes i forhold til flere konkurrentene. Lavere egenkapitalandel vil gjøre selskapet mer utsatt hvis bransjen i fremtiden opplever en nedgangskonjunktur.

5.6.2 Risikoanalyse

En risikoanalyse har som formål å kartlegge selskapets evne til å innfri kortsiktige forpliktelser samt evnen til å overleve lengre perioder med tap. Mens vi i lønnsomhetsanalysen tok utgangspunkt i selskapets resultatregnskap, vil vi i risikoanalysen også se på selskapets balanse.

Vi skiller i analysen mellom en likviditets- og soliditetsanalyse. Analysene vil bli benyttet til å utarbeide en syntetisk rating for selskapet og vil gi oss et estimat på selskapets kredittverdighet.

Likviditetsanalyse

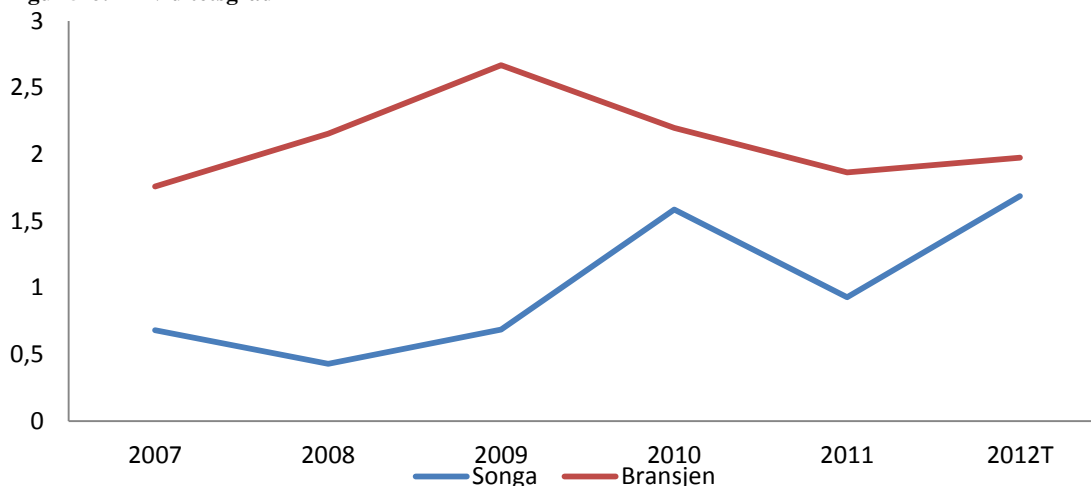
Selskapets evne til å innfri kortsiktige forpliktelser kan anses som selskapets kortsiktige risiko. Risikoen gjenspeiles i selskapets forhold mellom likvide midler og kortsiktig gjeld. Dersom selskapet har for lite likvide midler til å dekke forfallende gjeld vil faren for at selskapet opplever en likviditetskrise være tiltagende. Er likviditetskrisen vedvarende er også sannsynligheten for konkurs overhengende. Det eksisterer flere metoder for å analysere selskapets kortsiktige risiko. Vi har valgt å ta utgangspunkt i *Likviditetsgrad 1* og *Likviditetsgrad 2*.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 beskriver forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

,der DOM = driftsrelaterte omløpsmidler
 FOM = finansielle omløpsmidler
 KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld
 KFG = kortsiktig finansiell gjeld

Figur 5-6: Likviditetsgrad 1

Kilde: Utformet av forfattere basert på årsrapporter

Figur 5-6 viser selskapets utvikling de siste årene sammenlignet med bransjesnittet. Likviditetsgraden til Songa har variert kraftig, spesielt de siste 3 årene. Verdien av selskapets omløpsmidler har med unntak av 2010 og 2012 vært lavere enn selskapets kortsiktige gjeld og medført at faren for en likviditetskrise har vært til reell. Bedringen i likviditetssituasjonen fra 2009 til 2010 skyldes at nye lån med lengre løpetid har erstattet forfallende lån. I tillegg valgte Songa, som tidligere nevnt, i 2010 å selge boreskipet Songa Saturn som medførte at likviditet ble tilført selskapet.

Det forventes at salget av Songa Eclipse vil bedre likviditeten til selskapet på kort sikt, men den høye gjeldsandelen som forfaller de neste årene vil redusere selskapets fremtidige likviditetsgrad betraktelig dersom ikke refinansiering kommer på plass.

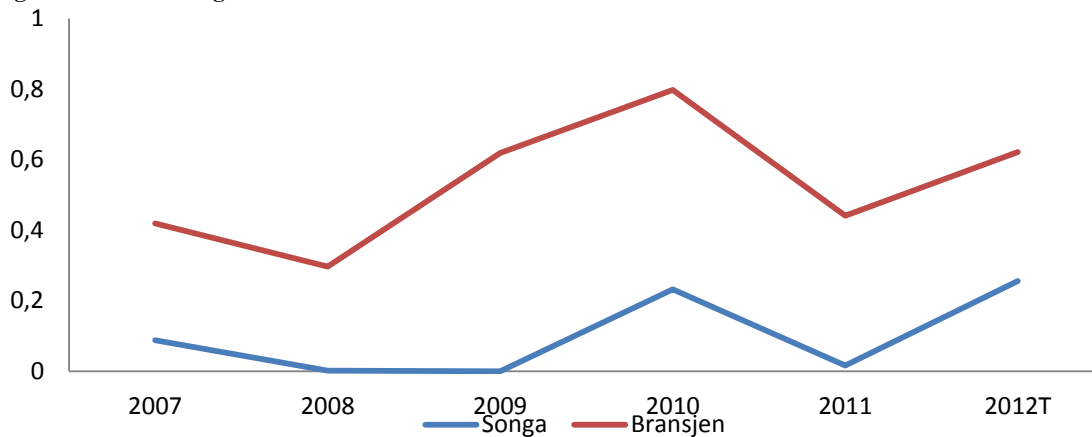
En «tommelfingerregel» er at forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld ikke skal være lavere enn 2, men dette varierer mellom bransjene. Derfor er det mer relevant å sammenligne med bransjesnittet. Her ser vi at likviditetsgraden for Songa er vesentlig lavere enn for resten av bransjen og dette anser vi som en svakhet ved selskapet. Det er nødvendig å bemerke at tallene som er benyttet i grafen er hentet fra selskapenes årsrapporter og derfor beregnet på grunnlag av selskapets likviditet ved årsslutt. Tallene må derfor behandles med varsomhet ettersom selskapets likviditetssituasjon ved årsslutt nødvendigvis ikke gir et riktig bilde av situasjonen i selskapet for resten av året.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 tar i motsetning til likviditetsgrad 1 kun utgangspunkt i selskapets mest finansielt likvide omløpsmidler. For at likviditetsgrad 2 skal være tilfredsstillende bør den være større enn 1.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

Figur 5-7: Likviditetsgrad 2



Kilde: Utformet av forfattere basert på årsrapporter

Finansiell likviditet kan anses som selskapets overskuddslikviditet. Fra figur 5-7 ser vi at Songas likviditetsgrad 2 er relativt lav. Dette skyldes i stor grad at vi tidligere i analysen antok at selskapet trenger en gitt andel med likvider til driften. Driftsår med store inntekter medfører derfor at store deler av selskapets kontanter og kontantekvivalenter går med til driften av selskapet og selskapets finansielle omløpsmidler er dermed svært lave. I 2009 ble eksempelvis alle kontanter og kontantekvivalenter relatert til driften. Sammenligner vi med bransjen ser vi at Songas likviditetsgrad 2, som likviditetsgrad 1, er vesentlig svakere.

Dersom vi hadde valgt å definere selskapenes kontanter og kontantekvivalenter som finansielle omløpsmidler ser vi fra tabell 5-7 at selskapets likviditetsgrad 2 likevel ikke ville vært tilfredsstillende. Bransjen har i analyseperioden hatt en høyere likviditetsgrad enn Songa og ligger rundt kravet på 1 for hele perioden. Vi finner med grunnlag i analysen at Songa står dårligere rustet enn bransjen til å betjene kortsiktige forpliktelsler.

Tabell 5-7: Likviditetsgrad 2	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Songa	0,32	0,18	0,18	0,81	0,30	0,60
Bransjen	0,80	0,96	1,33	1,27	0,88	0,99

Kilde: Utformet av forfattere

Soliditetsanalyse

Mens likviditetsanalysen bidro til å kartlegge selskapets kortsiktige risiko, er målet med soliditetsanalysen å kartlegge selskapets langsiktige risiko. Risikoen kan vurderes ut fra

selskapets *egenkapitalandel*, *rentedekningsgrad*, *kapitalstruktur* og *netto driftsrentabilitet*, og oppsummeres ved utarbeidelse av selskapets syntetiske rating.

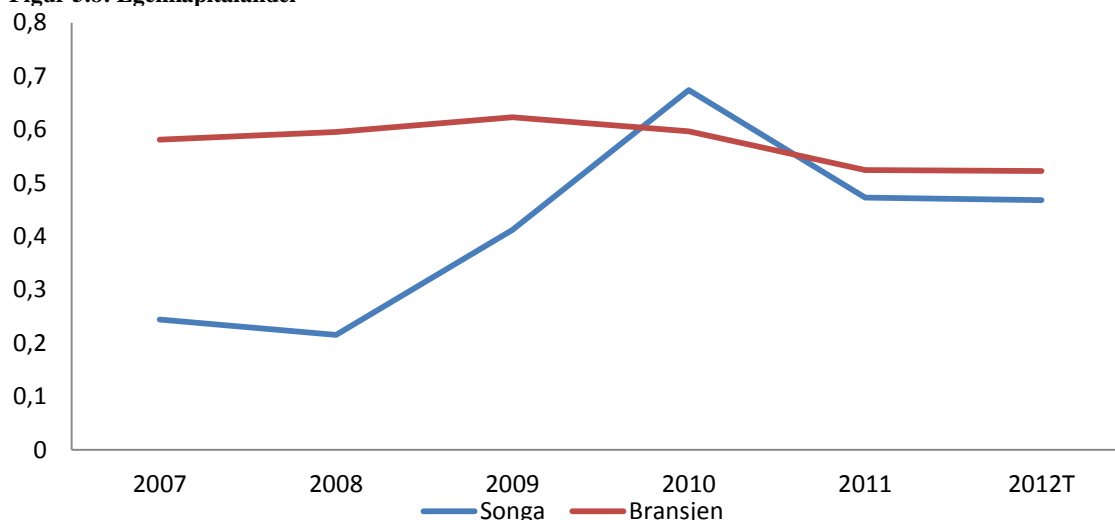
Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen belyser selskapets evne til å overleve lengre perioder med tap uttrykt ved forholdet mellom selskapets egenkapital og totalkapital.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Bokført Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Et alternativ til *bokført egenkapital* er å benytte markedsverdien av egenkapitalen. Dette krever derimot at vi også vet markedsverdien av selskapets låneforpliktelser. I tillegg har analysen som mål å gi innsikt selskapets regnskapsmessige forhold og medfører derfor at vi har valgt å benytte bokført egenkapital.

Figur 5.8: Egenkapitalandel



Kilde: Årsrapporter. Graf utformet av forfatterne.

Fra figur 5.8 over kan vi se at egenkapitalandelen i Songa har økt betydelig siden 2008. Veksten skyldes blant annet at det ble gjennomført en emisjon i 2010 som tilførte selskapet 146,1 millioner USD i ny kapital. I tillegg medførte salget av Songa Saturn at selskapets gjeld ble redusert. Fallet i 2011 er som følge av at selskapet tok på seg ny gjeld for å finansiere kjøpet av ultradeepwater riggen Songa Eclipse. Dersom vi sammenligner egenkapitalandelen med bransjensnittet ser vi at selskapet, med unntak av 2010, har hatt en lavere egenkapitalandel enn bransjegjennomsnittet. Vi forventer at selskapets nylige salg av Songa Eclipse vil styrke selskapets egenkapitalandel ettersom gjeld antas å bli nedbetalt. Samtidig medfører salget at fremtidige inntekter reduseres.

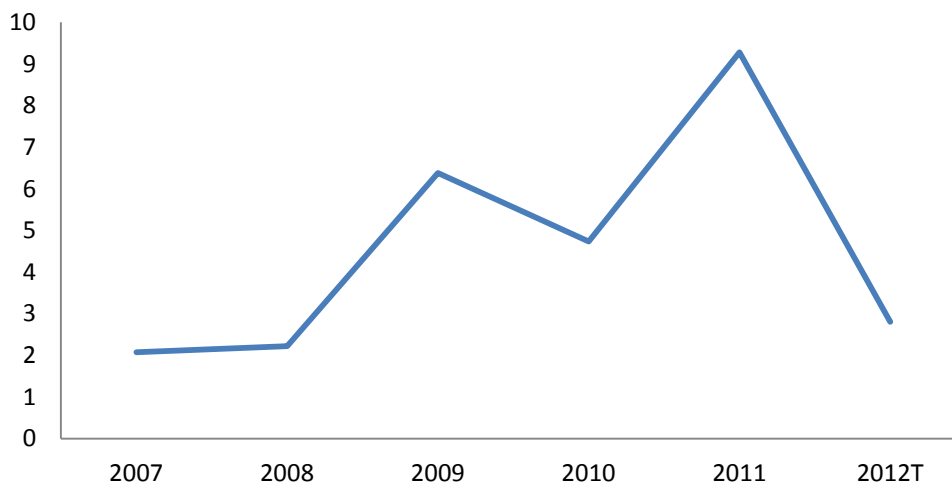
Riggbransjen er for tiden inne i en oppgangsperiode som preges av høy etterspørsel og høye dagrater. Det bør nevnes at bransjen historisk sett har vært preget av både oppgangs- og nedgangsperioder. Dersom bransjen i fremtiden vil oppleve en nedgangsperiode vil Songa, med en lavere egenkapitalandel enn resten av bransjen, være dårlige rustet til å stå imot fremtidige tap.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden uttrykker selskapets evne til å betale rentekostnader. En høyere rentedekningsgrad tilsier at selskapet med stor sannsynlighet vil ha penger til å dekke rentekostnadene. En rentedekningsgrad lavere enn 1 vil derimot medføre at selskapet vil ha problemer med å imøtekomme selskapets lånekostnader.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Driftsresultat før skatt} + \text{Renteinntekter}}{\text{Rentekostnader}}$$

Figur 5-9: Rentedekningsgrad



Kilde: Årsrapporter. Graf utformet av forfatterne.

Vi har valgt å utelukke bransjesnittet ettersom rentedekningsgraden for noen av selskapene ble svært høy og ga lite relevans for analysen. Dersom vi analyserer grafen ser vi at rentedekningsgraden til Songa har hatt en positiv utvikling frem til 2011, og skyldes blant annet at finanskostnadene har blitt kraftig redusert siden 2007. Bedre lånebetingelser i forbindelse med refinansiering av lån i 2010 er en av årsakene til bedring i rentedekningsgraden i 2011. For 2012 er derimot rentedekningsgraden vesentlig svekket og skyldes at Songa i november 2011 utstedte nye, usikrede obligasjonslån med gjennomsnittlig, årlig kupongrente på over 11 %.

Sett i sammenheng med den strategiske analysen forventer vi lave renter også de neste årene. Selskapets lånekostnader avhenger derimot i stor grad om gjelden opptas med sikkerhet i selskapets eiendeler eller ikke. Med utgangspunkt i analysen kan vi konkludere med at rentedekningsgraden til Songa for tiden er tilfredsstillende og indikerer at selskapet har kapasitet til å betjene lånekostnadene, men dersom selskapet ser seg nødt til å utstede usikre obligasjoner i fremtiden vil rentedekningsgraden svekkes betraktelig.

Kapitalstruktur

Tabell 5-8 gir en oversikt over selskapets finansieringssituasjon med utgangspunkt i selskapets 2. kvartalsrapport for 2012. og viser hvordan selskapets eiendeler er finansiert. Mens egenkapital anses som den minst risikable formen for finansiering, er finansiering ved bruk av kortsiktig gjeld ansett som mest risikabel. Graden av risiko relatert til selskapets finansiering kan derfor ses i sammenheng med kurven. Desto raskere kurven når bunnen (fargede området), desto mindre risikabel er finansieringen.

Tabell 5-8: Finansieringsmatrise

	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	1276936	2246	1057307			2336489
FAM			0			0
DOM			160147	141688	31529	333364
FOM					59563	59563
TK	1276936	2246	1217454	141688	91092	2729416

	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	54,65 %	0,10 %	45,25 %			85,60 %
FAM			0,00 %			0,00 %
DOM			48,04 %	42,50 %	9,46 %	12,21 %
FOM					100,00 %	2,18 %
TK	46,78 %	0,08 %	44,60 %	5,19 %	3,34 %	100,00 %

<i>DAM</i>	<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>	<i>EK</i>	<i>Egenkapital</i>
	<i>Finansielle</i>		<i>Langsiktig driftsrelatert</i>
<i>FAM</i>	<i>anleggsmidler</i>	<i>LDG</i>	<i>gjeld</i>
<i>DOM</i>	<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>	<i>LFG</i>	<i>Langsiktig finansiell gjeld</i>
	<i>Finansielle</i>		<i>Kortsiktig driftsrelatert</i>
<i>FOM</i>	<i>omløpsmidler</i>	<i>KDG</i>	<i>gjeld</i>
<i>TE</i>	<i>Totale eiendeler</i>	<i>KFG</i>	<i>Kortsiktig finansiell gjeld</i>
		<i>TK</i>	<i>Totalkapital</i>

Kilde: Utformet av forfattere

Fra matrisen ser vi at driftsrelaterte anleggsmidler er finansiert av egenkapital, langsiktig driftsrelatert gjeld og langsiktig finansiell gjeld. Dette er positivt for Songa ettersom anleggsmidlene ikke er finansiert av kortsiktig gjeld som forfaller i nærmeste fremtid. I tillegg er deler av selskapets driftsrelaterte omløpsmidler finansiert av langsiktig gjeld.

Selv om analysen gir god oversikt over hvordan selskapets eiendeler er finansiert, er ulempen med analysen er at den kan oppfattes som statisk da den ikke viser utviklingen til selskapet over tid. Kurven ville eksempelvis sett annerledes ut dersom analysen hadde blitt gjennomført på et annet tidspunkt. Det er derfor naturlig å se finansieringsmatrisen i sammenheng med resten av soliditetsanalysen for selskapet.

Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er et mål på lønnsomheten av driften sett i forholde til selskapets netto driftskapital, og forholdstallet vil bli benyttet i vurderingen av selskapets kredittverdighet. En negativ netto driftsrentabilitet vil tære på selskapets egenkapital og svekke soliditeten til selskapet på sikt. Fra tabell 5-9 ser vi at selskapets driftsrentabilitet har vært positiv siden 2008, men har vist en negativ utvikling de siste årene. Da lønnsomheten til Songa har blitt analysert tidligere, vil vi ikke gå nærmere inn på selskapets netto driftsrentabilitet.

Tabell: 5-9:Netto driftsrentabilitet

2007	2008	2009	2010	2011	2012T
0,095	0,075	0,191	0,100	0,050	0,032

Tabell utformet av forfatterne.

Syntetisk rating

Risikoanalysen av Songa kan oppsummeres ved å benytte en syntetisk rating. Ved å klassifisere resultatene fra likviditetsanalysen og soliditetsanalysen i ratingklasser gis selskapet en kredittrating. I tillegg til at ratingen kan brukes til å estimere selskapets konkurssannsynlighet, gir den også et estimat på selskapets fremtidige lånekostnader. En dårlig rating innebærer at av Songa må forvente høyere lånekostnader ettersom kreditorene ønsker å bli kompensert for økt risiko.

Tabell 5-9 gir oversikt over Standard & Poor`s ratingklasser som er benyttet for å kartlegge selskapets syntetiske risiko.

Tabell 5-9: Ratingklasser

Rating	lg	rdg	ekp	ndr	Årlig konkurs sannsynlighet	Kredittrisiko faktor
AAA	8,900	11,600	0,895	0,308	0,0001	0,10
AA	4,600	4,825	0,755	0,216	0,0012	0,15
A	2,350	2,755	0,550	0,131	0,0024	0,25
BBB	1,450	1,690	0,380	0,082	0,0037	0,4
BB	1,050	1,060	0,270	0,054	0,0136	0,6
B	0,750	0,485	0,175	0,026	0,0608	1
CCC	0,550	-0,345	0,105	-0,002	0,3085	3
CC	0,450	-1,170	0,030	-0,030	0,5418	9
C	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	0,7752	27
D					0,9999	1000

Kilde: Knivsflå (2011): lg=likviditetsgrad 1, rdg=rentedekningsgrad, ekp=egenkapitalprosent, ndr=netto driftsrentabilitet

Tabell 5-10 nedenfor oppsummerer resultatene fra likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet fra 2007 til 2012, og er sett i sammenheng med Standard & Poor's ratingklasser fra tabell 5-9. Vi ser fra tabell 5-10 at selskapet syntetiske rating har variert mellom BBB og BB. Som tidligere nevnt er selskapets likviditetsgrad kritisk og medfører at ratingen blir lavere. Med utgangspunkt i Songa syntetiske rating finner vi selskapets kredittverdighet som tilfredsstillende. En svakhet med ratingen er at den kun tar utgangspunkt i historiske tall og dermed ikke tar hensyn til fremtidige endringer i selskapet. Ratingen må av den grunn ses i sammenheng med lånestrukturen til selskapet.

Tabell 5-10 Syntetisk rating

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Likviditetsgrad 1	0,680	0,428	0,686	1,585	0,927	1,688
Rating	CCC	C	CCC	BBB	B	BBB
Rentedekningsgrad	2,070	2,219	6,379	4,734	9,279	2,807
Rating	BBB	BBB	AA	A	AA	A
Egenkapitalandel	0,244	0,215	0,412	0,674	0,472	0,468
Rating	B	B	BBB	A	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,095	0,075	0,191	0,100	0,050	0,031
Rating	BBB	BB	A	BBB	B	B
Rating selskap	B	B	BB	BBB	BB	BB

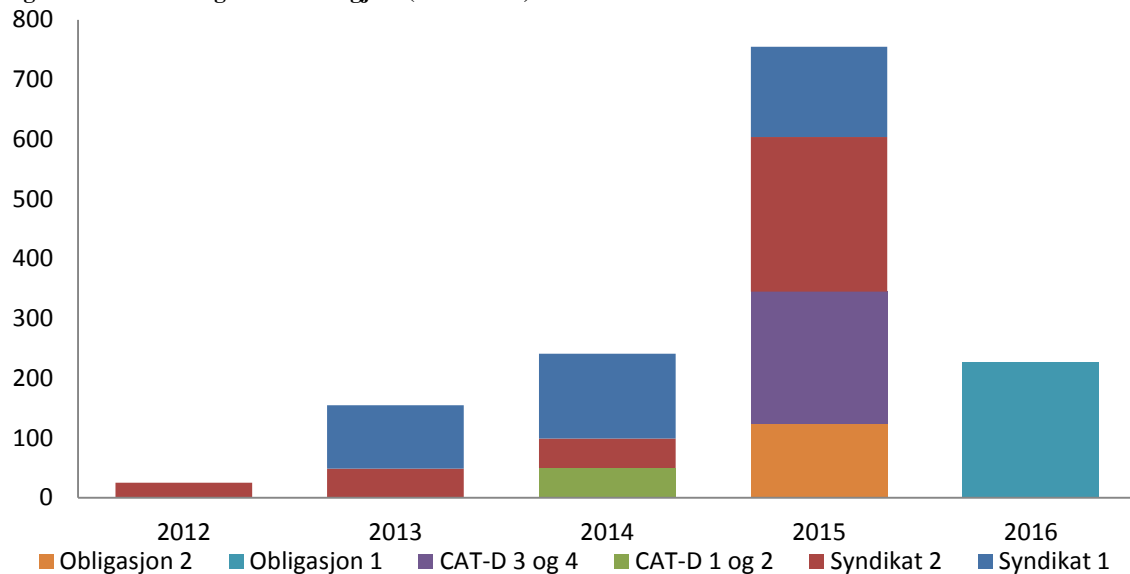
Kilde: Utformet av forfattere

Lånestruktur

Foruten egenkapital er Songa finansiert med ulike former for gjeld, og selskapet hadde i 2.kvartal 2012 en totalgjeld på ca. 1400 millioner USD. Banklån utgjør den største andelen av gjelden hvor lånekostnadene er bestemt ut fra LIBOR+3,75 %. Selskapets er også finansiert gjennom utstedelse av usikre obligasjoner, det vil si obligasjoner som ikke har sikkerhet i eiendeler. Den høye risikoen forbundet med slike obligasjoner medfører høye

lånekostnader. Selskapets obligasjonslån på 227 millioner USD med forfall i 2016 resulterer i at Songa må betale en fast rente på over 11,5 %. Selskapets tredje form for lånefinansiering kommer fra Statoil og er lån som har som hensikt å finansiere byggingen av selskapets CAT D rigger. Lånene utløper når riggene ferdigstilles som etter planen vil være i 2014 og 2015.

Figur 5-10: Fremtidig forfallende gjeld (tusen USD)



Kilde: Utformet av forfattere.

Figur 5-10 over gir en oversikt over selskapets gjeld og når den forfaller. Begge syndikatene er banklån med sikkerhet i riggene hvor syndikat 1 har sikkerhet i midwater-riggene Songa Mercur, Songa Venus, Songa Trym, Songa Delta og Songa Dee, mens syndikat 2 har sikkerhet i ultradeepwater-riggen Songa Eclipse. Siden selskapet nylig informerte om salget av Songa Eclipse har vi valgt å la være å trekke ut gjelden grunnet mangel på detaljert informasjon rundt statusen til syndikat 2. Vi forventer likevel at lånet blir nedbetalt når salget er gjennomført.

Fra figur 5-10 ser vi at selskapets nåværende gjeld vil forfalle frem mot 2016. Den største andelen forfaller i 2015 og vil med stor sannsynlig medføre at Songa er avhengig av å refinansiere store deler av gjelden sin de kommende årene. Dersom selskapet de neste årene opplever problemer med å få på plass refinansieringen øker også konkurssannsynligheten til selskapet. I tillegg vil usikkerhet knyttet til finansieringen medføre at investorer vegrer seg for å investere i selskapet før nye lån er sikret. Selskapets lånestruktur vil derfor bli sentral senere i verdsettelsen.

Dersom vi ser soliditetsanalysen i sammenheng med selskapets lånestruktur mener vi at Songas syntetiske rating (BB) ikke gir et riktig bilde av selskapets risiko. Med mye gjeld til

forfall de neste årene øker selskapets konkurrisiko og en årlig konkurssannsynlig på 1,36 % ved rating BB vurderer vi som for lav for Songa. Vi velger derfor å nedgradere selskapet til B, og medfører at kreditorenes avkastningskrav som vil bli benyttet i verdsettelsen øker.

6. Prognose

Det tredje steget i verdsettelsen er å utarbeide fremtidsprognoser med utgangspunkt i den kvalitative analysen (strategiske) og den kvantitative analysen (regnskapsbaserte). Prognosene danner grunnlaget for våre fremtidige forventninger til Songa, og vil senere benyttes til å utarbeide selskapets Free Cash Flow to Firm (FCFF) som er et estimat på selskapets fremtidige kontantstrøm. Dette vil bli nærmere forklart i kapittel 7.

6.1 Budsjetthorisont

Før vi kan utarbeide detaljerte prognoser for Songa med utgangspunkt i tidligere analyser, er det nødvendig å bestemme en budsjetteringshorisont. Koller et al. (2010) anbefaler at det benyttes en horisont på 10 til 15 år. For sykliske selskaper eller selskaper i vekst anbefales det at horisonten forlenges. Det kan derimot være vanskelig å utarbeide lange prognoser grunnet usikkerhet knyttet til utviklingen i bransjen.

For våre prognoser utover budsjetteringshorisonten vil det bli beregnet en terminalverdi. Ved utarbeiding av terminalverdien forutsetter vi at selskapet har nådd *steady state*. *Steady state* karakteriseres ved at selskapets vekstrate er konstant samt at en fast andel av selskapets driftsresultat reinvesteres i selskapet (Koller et al. 2010).

Riggbransjen har historisk sett vært en syklisk bransje med oppgangs- og nedgangskonjunkturer og det er nærliggende å anta bransjen også i fremtiden vil være syklisk. Som nevnt medfører dette ifølge Koller et al. (2010) at prognosene bør utarbeides med utgangspunkt i en lang budsjetthorisont. Det er derimot vanskelig å estimere når en eventuell nedgangskonjunktur vil inntreffe og hvor kraftig den vil være. Det vil også være svært krevende å beregne detaljerte prognoser for selskaper med volatile inntekter og kostnader. Vi har ved utarbeidelse av prognosene valgt en budsjetteringshorisont på 8 år for å muliggjøre at nye dagrater basert på vårt markedssyn blir benyttet. I tillegg vil en budsjetteringshorisont på 8 år synliggjøre hvilke virkninger selskapets nye CAT D rigger har for Songa.

6.2 Inntekter

Songas driftsinntekter genereres fra bore- og leteoppdrag utført av selskapets rigger. Med unntak av annen inntekt vil riggens driftsinntekter i sin helhet utgjøre våre inntektsprognoser. Alle riggene i selskapets flåte er for tiden under kontrakt og medfører at verdien av disse kontraktene også vil bli benyttet i prognosen frem til de utløper. Utover kontraktsfestet tid er prognosene våre utarbeidet med forankring i regnskapsanalysen samt den strategiske analysen.

Selskapets inntekter vil estimeres med utgangspunkt dagratene. Det er derimot stor sannsynlighet for at riggene ikke vil være operative gjennom hele året grunnet vedlikehold, oppgraderinger og mobilisering. Dette innebærer at vi ser det nødvendig å justere driftsinntektene i forhold til utnyttelsesgrad. I tillegg vil også utnyttelsesgraden påvirkes av riggens lokalisering og skyldes at etterspørselen varierer mellom de geografiske segmentene. Lav etterspørsel gir økt konkurranse i markedet og kan medføre at selskapet opplever perioder hvor riggene ikke er under kontrakt. Årlige driftsinntekter er dermed gitt ved:

$$\text{Driftsinntekter} = \text{Dagrate} * 365 * \text{Utnyttelsesgrad}$$

For selskapets eldre rigger vil utnyttelsesgraden være lavere ettersom disse er avhengig av vedlikehold og oppgraderinger oftere enn selskapets nye rigger. Dette resulterer i at utnyttelsesgraden vil variere avhengig av riggmodell. For de nye CAT D riggene forventer vi derfor en høyere utnyttelsesgrad enn selskapets 2. og 3. generasjonsrigger.

Vi forutsetter i vår budsjettperiode at selskapets riggflåte ikke endres. Flåten vil bestå av selskapet 5 rigger på nåværende tidspunkt samt selskapets 4 nye CAT D rigger som vil ferdigstilles i 2014 og 2015. Vi forutsetter videre at riggene vil operere innenfor det samme geografiske segment også utover nåværende kontraktstid. Dette medfører at Songa Venus og Songa Merkur vil operere i Sør-øst Asia og utenfor kysten av Cuba i hele prognoseperioden, mens resten av riggflåten vil operere på norsk sokkel. Dette er grunnet store kostnader relatert til påkrevd oppgradering for å få disse inn i det norske markedet.

Songa har ikke oppgitt hva andre inntekter skyldes annet en at de ligger under driftsinntekter. Det er ingen merkbar trend i vekst og standardavviket ligger på 127 %. Målt i

forhold til kontraktsfestede inntekter har de en synkende trend og vi forutsetter derfor at den vil stabilisere seg på et nivå på 2 % i løpet av prognosen basert på snittet av de siste to årene.

Rigger under kontrakt

Tabell 6-1 viser riggens dagrater under nåværende kontraktssituasjon. Dette forenkler estimeringen av selskapets inntekter for prognoseperioden som er utarbeidet senere i kapittelet.

Tabell 6-1 Kontrakter	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Songa Venus	225000							
Songa Mercur	271000							
Songa Dee	340000	340000	340000	340000	340000			
Songa Trym	365000	365000	365000	365000	365000			
Songa Delta	371000	371000	371000	371000	371000			
Songa Equinox		428000	428000	428000	428000	428000	428000	428000
Songa Endurance		428000	428000	428000	428000	428000	428000	428000
Songa Encourage			455000	455000	455000	455000	455000	455000
Songa Enabler			455000	455000	455000	455000	455000	455000

Kilde: Utformet av forfattere basert på årsrapporter

Prognoser for nye kontrakter

Ettersom selskapets 4 CAT D rigger er under kontrakt frem til 2022, med mulighet for forlengelse, vil ikke disse riggene inngå i prognosene som er utarbeidet nedenfor. Prognosene vil derfor kun utarbeides for selskapets 5 midwater rigger.

Oljeprisen er som tidligere nevnt den viktigste driveren bak etterspørselen i riggbransjen. Med utgangspunkt i den strategiske analysen forventer vi fortsatt vekst i etterspørselen etter fossilt drivstoff også de neste årene. Endringer i sosiale- og demografiske forhold i verden i form av høyere levestandard samt økende etterspørsel etter transportmidler i utviklings land antas å ha positive effekter på oljeprisen. Det er også nærliggende å anta at OPEC ønsker en stabil og høy oljepris.

Forventninger til en høy oljepris vil medføre at oljeselskapene øker sine lete- og produksjonskostnader og etterspørselen i bransjen øker. Med en «breakeven» pris estimert til 65 USD fatet for oljeselskapene, vil en høy oljepris de neste årene innebære at det fortsatt vil være lønnsomt å investere i lete- og produksjonsaktiviteter.

Vi anser rivaliseringen i bransjen som lav på nåværende tidspunkt, men ønsker å presisere at det er mange rigger i produksjon som vil ferdigstilles de neste årene. Flestparten av de nye

riggene er ultradeepwater rigger som også kan benyttes i midwater segmentet. Riggene forventes å være mer driftssikre og effektive enn de eldre riggene som opererer i dagens marked og vil derfor utgjøre en trussel for deler av Songas eldre flåte.

Ved kartlegging av makrofoldene så vi nærmere på forventninger til valutakursutviklingen mellom USD og NOK. På kort sikt forventer vi en appresiering av USD, men på lengre sikt anser vi det som vanskelig å estimere utviklingen. Dersom man ønsker å ta hensyn til kursutviklingen må inntekter og kostnader neddiskonteres hver for seg (Kaldestad og Møller, 2011). Siden offentlig tilgjengelig informasjon ikke gir god nok innsikt i hvordan kostnadene fordeler seg mellom amerikanske dollar, norske kroner og andre aktuelle valutaer, velger vi å ta utgangspunkt i valutakursen ved verdsettelsestidspunktet ved omregning til norske kroner.

Songa Dee, Songa Delta og Songa Trym

Songa Dee, Songa Delta og Songa Trym er alle rigger som opererer i midwater segmentet. Riggene er henholdsvis 2. og 3. generasjonsrigger og er bygd på slutten av 1970-tallet og begynnelsen av 1980-tallet. Som vi ser fra tabell 6-1 ovenfor utløper riggens nåværende kontrakter i 2015 og 2016. Ettersom alle de tre riggene opererer på norsk sokkel vil våre prognoser for riggene i stor grad påvirkes av de samme faktorene.

Etterspørselen etter rigger på norsk sokkel er for øyeblikket svært stor og det forventes at oljeselskapene må vente til 2015 for å sikre seg ledige rigger (Økland, 2012). Dersom den norske regjeringen åpner for oljevirkosomhet i nordområdene de neste årene er det også nærliggende å tro at etterspørselen etter rigger vil øke. Strenge sikkerhetskrav begrenser i tillegg antall rigger som er godkjent for å operere på norsk sokkel. Vi forventer derfor at etterspørselen etter rigger forblir relativt høyt frem til dagens kontrakter utløper. Statoil har også opsjoner på riggene ut 2017 og vi antar at disse utøves grunnet etterspørselen i bransjen.

Høye oljepriser medfører at oljeselskapene er villig til å utvide planleggingshorisonten og sikrer seg dermed lengre kontrakter. Ifølge Bjørn Thoresen i Swedbank First Securities er dette en avveining mellom risiko og avkastning for riggselskapene (Økland, 2012). Lengre kontrakter resulterer i mindre risiko for riggselskapene og gir samtidig oljeselskapene mulighet til å få forhandlet frem lavere dagrater. Resultatet kan bli at dagratene stiger mindre enn forventet. Dette ser vi blant annet for Songas CAT D rigger. Fra 2018 antar vi derfor at selskapet vil klare å leie ut Dee, Delta og Trym til noe bedre betingelser. Vi tror Songa vil

klare å oppnå rater på 375 000 USD per dag fra 2018 basert på oppnådde rater for tilsvarende rigger. For disse riggene kan vi forvente en utnyttelsesgrad på 90 % justert for planlagt vedlikehold og oppstart.

Songa Merkur og Songa Venus

Songa Merkur og Songa Venus er begge under kontrakter som utgår i 2013. I motsetning til selskapets rigger som opererer på norsk sokkel, er ikke disse oppgradert de siste årene. Vi forventer dermed at det er knyttet større usikkerhet til fremtidig inntjening ettersom selskapets eldre rigger vil være mindre attraktive i markedet når nye midwater og ultradeepwater rigger ferdigstilles. Med utgangspunkt i eksternanalysen forventer vi en stabilisering i dagratene for disse riggene i perioden frem mot 2020. Vi forventer derfor dagrater på 250 000 USD for begge riggene.

Siden riggene er blant de eldre i markedet forventer vi at behovet for vedlikehold vil øke. Sett i sammenheng med at historisk utnyttelsesgrad for rigger som opererer i Sør-Øst Asia og i Mexicogulften det siste året har vært i underkant av 80 %, forventer vi at utnyttelsesgraden for begge riggene vil være 80 % også for prognoseperioden utover kontraktsfestede inntekter. Tabell 6-2 oppsummerer forventede dagrater utover kontraktsfestet periode.

Tabell 6-2 Nye rater	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Songa Venus		250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
Songa Mercur		250000	250000	250000	250000	250000	250000	250000
Songa Dee						375000	375000	375000
Songa Trym						375000	375000	375000
Songa Delta						375000	375000	375000
Songa Equinox								
Songa Endurance								
Songa Encourage								
Songa Enabler								

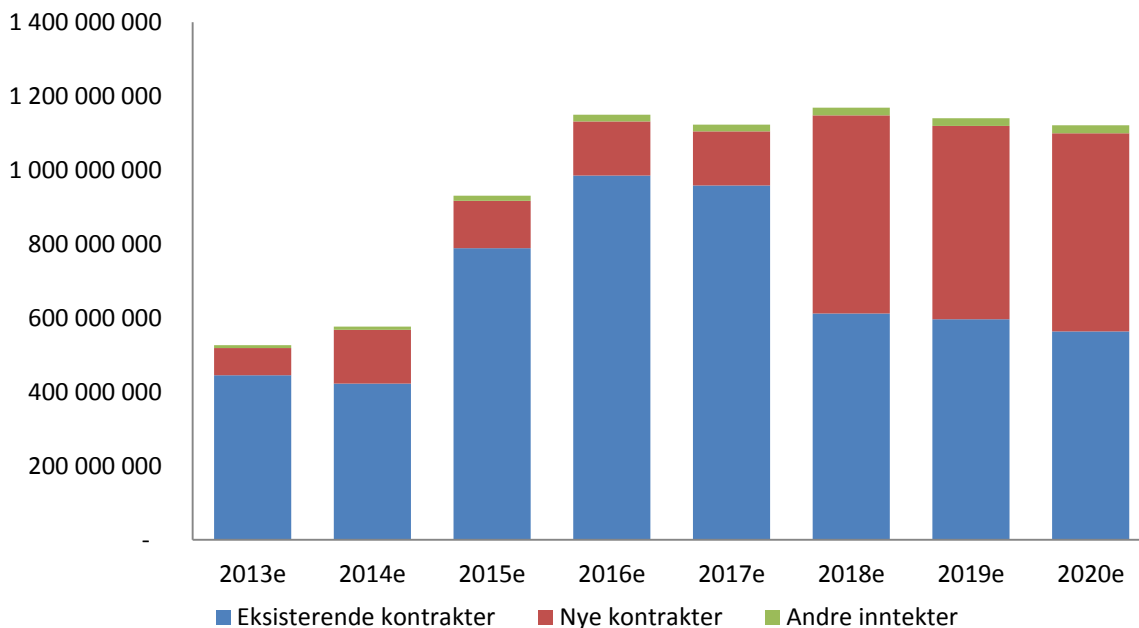
Kilde: Utformet av forfattere

Driftsinntekter for perioden

Våre prognoser for selskapets driftsinntekter er vist i figur 6-1 nedenfor. Foruten noe høyere dagrater for Songa Dee, Songa Trym og Songa Delta skyldes variasjonen i driftsinntekten for perioden 2017 til 2020 at flere av selskapets rigger skal inn til «yard stay». Dette innebærer vedlikehold av riggene og gjennomføres vært 5. år. Med utgangspunkt i selskapets egne

estimerer antar vi at utnyttelsesgraden vil falle 10 % i forbindelse med «yardstay». Prognostiserte utnyttelsesgrader er illustrert og forklart i vedlegg 1.

Figur 6-1: Driftsinntekter (USD)



Kilde: Utarbeidet av forfattere

6.3 Kostnader

I prognosene for Songas kostnader skiller vi mellom driftskostnader, administrasjonskostnader og viderefakturerte kostnader. Selskapets driftskostnader utgjør den største andelen av selskapets kostnader og vil følgelig bli viet mest plass i prognosene.

Driftskostnader (OPEX)

Driftskostnader utgjør alle kostnader som er knyttet til driften av selskapets riggflåte. For å kunne synliggjøre virkningene av at flere av selskapets rigger opererer på norsk sokkel, har vi for prognosene valgt å skille mellom lønnskostnader og andre driftskostnader.

Lønnskostnader knyttet til riggmannskap

For å kunne predikere selskapets fremtidige lønnskostnader velger vi å ta utgangspunkt i estimerer for bransjen hvor lønnskostnader utgjør 50 % av selskapets samlede driftskostnader (jamfør kapittel 5.6.1). I den strategiske analysen konkluderte vi med at mangel på kvalifisert personell kan medføre utfordringer for Songa i form av økte lønnskostnader. I prognoseperioden er det kun 2 av selskapets rigger som ikke vil operere på norsk sokkel. Dette resulterer i at den norske regjeringens krav til sikkerhet og det faktum at

det også stilles krav til norskkunnskaper, begrenser tilbudet av leverandører (arbeidskraft). Dersom veksten på norsk sokkel vedvarer forventer vi at det utdannes for lite kvalifisert personell på kort sikt til å imøtekomme etterspørselen. Vi forventer derfor at selskapets lønnskostnader relatert til driften av riggene vil øke de neste årene. Fra bransjeanalysen ble det med utgangspunkt i SSB sine prognoser estimert at lønnsveksten for offshore-ansatte vil være noe høyere enn for ansatte på fastland, hvor veksten er estimert til 3,9 %, 4,2 % og 4,3 % for 2013, 2014 og 2015. Tabellen nedenfor viser våre estimater for lønnskostnader i prognoseperioden.

Tabell 6-3: Lønnskostnader

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
5,4 %	5,7 %	5,8 %	6,1 %	5,9 %	5,4 %	5 %	5 %

Kilde: Utformet av forfattere

Lønnsveksten er sett i forhold til Songas nåværende lønnskostnader som utgjør 50 % av selskapets driftskostnader og veksten medfører at selskapets lønnskostnader i fremtiden vil utgjøre en større del av selskapets totale driftsinntekter og driftskostnader på norsk sokkel.

Vi forventer en økende vekst i selskapets lønnskostnader frem til 2015. Deretter antar vi at veksten vil avta noe da vi forventer at økt fokus på for lite kvalifisert personell de siste årene har resultert i flere nyutdannede som vil medføre at etterspørselen imøtekommes. Utover prognoseperioden antar vi at forholdet mellom driftsinntekter og lønnskostnader holdes konstant noe som støttes av Kinserdal (2011).

Andre driftskostnader

Andre driftskostnader utgjør de resterende kostnadene som er knyttet til driften av selskapets rigger. I likhet med arbeidskraft forventer vi at økt etterspørsel kan resultere i redusert tilgang på reservedeler og driftsutstyr, og dermed utgjøre en trussel for bransjen i form av økte kostnader og lavere lønnsomhet. Derimot har Songa Delta og Songa Trym nylig gjennomført omfattende oppgraderinger og vi anser deres behov for vedlikehold som mindre. Vi forventer også at vedlikeholdskostnadene per rigg vil reduseres fra 2014 grunnet selskapets nye CAT D rigger som anses for å være mer driftssikre og effektive. I tillegg vil det oppstå stordriftsfordeler relatert til vedlikehold og opplæring ettersom alle riggene er av samme modell.

For Songas resterende kostnader (drivstoff, forsikring o.l.) knyttet til driften, forventes det at disse utvikler seg i takt med selskapets driftsinntekter, da vi finner det vanskelig å utarbeide

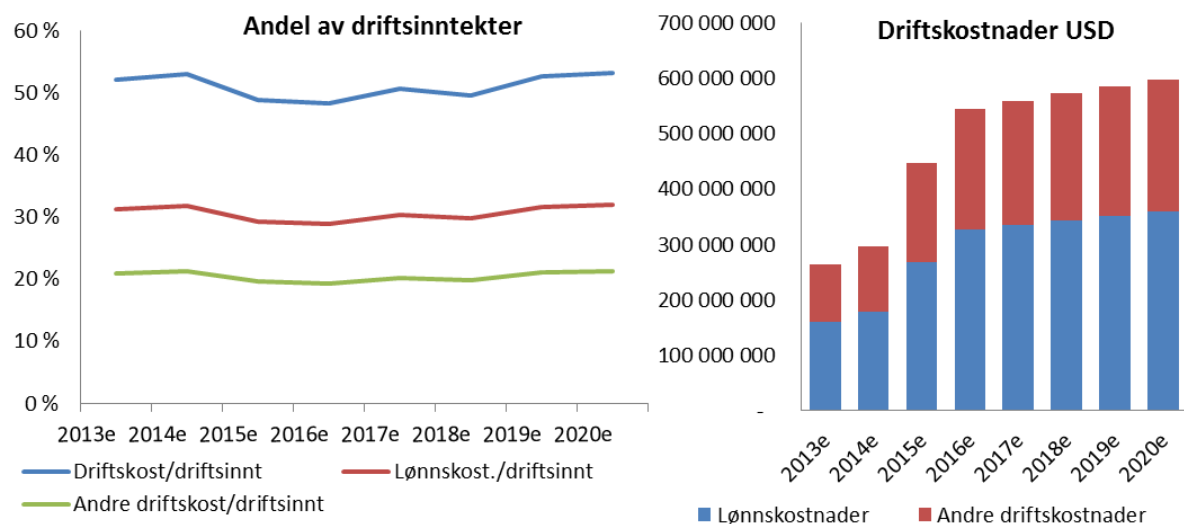
gode estimater grunnet redusert tilgang på detaljert informasjon. Andre driftskostnader har de siste årene utgjort ca. 25 % av selskapets driftsinntekter og vi antar at dette vedvarer i prognoseperioden.

Med utgangspunkt i overnevnte forventes det derfor at selskapets andre driftskostnader målt i forhold til selskapets driftsinntekter vil holde seg stabilt fremover.

Oppsummering driftskostnader

Figur 6-2 oppsummerer selskapets driftskostnader for prognoseperioden. Vi forventer at selskapets totale driftskostnader vil øke markant i perioden 2014 til 2016 grunnet selskapets nye CAT D rigger. Deretter antas veksten å være relativt stabil. Utviklingen er fremstilt grafisk nedenfor.

Figur 6-2: Driftsinntekter og driftskostnader



Kilde: Utformet av forfattere

Administrasjonskostnader

Kinserdal (2011) argumenterer med at administrasjonskostnader bør ses i sammenheng med driftsinntekter, da dette ofte korrelerer. Fra regnskapsanalysen ser vi at administrasjonskostnadene i analyseperioden har holdt seg stabilt i forhold til omsetning. Gjennomsnittlig forhold er på 8 % med standardavvik på 1 %. Grunnet den stabile trenden antar vi derfor at dette forholdet ikke vil endre seg.

Viderefakturerte kostnader

Viderefakturerte kostnader varierer med driftsaktiviteten til Songa. Vi har derfor sett disse i forhold til driftsinntekter. I perioden 2007-2012 ligger disse kostnadene stabilt i forhold til

omsetningen med et snitt på 2 % og standardavvik på 1,36 %. Vi antar derfor at dette også vil gjelde i fremtiden.

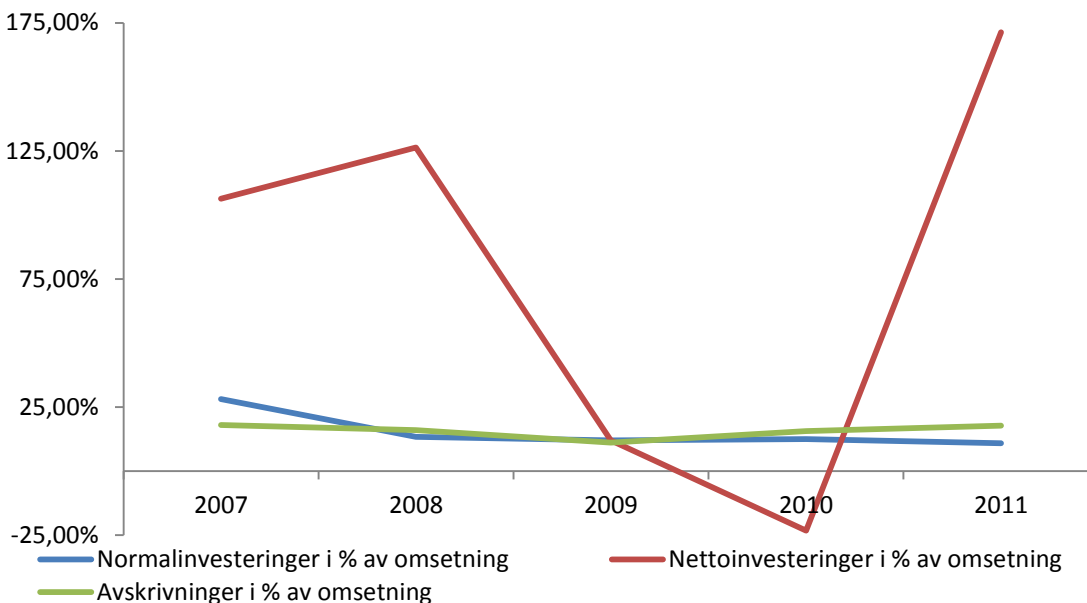
6.4 Driftsinvesteringer

Driftsinvesteringer er sterkt knyttet opp til inntektene til selskapet. For å opprettholde en vekst er det nødvendig med investeringer som opprettholder og øker riggens levetid og i det lange løp tilfører nye rigger ved utrangering av gamle. Store investeringer ved kjøp av nye rigger vil ikke skje hvert år og det er normalt at det investeres jevnlig i nye driftsmidler. Vi vil derfor se på investeringer i forhold til omsetning for å få en oppfattelse av hva som har vært det gjennomsnittlige investeringsnivået nødvendig for å opprettholde dagens omsetning (Kinserdal, 2011). På bakgrunn av dette vil vi deretter estimere fremtidige driftsrelaterte investeringer.

Historiske investeringer

Som figur 6-3 viser, har nettoinvesteringer variert mye i fra 2007-2011. Dette er hovedsakelig på grunn av kjøpet av Songa Trym i 2007, Songa Delta i 2008, salget av Songa Saturn i 2010 og kjøpet av Songa Eclipse i 2011.

Figur 6-3: Investeringer og avskrivninger



Kilde: Utarbeidet av forfattere basert på årsrapporter

Utover disse investeringene er det ikke oppgitt noe annen detaljert informasjon, det kan derfor være vanskelig å skille vekstavhengig og driftsavhengige investeringer. Vi ønsker å

finne normale investeringer og trekker derfor ut kjøp og salg av rigger, samt investeringer i andre selskaper. Normalinvesteringene vi da står igjen med er typisk 5 års klassifiseringer, årlige inspeksjoner og utbedringer av riggene med hensikt å forlenge levetiden. Som tabell 6-4 viser, vil vi derfor få normalinvestering som fluktuerer mindre i forhold til omsetningen.

Tabell 6-4: Investeringer	2007	2008	2009	2010	2011
Utbetaling ved kjøp av rigger	324228	482142	94115	81042	830438
Salg av PPE		290	56	282342	
Investeringer i andre selskaper				50000	91130
Nettoinvesteringer	324228	481852	94059	-151300	921568
Justering for engangsforhold	238500	431000		-232342	863137
Normalinvesteringer	85728	50852	94059	81042	58431
Normalinvesteringer i % av omsetning	28,12 %	13,33 %	11,99 %	12,47 %	10,86 %
Nettoinvesteringer i % av omsetning	106,35 %	126,29 %	11,99 %	-23,28 %	171,29 %
Avskrivninger i % av omsetning	17,93 %	15,95 %	11,09 %	15,64 %	17,71 %

Kilde: Utarbeidet av forfattere basert på årsrapporter

Songa har i gjennomsnitt hatt 15,3 % av salg som normalt investeringsnivå og avskrivninger på 15,7 % av salg. Grunnen til at de har såpass høye investeringer i forhold til omsetning er fordi riggbransjen er svært kapitalintensiv. Året 2007 kan ses på som mindre representativt på grunn av høye investeringer i forhold til omsetning, men vi velger å ta det med i prognosen.

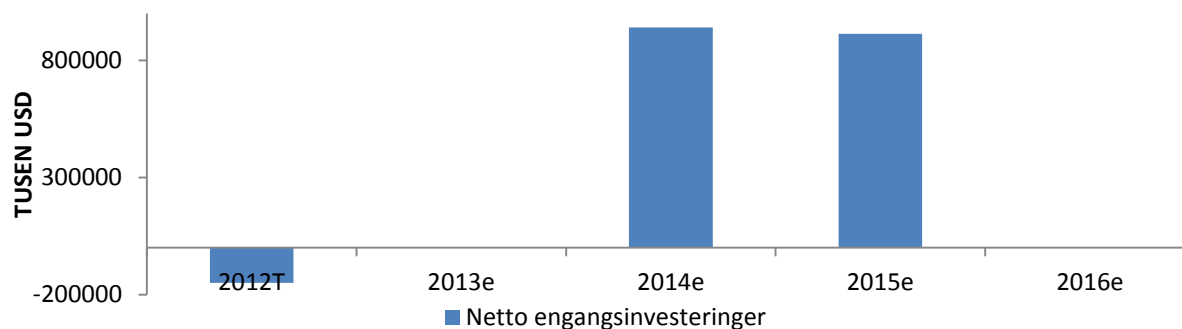
Normalinvesteringer i prognosen

Som sagt tror vi at investeringene er avhengig av omsetningen. Gjennomsnittet i prosent av salg har hatt en svak synkende trend etter 2007. Da dette nivået er noe lavere enn avskrivningene mener vi at den må øke i fremtiden. I teorien vil investeringer være lik avskrivninger. I praksis vil dette ikke være tilfellet på grunn av økonomisk vekst og inflasjon. Ettersom det er vanskelig å skille ut driftsavhengige investeringer har vi derfor målt disse opp mot avskrivninger, og setter de til 16 % av omsetning. Fremfor å spå hver eneste investering Songa kommer til å foreta bruker vi dette normalnivået som prosent av omsetning. Denne økningen støttes av Songas normale budsjetterte kostnader for 5 års klassifiseringer og årlige inspeksjoner samt kapasitetsinvesteringer for å opprettholde drift i overskuelig fremtid (Songa, 2012a). Derfor vil dette blir sett på som et langsiktig nødvendig investeringsnivå, ergo blir det også brukt i terminalberegningen.

Engangsinvesteringer i prognosen

I tillegg til normalinvesteringer vil Songa foreta en del unormalt høye investeringer fremover. Dette er knyttet til CAT D riggene og oppgradering av nåværende flåte.

Figur 6-4: Netto engangsinvesteringer



	2012T	2013e	2014e	2015e
Salg av Songa Eclipse	-590000			
Ekstrakostnader knyttet til verftsopphold	214000		37000	
Kostnader Knyttet til CAT D rigger	226000		904000	914000
SUM	-150000	0	941000	914000

Kilde: Utarbeidet av forfattere

Som illustrert i figur 6-4 vil Songa i 2012 ha en negativ netto engangsinvestering som er knyttet til salget av Songa Eclipse. Engangskostnader i 2012 vil være relatert til forhåndsbetaling for CAT D riggene Encourage og Enabler som ligger på 20 % (113'' USD) av totalkostnad. Verftsopphold for Songa Dee, Trym og Delta knyttet til oppgraderinger vil ligge på henholdsvis 18, 56 og 140 millioner dollar. Her bør det legges til at kostnadene for Songa Trym mest sannsynlig kommer til å overskride budsjettet på grunn av forsinkelser, og at kostnadene for Songa Delta ble overskredet med om lag 100 millioner dollar (TDN Finans, 2012). For 2013 vil det ikke påløpe spesielle engangsinvesteringer. Engangsinvesteringer i 2014 er knyttet til et verftsopphold grunnet oppgradering av Songa Dee. Samt betaling av resterende beløp på CAT D riggene Equinox og Endurance ved levering. I 2015 vil Songa få engangskostnader knyttet til levering av de resterende CAT D riggene.

Utover dette ser vi det ikke som sannsynlig at Songa vil få noen flere unormale engangsinvesteringer i prognoseperioden. Vi ser på Songa som et mer modent selskap etter disse kapasitetsinvesteringene og budsjetterte normalinvesteringer vil derfor være representativt for fremtiden.

6.5 Arbeidskapital

Operasjonell arbeidskapital representerer oppbundet kapital nødvendig for den daglige driften, og finnes ved å trekke operasjonell kortsiktig gjeld fra operasjonelle omløpsmidler (Koller et al., 2010). Disse verdiene har vi funnet under omgrupperingen av balansen. Grunnen til at vi ønsker å finne den operasjonelle arbeidskapitalen er for å finne nødvendig driftsrelaterte omløpsmidler ved en eventuell vekst. Siden arbeidskapital er en beholdningsstørrelse ønsker vi derfor å se på endringen, som vil påvirke kontantstrømmen negativt (økning i AK) eller positiv (reduksjon i AK). Tabell 6-4 viser historisk driftsrelatert arbeidskapital som grovt regnet er omløpsmidler fratrukket kortsiktig gjeld, der kortsiktig er definert som innen ett år.

Tabell 6-5: Historisk Arbeidskapital	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Omsetning	304860	381532	784682	649907	522116	551116
Omløpsmidler						
Kundefordringer og andre fordringer	33943	44489	148404	99835	60910	126627
Forskuddsbetalinger	4154	18547	4658	4130	6730	6812
Påløpte inntekter	29199	11130	13019	1385	4970	16479
Utsatte kostnader		2515				
Andre omløpsmidler	7018	4410	28240	15227	90980	99787
Kontanter og kontantekvivalenter	46278	57917	68842	98656	79257	83659
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	120592	139008	263163	219233	242847	333364
Kortsiktig Gjeld						
Leverandørgjeld og andre forpliktelser	34344	10394	25688	19570	43332	26096
Utsatt inntekt	7815		9546	5602	4599	11803
Annen kortsiktig gjeld	7927	19934	37548	32209	105602	36756
Betalbar skatt	0	2167	35424	21321	12515	67033
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	50086	32495	108206	78702	166048	141688
Driftsrelatert arbeidskapital	70506	106513	154957	140531	76799	191676
% av salg	23 %	28 %	20 %	22 %	15 %	35 %
Endring i arbeidskapital		36007	48444	-14426	-63732	114877

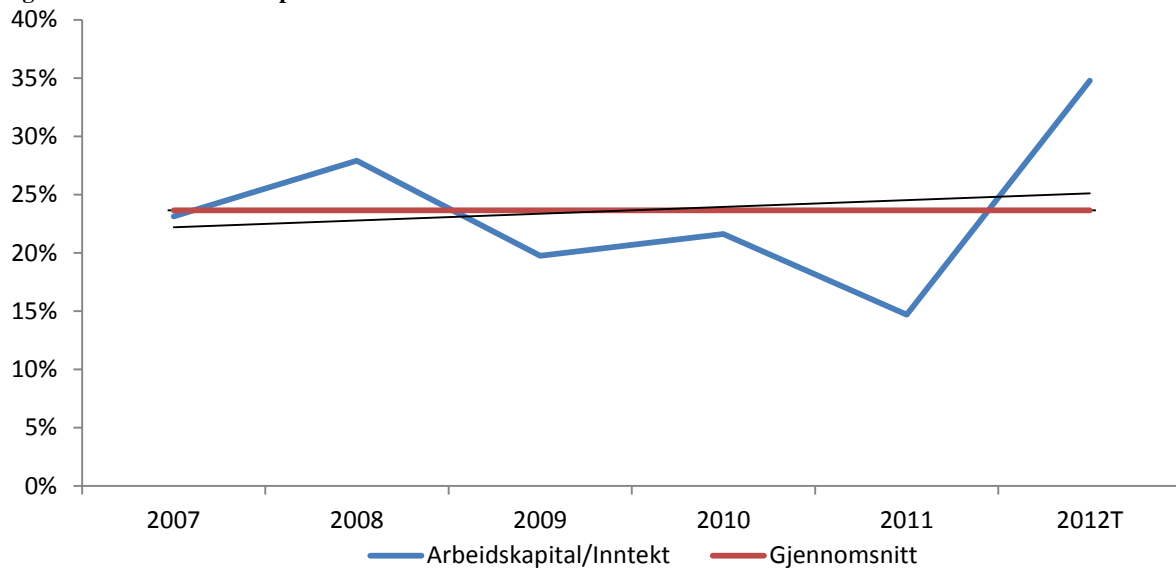
Kilde: Utformet av forfattere

Siden vi ønsker å se på den operasjonelle arbeidskapitalen har vi i henhold til Kinserdal (2011) ekskludert kortsiktig rentebærende gjeld da vi har omgruppert dette til finansiell gjeld²⁵. Når det gjelder kontanter og kontantekvivalenter har vi som tidligere beregnet en

²⁵ Se kapittel 5.5 Omgruppering av balansen

operasjonell kontantbeholdning som utgjør 15,18% av driftsinntekter. Endring i driftsrelatert arbeidskapital kan være veldig ustabil fra år til år. For å forsikre oss om at vi ikke baserer arbeidskapital på et unormalt år er det, ifølge Damodaran (2002), viktig å se på historiske tall og knytte endringene i arbeidskapital i forhold til salg.

Figur 6-5: Andel arbeidskapital av inntekt



Kilde: Utformet av forfattere

Som figur 6-5 illustrerer varierer andel arbeidskapital av inntekt noe, med et gjennomsnitt på 24 % og et tilhørende standardavvik på 6,35%. Som man ser av trendlinjen (sort linje), har vi en svak økning. Vi antar derfor en svak vekst til en stabil andel på 26 % som er noe lavere enn bransjesnittet på 32 %. I steady state vil dette være uproblematisk da det er endringen vi er interessert i.

7. Verdivurdering av Songa

7.1 Fundamental verdsettelse

7.1.1 Avkastningskrav

For å kunne estimere verdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer er vi avhengig av å beregne et avkastningskrav for selskapet. Avkastningskravet skal gjenspeile risikoen for både aksjonærer og kreditorer og beregnes med utgangspunkt i selskapets *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), som uttrykker aksjonærenes og kreditorenes samlede avkastningskrav. WACC representerer alternativkostnaden for investorer ved å investere i et selskap sett i forhold til en annen investering gitt samme risiko (Koller et al., 2010). Modellen er gitt ved:

$$WACC = \frac{EK}{EK + G} * K_{EK} + \frac{G}{EK + G} * R_G * (1 - S)$$

der, EK = Egenkapital
 G = Gjeld
 K_{EK} = Avkastningskrav på egenkapital
 K_G = Avkastningskrav på gjeld
 S = Skattesats

Aksjonærenes avkastningskrav er uttrykt ved K_{EK} , mens kreditorenes avkastningskrav er uttrykt ved K_G . For å kunne ta hensyn til skattefordelen knyttet til selskapets rentekostnader justeres avkastningskravet på gjelden med skattesatsen.

Egenkapitalen er beregnet ved å benytte markedsverdien av egenkapitalen hvor antall aksjer er multiplisert med aksjens markedspris. For selskapets gjeld vil det derimot bli benyttet bokført gjeld og skyldes at det er krevende å beregne markedsverdien for gjeld som ikke omsettes i markedet. Dette gjelder eksempelvis banklån og privatlån.

Koller et al. (2010) argumenterer med at man bør vekte avkastningskravet på gjeld og egenkapital ved å bruke målsatte vekter. Dette er grunnet at dagens kapitalstruktur ikke nødvendigvis er representativ for fremtiden. Ved å bruke målsatt kapitalstruktur unngås problemet med WACC-sirkularitet. WACC-sirkularitet forekommer når man bruker dagens markedsverdi av vektene ved at det nettopp er denne verdien man prøver å finne i verdsettelsen.

Avkastningskrav til egenkapitalen

Det fins flere metoder for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Blant annet kapitalverdimodellen (CAPM), Fama-French trefaktormodellen og APT (arbitrage pricing theory model). Hovedforskjellen i disse modellene er hvordan de definerer risiko. Koller et al. (2010) argumenterer med at CAPM er den beste modellen for å estimere avkastningskravet på egenkapitalen og at den er mye brukt i praksis. Vi har derfor valgt å benytte denne. Forutsetninger for CAPM er at vi har et perfekt kapitalmarked uten transaksjonskostnader og at alle investorer er veldiversifiserte.

$$K_{EK} = r_f + \beta_i * R_m$$

der, r_f = Risikofri rente
 β_i = Betaen til selskapet
 R_m = Markedets risikopremie

Risikofri rente benyttes for investeringer vi med sikkerhet vet utfallet for, det vil si når forventet avkastning er lik faktisk avkastning (Damodaran, 2002). Det er to forutsetninger som må oppfylles for at investeringen kan antas å være risikofri;

- Det er ingen risiko for at investeringens underliggende aktivum går konkurs.
- Det er ingen risiko knyttet til reinvesteringer.

Forutsetning 1 medfører at private selskaper ekskluderes ettersom det for alle selskaper er en sannsynlighet for konkurs. Kun investeringer i statlige verdipapirer kan derfor regnes som risikofrie. Forutsetning 2 resulterer i at løpetiden for den risikofrie investeringen ikke kan avvike fra investeringshorisonten ettersom det er risiko for at reinvesteringen gir en annen avkastning en opprinnelig ønsket.

Betaen er et mål på selskapets systematiske risiko og måler til hvilken grad selskapets og markedets avkastning beveger seg i samme retning (Bodie et al., 2008). Betaen er gitt ved samvariasjon mellom selskapet og markedet delt på markedsvariansen:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma_M^2}$$

Markedets risikopremie uttrykker meravkastningen investorer forventer å få ved å investere i markedsporteføljen sett i forhold til risikofrie investeringer. I motsetning til statsobligasjoner

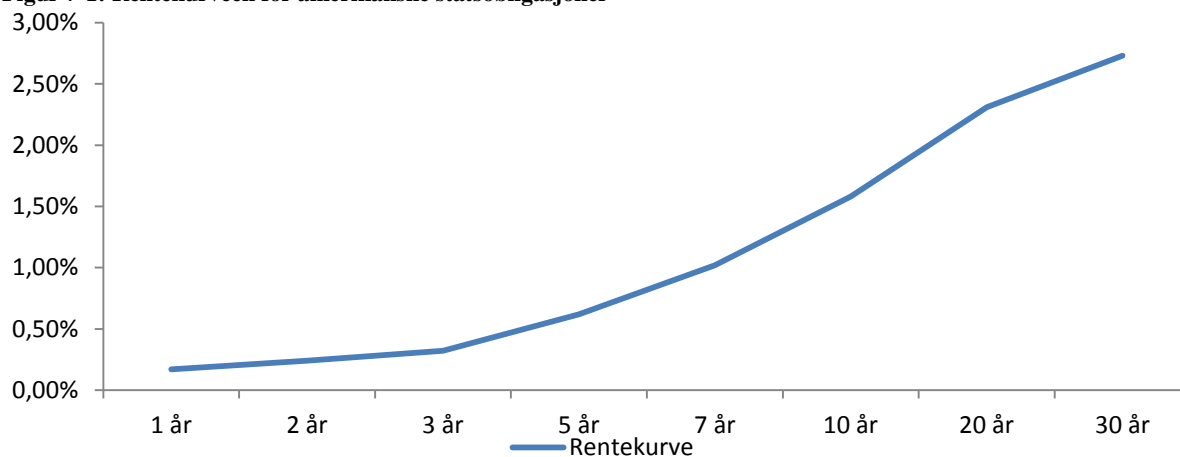
er ikke markedsporteføljen ansett som risikofri. Dette medfører at investorer ønsker å bli kompensert for økt risiko i form av høyere avkastning.

Risikofri rente

Risikofri rente beregnes ved å ta utgangspunkt i statsobligasjoner. En optimal tilnærming vil være å benytte renten på obligasjoner med samme forfallstidspunkt som kontantstrømmene da dette gjenspeiler den riktige risikoen. Eksempelvis vil kontantstrømmer 5 år frem i tid neddiskonteres med renten på 5 års statsobligasjoner. I praksis er derimot denne tilnærmingen sjeldent anvendt. Det er i stedet vanlig å benytte seg av en fast rente som blir anvendt for hele prognoseperioden. Koller et al. (2010) anbefaler at nullkupongobligasjoner med 10 års løpetid benyttes. For å unngå inflasjonseffekter og valutarisiko bør også statsobligasjoner denominert i samme valuta som kontantstrømmene anvendes.

Siden Songas årsregnskap er oppgitt i USD velger vi å benytte amerikanske statsobligasjoner hvor rentekurven er vist i grafen nedenfor. En stigende rentekurve indikerer at det forventes en høyere rente i fremtiden. For prosjekter med kort horisont vil det derfor anvendes en lavere rente enn for prosjekter med lang horisont. Vi har i verdsettelsen valgt å benytte oss av statsobligasjoner med 30 års løpetid. Selv om obligasjoner med lang løpetid kan anses som mindre likvide, mener vi at dagens lave rentenivå ikke gir et riktig bilde av fremtidig risikofri rente da verdsettelse er basert på evig drift av selskapet. For statsobligasjoner med 30 års løpetid er renten 2,73 %.

Figur 7-1: Rentekurven for amerikanske statsobligasjoner



Kilde: Utformet av forfattere basert på data fra U.S Department of Treasury

Markedets risikopremie

Markedspremien kan beregnes ved bruk av ulike tilnærminger. Damodaran (2012) skildrer tre hovedmetoder som benyttes:

- Utarbeide en gjennomsnittlig risikopremie ved innsamling av estimater fra investorer, forskere og lignende.
- Benytte data hvor historisk avkastning til markedet sammenlignes med historisk risikofri rente.
- Estimere risikopremien fremover ved å ta utgangspunkt i dagens markedsavkastning.

Koller et al. (2010) har ved bruk av de ulike metodene presentert ovenfor observert markedets risikopremie til mellom 4,5 % og 5,5 %. Risikopremien endres derimot fortløpende grunnet svingninger i markedet og det er nærliggende å tro at finanskrisen har medført at risikopremien har økt noe de siste årene. Det må derfor gjøres en avveining mellom kvaliteten på dataene samt når beregningene er gjennomført. Fernandez et al. (2011) har i en undersøkelse med utgangspunkt i professorer, analytikere og selskapers egne estimater beregnet risikopremien til litt over 5 %. Sett overnevnte i sammenheng har vi valgt å benytte en risikopremie på 5,5 %.

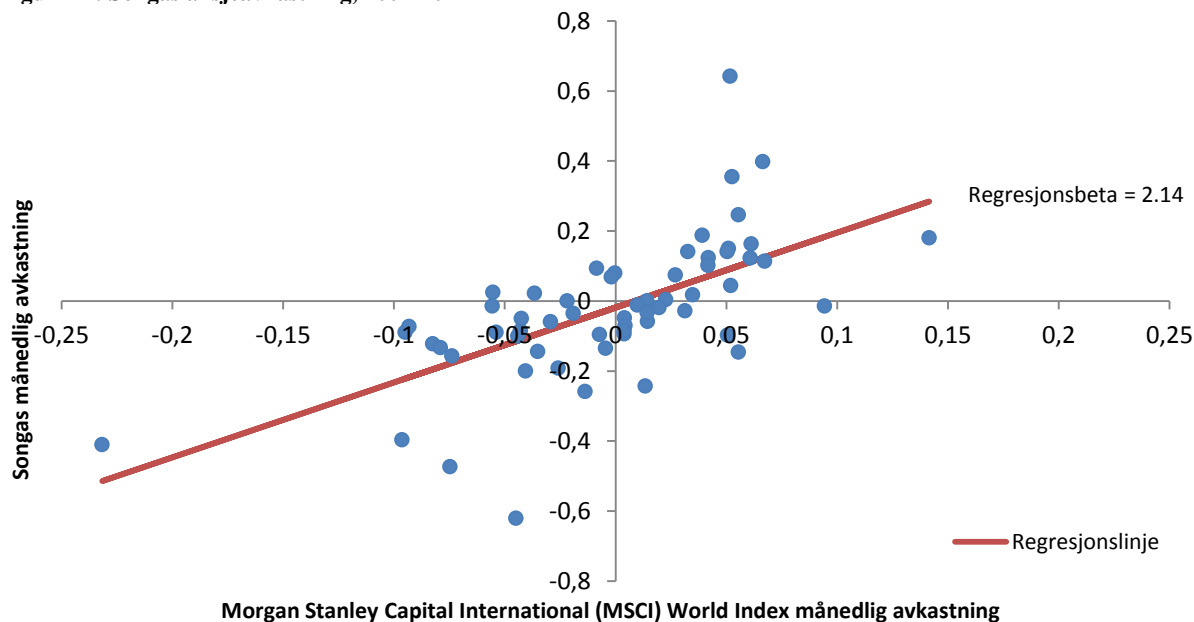
Beta

Som beskrevet er aksjebetaen et mål på risiko, og viser hvor mye aksjen varierer i forhold til markedet. Jo høyere betaen er, jo mer vil aksjen variere i forhold til markedsporteføljen. Risikofrie investeringer vil derfor ha en beta lik 0. Siden betaen ikke er direkte observerbar har vi estimert den basert på bransjesnittet.

Første steg er å regne ut en ubehandlet (raw) beta ved hjelp av en regresjon mot markedsporteføljen. I teorien er markedsporteføljen en verdivektet portefølje av alle aksjer og verdipapirer i markedet (Berk og DeMarzo, 2011). Som estimat på markedsporteføljen har vi brukt Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index, som er en indeks bestående av 6000 aksjer fra 24 land. Grunnen til at vi har valgt MSCI fremfor for eksempel OSEBX er fordi Oslo børs, i likhet med Songa, er veldig eksponert mot oljeprisen. For å beregne betaen har vi brukt månedlig data fra de siste 5 årene (60 observasjoner). Grunnen til at vi har valgt månedlige observasjoner er for å unngå skjevheter grunnet «bid-ask bouce²⁶», illikviditet og handel etter børs slutt. Denne fremgangsmåten støttes også av Black et al. (1972) og Aleksander og Chervany (1980). Figur 7-2 viser forholdet mellom avkastningen fra 2007 til 2012.

²⁶ Aksjepriser registreres med hensyn på siste byttehandel. Den registrerte aksjeprisen vil derfor være avhengig om siste registrering er basert på bid price eller ask price.

Figur 7-2: Songas aksjeavkastning, 2007-2012



Kilde: Utformet av forfattere

Regresjonslinjen i figur 7-2 gir beste lineære sammenheng mellom Songas avkastning og avkastningen på markedsporteføljen ved hjelp av minste kvadraters metode som er basert på laveste sum kvadrerte avkastningsavvik. Regresjonen er gitt ved følgende formel:

$$R_j = a + b \times R_m$$

,hvor R_j er aksjeavkastningen, R_m er avkastningen på markedet, a er skjæringspunktet til y-aksen og b er stigningstallet til regresjonen. Som figuren illustrerer er Songas ubehandlede beta 2.14 (stigningstallet til regresjonslinjen). Regresjonens forklaringskraft (R^2) er på 40,1 % med standardavvik på 15 %. Dette er lavere enn forklaringskraften vi får ved å sammenligne Songa mot Oslo Børs. Men, i følge Benninga (2008) kan en lavere R^2 forklares i at selskapet har lavere systematisk risiko. Vi ser på dette som fornuftig gitt markedet vi sammenligner Songa med (verden).

Det høye standardavviket til betaestimatet over sier at utregningen kan være signifikant høyere og lavere en den «riktige» betaen. For å forbedre Songas betaestimat har vi justert det med tanke på industribetaen ved å bruke bottom-up beta utregning ved å se på peers.

Dette har vi gjort ved å (1) beregne betaen til Songas konkurrenter, (2) beregnet gjennomsnittet av disse betaregresjonene og funnet den operasjonelle (unlevered) betaen ved å bruke utregnet gjennomsnittlig markedsbasert gjeldsgrad for konkurrenter. For så å (3), justere medianen med Songas målsatte gjeldsgrad. Ved å bruke denne metoden vil vi få et

signifikant lavere standardavvik i forhold til den enkle regresjonsbetaen utregnet over. Grunnen til det er at et gjennomsnitt er mer presist enn en enkel beta. Dette er vist ved følgende formel:

$$\text{Standardavvik ved bottom – up beta} = \frac{\text{Gj. Snittlig St. Avvik på Betaer}}{\sqrt{\text{Antall selskap i utvalget}}}$$

Selskapene vi har brukt for å finne den operasjonelle industribetaen er følgende: Transocean, Noble Energy, Diamond Offshore, EnSCO, og Seadrill (definert som bransjen tidligere). Betaer for de respektive selskapene er funnet på lik måte som for Songa. For netto finansiell gjeld har vi som med Songa lagt til grunn operasjonelle kontanter og kontantekvivalenter tilsvarende 15,18 % omsetning. Den operasjonelle betaen er gitt ved:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T_C) \times \frac{D}{E}}$$

Hvor:

β_L = Beta med gjeld

T_C = Bedriftsskatt

D/E = Gjeldsgrad

Ved å benytte denne formelen har vi kommet frem til en median operasjonell beta på 0,9 blant peers. Deretter har vi funnet Songas beta ved å inkorporere gjeldsgraden samt bedriftsskatten. Etersom WACC forutsetter en konstant kapitalstruktur som er en åpenbar svakhet med metoden er det viktig å se på hva som er en troverdig kapitalstruktur fremover (Mjøs, 2012). Dette på grunn av at det skal være konsistens mellom vektene i WACC-en og beta-beregningen (Kaldestad og Møller, 2011). I tabell 7-1 følger en analyse av historisk kapitalstruktur.

Tabell 7-1: Kapitalstruktur	2007	2008	2009	2010	2011
Finansiell gjeld	805593	1188725	900531	419032	1118744
Finansielle eiendeler	17929	584	0	87727	4469
Netto finansiell gjeld	787664	1188141	900531	331305	1114275
Aksjepris pr 31.12 (USD)	13,59	1,89	5,26	5,51	3,06
Antall aksjer	87267	105308	105308	136848	136848
Market Cap	1185606	198580	553867	754296	418082
E/EV	0,60	0,14	0,38	0,69	0,27
G/EV	0,40	0,86	0,62	0,31	0,73

Kilde: Utformet av forfattere

Som man ser av tabellen er gjeldsandelen (G/EV) veldig sensitiv til svingninger i aksjekursen. Gjeldsgraden har økt det siste året, som samsvarer med ledelsens strategi om å øke gearingen (Songa 2011a). Dette er gjort ved å hovedsakelig utstede obligasjons- og banklån i forbindelse med kjøpet av Songa Eclipse og utgifter knyttet til Cat D rigger. Selskapet har som mål å optimalisere kapitalstrukturen og har planer om å balansere den gjennom fremtidige dividender, emisjoner og tilbakekjøpsprogrammer (Songa, 2011a). Basert på dette og den historiske analysen av kapitalstrukturen forutsetter vi en målsatt gjeldsandel på 58 % som tilsvarer gjennomsnittet mellom 2007 og 2010. Det bør påpekes at dette fremdeles er høyere en bransjesnittet på 30 %.

Dette har gitt oss en beta på 2,11 for Songa som i stor grad samsvarer med den tidligere funnet. En beta på 2,11 vil si at vi kan forvente at Songa vil svinge ca. dobbelt så mye i forhold til markedsporteføljen og skyldes i hovedsak den finansielle gearing til Songa. På grunn av den store gjeldsandelen vil betaens påvirkning på avkastningskravet bli vesentlig dempet da dette vektet inn i WACC-en. I tabell 7-2 under følger en illustrasjon av gjeldseffekten på betaen.

Tabell 7-2: Gjeldseffekt på beta

Gjeldsandel	Gjeldsgrad	Beta	Gjeldseffekt på Beta
0	0 %	0,90	0,000
10 %	11 %	0,99	0,090
20 %	25 %	1,10	0,202
30 %	43 %	1,24	0,346
40 %	67 %	1,43	0,538
50 %	100 %	1,70	0,807
60 %	150 %	2,11	1,210
70 %	233 %	2,78	1,883
80 %	400 %	4,12	3,228
90 %	900 %	8,16	7,263

Kilde: Utformet av forfattere

Det bør påpekes at benyttet metode kun lar oss kontrollere for finansiell gearing. Vi har derfor forutsatt at den operasjonelle gearingen er tilsvarende mellom Songa og peers. Dersom det skulle være stor forskjell mellom operasjonell gearing mellom selskapene ville det ha krevd en beregning av selskapsbeta hvor effekten av operasjonell gearing fjernes. Følgende fremgangsmåte kan da benyttes:

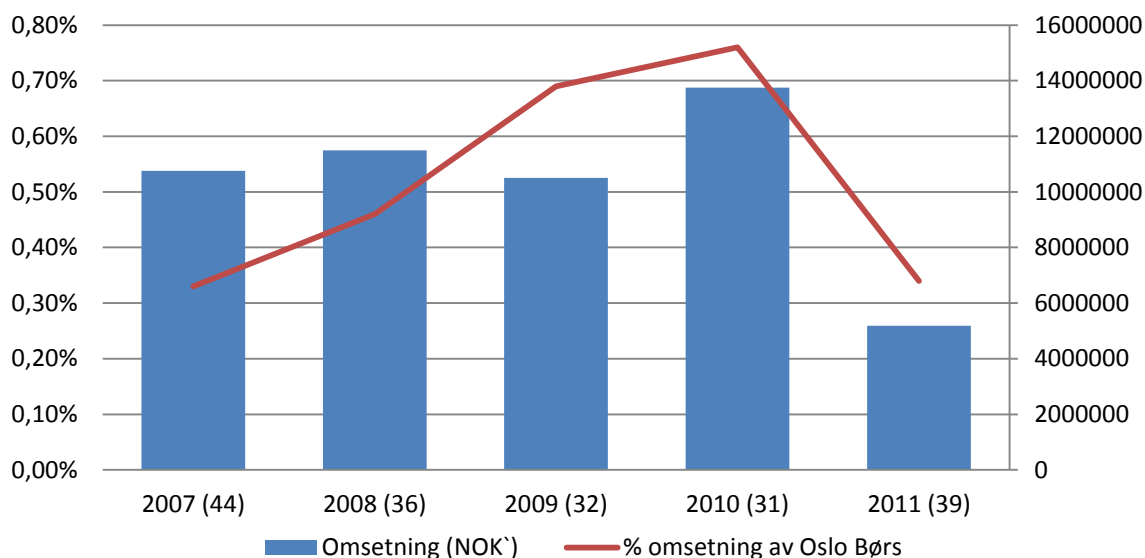
$$\text{Selskapsbeta} = \frac{\text{Operasjonell beta}}{1 + \frac{\text{Faste kostnader}}{\text{Variable kostnader}}}$$

Likviditetspremie

I tillegg til avkastningskravet beregnet ved bruk av CAPM kan det vurderes om det skal tillegges likviditetsrisiko i form av en likviditetspremie. Likviditetsrisiko påløper dersom det er sannsynlighet for at man ikke får omsatt aksjen til full pris. Ved lav omsetning/likviditet i markedet kan det påløpe økte transaksjonskostnader i forbindelse med kjøp og salg og illikvide aksjer kan være vanskelig å få omsatt i fallende markeder. For dette krever investorer å bli kompensert i form av en likviditetspremie. Kaldestad og Møller (2011) peker på flere faktorer som påvirker likviditetsrisikoen. Blant annet:

- Vanskelig å omsette underliggende eiendeler
- Tid til/sannsynlighet for børsnotering
- Størrelsen på selskapet
- Høy beta (Selskaper med høy beta kan være vanskelige å omsette i nedgangskonjunkturer)

I Songas tilfelle er selskapet allerede notert på Oslo Børs og fra figur 7-3 ser vi at handelen av selskapets aksje de siste 4 årene har utgjort mellom 0,33 % og 0,76 % av den totale omsetningen på børsen. De har også for hele perioden vært blant de 44 mest omsatte selskapene (plassering vises i parentes bak årstall). Betaen til Songa er 2,11 og dette kan anses for å være høyt sammenlignet med andre selskaper i bransjen, men riggbransjen opplever for tiden en oppgangskonjunktur og vi tror også selskapets eiendeler (rigger) er relativt omsettelige i dagens marked (jamfør substansverdimetoden presentert senere). Med utgangspunkt i overnevnte anser vi likviditetsrisikoen til Songa som lav og finner det derfor ikke nødvendig å innkalkulere en likviditetspremie i avkastningskravet.

Figur 7-3: Omsetning Songa

Kilde: Oslo Børs (2012b). Figur utformet av forfattere.

Oppsummering egenkapitalkrav

Ved å bruke de utregnede innsatsfaktorene i CAPM får vi følgende avkastningskrav på egenkapitalen:

Tabell 7-3: Egenkapitalkrav

Markedets risikopremie	5,50 %
Risikofri rente	2,73 %
Beta	2,11
CAPM	14,3 %

Avkastningskrav på gjeld

Kreditorenes avkastningskrav kan utarbeides ved bruk av ulike metoder. Alternativt kan kravet beregnes ut fra virkelige lånekostnader hvor kravet fremkommer ved å vekte de ulike gjeldskravenes lånekostnader i forhold til andel av selskapets totale gjeld. For Songa vil dette, forenklet forklart, medføre en vekting mellom lånekostnadene til selskapets lån med sikkerhet i riggene og de usikrede obligasjonslånene. Derimot velger vi å ta utgangspunkt i markedsrentene, da målet er å finne en alternativkostnad for kreditorene (Kaldestad og Møller, 2011).

Konkursrisiko

I kapittel 5 utarbeidet vi, med utgangspunkt i soliditetsanalysen, en syntetisk rating for Songa basert på ulike forholdstall. I tillegg til at ratingen gir oss et estimat på

konkurssannsynlig til Songa, beregnes det også et risikopåslag som definerer selskapets konkurrrisiko. Analysen ga oss en syntetisk rating lik BB, men ettersom ratingen benytter historiske regnskapstall blir ikke fremtidige utfordringer knyttet til finansiering og lånestruktur hensyntatt. Sett i sammenheng med Songa har et stort refinansieringsbehov de neste årene, nedgraderte vi selskapet fra BB til B. Dette gir oss en årlig konkurssannsynlighet lik 6,08 % og en kredittrisikofaktor på 1 (jamfør tabell 5-9).

Risikofri rente

Ettersom avkastningskravet inngår i beregningen av selskapets WACC finner vi det nødvendig med konsistens mellom risikofri rente i avkastningskravet på egenkapitalen og avkastningskravet på gjelden. Som risikofri rente vil derfor 30 års statsobligasjoner med rente lik 2,73 % benyttes.

Risikopremie

Ifølge Gjesdal og Johnsen (1999) er risikopremie (β_G * markedspremien) svært lav og skyldes at risikoen knyttet til kredittapets størrelse, sett i forhold til forventet tap, er liten sammenlignet med vanlig markedsrisiko. I tillegg er risikoen i stor grad usystematisk og kan derfor reduseres ved diversifisering. Risikopremien settes derfor lik 0.

Avkastningskravet på finansiell gjeld er dermed gitt ved:

$$K_G = r_f + \text{Kredittrisikofaktor} * r_f$$

, hvor andre ledd i formelen er selskapets kredittrisikopremie. Ved beregning av WACC benyttes nominell kypriotisk skattesats på 10 % siden målet er å beregne alternativkostnaden til kreditorene. Dette gir oss et avkastningskrav på 4,91 % etter skatt.

Tabell 7-4: Avkastningskrav på gjeld

Risikofri rente	2,73 %
Konkurrrisiko	2,73 %
Avkastningskrav på gjeld (før skatt)	5,46 %
Skattesats	10 %
Avkastningskrav på gjeld (etter skatt)	4,91 %

Kilde: Utformet av forfattere

Oppsummering WACC

Ved å vekte egenkapitalkravet og gjeldskravet med de respektive målsatte markedsverdibaserte vektene ved hjelp av WACC-formelen beskrevet tidligere i dette

kapittelet, får vi et avkastningskrav på total kapital på 8,85 %. Dette er oppsummert i tabell 7-5 nedenfor:

Tabell 7-5: WACC

Risikofri rente	2,73 %
Markedets risikopremie	5,50 %
Beta	2,11
Likviditetspremie	0
Avkastningskrav til egenkapitalen	14,3 %
Avkastningskrav på gjeld (før skatt)	5,46 %
Skattesats	0,1
Avkastningskrav på gjeld (etter skatt)	4,91 %
Egenkapitalandel	42,00 %
Gjeldsandel	58,00 %
Avkastningskrav (WACC)	8,85 %

Kilde: Utformet av forfattere

7.1.2 Beregning av fri kontantstrøm

Siden vi benytter oss av fri kontantstrøm på EBITDA-nivå kan det bli sett på som operasjonell kontantstrøm til selskapet (FCFF). Dette inkluderer hva selskapet klarer å generere til både kreditorer og aksjonærer. Utregning av FCFF basert på EBITDA er som følger:

$$FCFF = EBITDA - skatt - Investeringer - \Delta Op. arbeidskapital$$

,hvor skatt er gitt ved (Kinserdal, 2011):

$$Skatt = (EBITDA - Normalinvesteringer) * skattesats$$

En hovedregel ved beregning av skattesats er at man ikke skal benytte historisk effektivt skattesats da dette blant annet kan inkludere fremførbare underskudd, effekten av merverdi på oppkjøp og skatt på historiske gevinster (Kinserdal, 2011). Vi tar derfor utgangspunkt i selskapets nominelle skattesats. Songa er registrert og opererer fra Kypros hvor det benyttes en skattesats på 10 %. For selskaper i vekst hvor det er ventet at nye investeringer vil bli foretatt bør skattesatsen nedjusteres grunnet effekten av økte avskrivninger. Ettersom Songa de neste årene vil foreta store investeringer i nye rigger har vi valgt å benytte en skattesats på 8 %.

På bakgrunn av beregninger og antakelser i tidligere kapitler får vi følgende kontantstrøm i prognoseperioden:

Tabell 7-6: KONTANTSTRØM	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TY
Driftsinntekter	508660	559102	914727	1134730	1108398	1158453	1113407	1126687	1160719
Driftskostnader (OPEX)	264176	295479	445592	544685	558600	571711	584179	596958	596958
Administrasjonskostnader	40693	44728	73178	90778	88672	92676	89073	90135	90135
Tilbakebetalinger	10173	11182	18295	22695	22168	23169	22268	22534	22535
EBITDA	193618	207714	377662	476572	438958	470897	417888	417060	451091
NORMALINVESTERINGER	81386	89456	146356	181557	177344	185352	178145	180270	185715
+/- "ONE OFF" investeringer	0	941000	914000	0	0	0	0	0	0
- Δ vekstavhengig arbeidskapital	-59425	13115	92462	57201	-6846	13014	-11712	3453	8848
Normalisert driftskontantstrøm	171657	-835858	-775156	237814	268461	272530	251454	233337	256528
- Effektiv normal skatt	8979	9461	18504	23601	20929	22844	19179	18943	21230
= Op. kontantstrøm etter skatt	162679	-845318	-793661	214213	247532	249686	232275	214394	235298

Kilde: Utformet av forfattere (tall i 1000 USD)

Som vi ser av figur 7-6 vil leveringen av de nye CAT D riggene merkes godt på inntekten, men det er først i 2016 at de dette virkelig synliggjøres i kontantstrømmen. Dette skyldes at selskapets CAT D #1 som leveres i juli 2014 kun oppnår utnyttelsesgrad på 40 % ut året. De tre resterende CAT D riggene vil være operative i løpet av 2015 og dette reflekteres i en høyere og mer stabil inntekt. Derimot dempes inntektseffekten noe da utnyttelsesgrad for Songa Dee reduseres grunnet «yard stay». Inntektsfallet fra 2018 til 2019 skyldes planlagte sertifiseringer av CAT D riggene som fører til at utnyttelsesgraden synker fra 95 – 85 %. Som vi ser av terminalåret er dette utjevnet og Songa blir ansett som et modent selskap. Alle utnyttelsesgrader er illustrert i vedlegg 1.

7.1.3 Terminalverdi

Siden vi ikke kan beregne kontantstrømmer i evig tid, benytter vi oss av en terminalverdiberegning for å finne verdien av selskapet etter prognoseperioden. Dette kan gjøres på flere måter, som alle har sine fordeler og ulemper. Blant annet kan det gjøres gjennom å regne ut en likvidasjonsverdi ved slutten av prognoseperioden ved at alle eiendeler selges og selskapet slutter å eksistere. En annen metode er ved hjelp av multipler, hvor selskapsverdien i terminalperioden blir utregnet ved å multiplisere et års fortjeneste med en multiplum (f.eks. bransjesnitt). Denne metoden er rask og enkel, men fører til at verdsettelsen blir basert på relative verdier fremfor fundamentale.

I vår modell har vi valgt en stabil vekstmodell, som forutsetter at selskapet ved hjelp av sine driftsinvesteringer vil fortsette å eksistere i evig tid (Damodaran, 2002).

Vi antar at Songa har nådd en stabil vekst ved 2020, og baserer derfor vår terminalverdiregning på dette året. For å finne verdien av terminalverdien bruker vi Gordons-vekstformel:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g} = \frac{FCF_t \times (1 + g)}{WACC - g}$$

Der:

g er vekst og t er antall år i budsjettperioden.

Gordons vekstformel kan gi et upålitelig verdiestimat da terminalverdien kan utgjøre en veldig høy andel av fremtidige kontantstrømmer. Damodaran (2002) argumenterer med at veksten i et selskap ikke kan være større enn den stabile vekstraten, men kan være mindre. Dette skyldes i at selskapet, i teorien, ville blitt større enn økonomien. Damodaran (2002) argumenterer videre med at en må se på om selskapet opererer nasjonalt eller internasjonalt, for å se hva som avgrensner veksten. Som forklart i den strategiske analysen opererer Songa internasjonalt, og har muligheten til å gjøre dette fremover. De vil derfor ikke være avgrenset av en vekst i det norske markedet.

Med utgangspunkt i den strategiske analysen konkluderer vi med at utsiktene i riggmarkedet ser bra ut på lang sikt, men er veldig usikker grunnet den sykliske bransjen. Når det gjelder vekst i den globale økonomien er den som beskrevet i den strategiske analysen forventet til å ligge mellom 4 og 5 %. Dette setter derfor taket for hvor mye det er mulig for Songa å vokse. Det kommer også frem at energiforbruket kommer til å øke, men med høyere fokus på miljø og alternative energikilder mener vi at Songa ikke vil kunne oppnå en vekst lik veksten i verdensøkonomien. Det bør også nevnes at verdens oljereserver ikke er uendelige.

Vi antar derfor at en moderat vekst og konkluderer med en stabil vekst på 2,5 %. Dette støttes også av empiri om mean reversion (Kinserdal, 2011)

7.1.4 Verdiberegning

Ved å neddiskontere prognoseperioden og terminalverdien med avkastningskravet kommer vi frem til nåverdien av enterprise value for Songa. Ved neddiskonteringen har vi tatt hensyn til at det kun er 38 dager igjen av 2012, da dette vil ha en påvirkning på nåverdien av alle kontantstrømmene. Siden kontantstrømmer genereres jevnt gjennom hele året, og ikke som

en lump sum, vil årlige neddiskonteringer undervurdere avkastningskravet. Vi antar derfor at kontantstrømmer genereres symmetrisk rundt halvårsskiftet. Vi har derfor gjort en halvårlig justering ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Enterprise value} \times (1 + WACC)^{0,5}$$

For å finne verdien på egenkapitalen har vi så trukket fra netto finansiell gjeld. Dette er illustrert i tabell 7-3.

Tabell:7-7 FCFE	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal
Operating cash flow after tax	136688	162679	-845318	-793661	214213	247532	249686	232275	214394	235298
Diskonteringsfaktor	0,991	0,911	0,837	0,769	0,706	0,649	0,596	0,547	0,503	
Nåverdi	135487	148138	-707179	-609980	151251	160566	148796	127165	107833	
Nåverdi prognose										-337923
Nåverdi TY										1863732
Enterprise value										1525809
Enterprise value midyear adjusted										1591895
Minoritetsinteresser										0
Enterprise value										1591895
Markedsverdi av netto finansiell gjeld										1248983
Markedsverdi av ikke operasjonelle eiendeler til salgs										
Equity value										342912
Antall aksjer										206110
Aksjepris i USD										1,66
Aksjepris i NOK										9,45

Kilde: Utformet av forfattere (Tusen USD)

Som det kommer frem av tabell 7-7 er nåverdien av budsjettperioden negativ. Dette skyldes i hovedsak utbetalinger i forbindelse med levering av CAT D rigger. Det faktum at terminalverdien utgjør så stor del av selskapsverdien er en svakhet med modellen. Dette kunne blitt omgjort ved å ha en lenger budsjettperiode, men ettersom prediksjonen av fremtidige kontantstrømmer ville blitt mindre presise ved en lang prognoseperiode mener vi det er hensiktsløst.

Som vi ser av modellen svinger kontantstrømmen mye selv om Songa opererer med lange kontrakter på sine rigger. Den negative veksten i 2019 og 2020 skyldes store budsjetterte nedetider som følge av sertifiseringer av alle CAT D riggene. Dette fører også til at det i terminalåret kan se ut til å vokse unormalt mye, men er kun grunnet lavere utnyttelsesgrad.

Med ca. 206 millioner utestående aksjer og en valutakurs på 5,68 gir dette en pris per aksje på 9,45 kroner, som er ca. 70 % høyere enn sluttkursen på 5,57 den 22. November 2012. En drøftelse av dette resultatet er vist under konklusjonen.

7.2 Multippelanalyse

Multippelanalyse er en enkel, supplerende verdsettelsesteknikk for å sammenligne forholdstall mot konkurrenter i samme bransje. Den enkle fremgangsmåten i forhold til kontantstrømsanalyse har ført til at multippelanalyser er blant de mest brukte verdsettelsesmetoder blant investorer og analytikere (Damodaran, 2002). Styrkene ved denne relative verdsettelsesmetoden er også dens svakheter. Det at denne verdsettelsesteknikken er enkel kan lett føre til inkonsistente verdiestimer, særlig siden ingen selskaper er helt like. Multiplene reflekterer markedsutsiktene, som kan føre til overprising i gode tider og underprising i dårlige. Likevel vil en komparativ verdsettelse være nyttig for å sammenligne selskapet mot konkurrenter.

Vi har valgt å sammenligne Songa med konkurrentene identifisert i den strategiske analysen: Seadrill, Transocean, Noble Energy, Diamond Offshore og Ensco.

Multipler vi har valgt å se på er følgende: «price to earnings» P/E, Pris/Bok og «Enterprise Value to EBITDA» (EV/EBITDA). P/E og P/B tar ikke hensyn til kapitalstruktur, mens EV/EBITDA gjør dette ved at totalkapitalen reflekteres i EV.

7.2.1 Pris-fortjeneste

$$\frac{\text{Aksjepris}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$$

Dette forholdstallet gir en pekepinn på hvordan et selskap prises i forhold til dagens fortjeneste. Dersom P/E er høyere enn bransjesnittet forventer man høyere fortjeneste i fremtiden i forhold til andre aktører. Et høyt tall kan også indikere overprising, så det er en skjønnsmessig sak å avgjøre dette.

Det er flere metoder ved bruk av inntjening i P/E. Mange analytikere bruker en trailing av de fire siste kvartalstallene. Her kan det oppstå problemer ved store endringer i inntekt. Vi har derfor valgt å benytte oss av tall fra Infinancials (2012) som er basert på konsensus blant analytikere. Estimer på EPS (fortjeneste per aksje), er normalisert for unormalheter.

7.2.2 Pris-Bok

Pris/Bok forholdet ser på markedsværdien av egenkapitalen i forhold til den bokførte verdien og er gitt ved:

$$\text{Pris Bok} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokført verdi av egenkapital per aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Dette forholdstallet forteller oss om markedets forventninger til selskapets inntjeningssevne og kontantstrøm, og sier hvor mye markedet verdsetter egenkapitalen utover den bokførte. Det er viktig å være klar over ulempene ved dette forholdstallet. Bokførte verdier blir påvirket av regnskapsvalg knyttet til blant annet avskrivninger. Forskjell i regnskapsstandarder er derfor viktig å være oppmerksom på.

7.2.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA er i likhet med P/E en resultatorientert multipl, men i motsetning til å se på egenkapitalen ser vi på totalkapitalen til selskapet. Dette forholdstallet er veldig populært blant analytikere, og skyldes blant annet at den er uavhengig av kapitalstruktur, avskrivninger og ikke-operasjonelle elementer (Kinserdal, 2011). Damodaran (2002) argumenterer også med at denne multipl er veldig nyttig innen bransjer som krever store investeringer som riggbransjen. Dersom Songas EV/EBITDA er høyere enn bransjesnittet kan det tolkes som at markedet forventer en økning i deres EBITDA i fremtiden. Det kan også tolkes som at markedet priser totalkapitalen til selskapet for høyt, noe som sier at aksjen er overpriset.

Tabell 7-8: Multipler

2012e

Peers	P/B (22 nov)	P/E	EV/EBITDA
Seadrill	2,0	14,06	11,18
Transocean	1,1	13,24	7,35
Noble Energy	2,1	21,84	6,28
Diamond offshore	2,0	14,71	7,54
Ensco	1,1	10,88	8,77
Gjennomsnitt	1,39	12,78	8,07
Median	1,97	14,06	7,54
Songa	0,16	1,97	7,30

Kilde: Utformet av forfattere basert på tall fra årsrapporter og InfFinancials.

Som vi ser av tabell 7-8 ligger Songa langt under bransjesnittet når det gjelder P/B og P/E, mens EV/EBITDA forholdet ligger noe under bransjesnittet. P/B forholdet til Songa er

ekstremt lavt og tilsier at markedet priser egenkapitalen lavere enn bokført egenkapital. Dette skyldes den høye gjeldsgraden som påvirker den risikjusterte prisingen. Det må også nevnes at Songas aksjekurs per 22. november er på 5,57 kroner, som er en nedgang på over 50 % i forhold til aksjekursen to måneder tidligere.

Tabell 7-9: Prising ved multipler

Multiplikator	P/B	P/E	EV/EBITDA
Bransjesnitt	1,97	12,78	8,07
Markedsverdi (EK)	2517341	1303978	353654
Aksjepris	69,37	35,94	9,75

Kilde: Utformet av forfattere

Tabell 7-9 viser Songas aksjepriser gitt bransjesnitt for de respektive multiplene. For å komme frem til aksjepris er markedsverdien som er denominert i amerikanske dollar multiplisert med dollarkursen på 5,68 for så å dele på antall utestående aksjer. Som vi ser tilsier P/B og P/E forholdet en ekstremt høy aksjekurs. Vi mener dette ikke er representativt med bakgrunn i argumentasjon om at disse forholdstallene ikke tar hensyn til kapitalstruktur. Siden EV/EBITDA tar hensyn til kapitalstruktur, mener vi dette gir best estimat. Som vi ser av tabellen tilsier det en aksjepris på 9,75 kr. Sammenlignet med vår fundamentale verdsettelse, hvor prisen er estimert til 9,45 kr, ser det ut til at vårt estimat er forsvarlig. Det tilsier også at Songa er underpriset ved dagens aksjekurs på 5,57 (22. November 2012).

7.3 Substansverdimetoden

Ved verdsettelse etter substansverdimetoden berignes verdien av selskapet ut fra salgsværdien til selskapets eiendeler minus netto finansiell gjeld og latent skatt. Sammenlignet med DCF-metoden som verdsetter eiendelene til nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, verdsetter substansverdimetoden eiendelene med utgangspunkt i dagens markedspris (Kaldestad og Møller, 2011).

Det eksisterer 2 sentrale metoder ved beregning av substansverdi:

- *Markedsverdi av enkelte eiendeler* benytter markedsbaserte priser som utgangspunkt for salgsværdi. Dersom salgsværdien er antatt å være høyere enn bokført/skattemessig verdi må latent skatt (skatt på gevinst), i tillegg til netto finansiell gjeld, trekkes fra.
- *Likvidasjonsverdi* er en metode som kan benyttes ved avvikling/nedleggelse av et selskap. Ved denne metoden er det ofte vanlig å anta at salgsprisen vil være noe

lavere enn markedsprisen siden det kan være vanskelig å finne kjøpere dersom målet er at realiseringen av eiendelene skal skje innenfor et kort tidsrom. I tillegg forventes det at kjøperne vet om salget og ønsker å utnytte dette ved å legge inn et lavere bud. I likhet med den første metoden fratrekkes også latent skatt og netto finansiell gjeld.

Ved beregning av salgsverdien til Songas eiendeler har vi valgt å ta utgangspunkt i den første metoden og benytter markedspriser som er basert på Paretos (2012a) egne estimater. Bokført verdi av riggene er hentet fra 2. kvartalsrapport 2012. Da Songa Eclipse inngår i denne har vi valgt å trekke den ut og bokført verdi reduseres følgelig.

Tabell 7-10: Estimert salgsverdi og bokført verdi

	Estimert salgsverdi (USD`000)	Bokført verdi /Pris (USD`000)
Songa Merkur	126 000	
Songa Venus	105 000	
Songa Dee	280 000	
Songa Trym	183 000	
Songa Delta	279 000	
Verdi operative rigger	973 000	
Operative rigger		2 030 613
Salg Songa Eclipse		-680 000
Bokført verdi		1 350 613
Songa Equinox	673 000	565 000
Songa Endurance	642 000	565 000
Songa Enabler	656 000	570 000
Songa Encourage	625 000	570 000
Verdi nye rigger	2 596 000	2 270 000
Total verdi	3 569 000	3 620 613
Latent skatt	0	

Kilde: Utformet av forfattere

Substansverdien til Songa er beregnet i tabell 7-11. For selskapets nye CAT D rigger er forventet merverdi (estimert salgsverdi fratrukket bokført verdi) innkalkulert da mesteparten av riggværdiene ikke er bokført ennå. Ettersom summen av bokført verdi er høyere enn summen av estimert salgsverdi, påløper det ikke latent skatt. Driftsrelaterte omløpsmidler er økt med 590 millioner USD som tilsvarer salgsprisen på Songa Eclipse. For resterende driftsrelaterte omløpsmidler er estimert salgsverdi lik bokført verdi.

Tabell 7-11: Substansverdi

TUSEN USD

Salgsverdi	973 000
Merverdi nye CAT D rigger	326 000
Latent skatt	0
Driftsrelaterte omløpsmidler	923 364
Driftsrelatert gjeld	-143 935
Enterprice Value	2 078 429
Netto finansiell gjeld	1 248 983
Markedsverdi	829 446
Antall aksjer (Tusen)	206110
Valutakurs	5,68
Aksjepris (NOK)	22,86

Kilde: Utformet av forfattere

Sammenlignet med verdien vi fant ved fundamental verdsettelse (9,45 NOK) gir substansverdimetoden en vesentlig høyere pris. Prisforskjellen kan skyldes at Songa har inngått langsiktige kontrakter for flere av selskapets rigger for å redusere risikoen. For dette kompenseres oljeselskapene (kundene) med rabatterte dagrater og dermed reduseres kontantstrømmen fra riggene. Dersom riggene hadde operert i spotmarkedet med høyere dagrater ville forskjellen i aksjepris sannsynligvis vært lavere.

Ettersom vi benytter metode 1 ved verdiberegningen er det ikke tatt hensyn til eventuelle avviklingskostnader. I tillegg er det usikkerhet knyttet til salgsverdi og megleranslag må behandles med forsiktighet. Siden verdivurderingen tar utgangspunkt i historisk data vil eksempelvis aldri salgsprisestimatene nøyaktig reflektere dagens markedspris (Kaldestad og Møller, 2011). Det kan også være vanskelig å analysere historiske riggsalg da faktorer som kontraktsforhold og riggsesifikke egenskaper påvirker salgsprisen. Vi finner det derfor nødvendig å være kritisk til resultatet av denne analysen.

7.4 Realopsjoner

Ettersom fundamental verdsettelse har en tendens til å undervurdere verdien av fleksibilitet eller rettigheter kan realopsjoner benyttes som et supplement (Kaldestad og Møller, 2012). I kapittel 3 (Verdsettelsesteknikker) ble de mest sentrale realopsjonene presentert som muligheten til å ekspandere, utsette et prosjekt eller avvikle et prosjekt.

Sammenlignet med verdsettelse av finansielle opsjoner kan det derimot være krevende å estimere verdien av realopsjoner grunnet usikkerhet knyttet til beregningen av nødvendige

variabler. Det vil eksempelvis være vanskelig å finne verdien av underliggende eiendeler dersom markedet er mindre likvid. Mangelfull informasjon om historiske priser kan medføre at det er utfordrende å utarbeide volatiliteten til verdien av eiendelen. I tillegg vil det være vanskelig å beregne levetiden på opsjonen da andre markedsaktørers handlinger kan påvirke mulighetene til å ekspandere, utsette eller avvikle.

Songa vil de neste årene operere store deler av flåten sin på norsk sokkel, hvor Songa Dee, Delta og Trym samt de 4 nye CAT D riggene vil være under kontrakt med Statoil. For selskapet anser vi derfor muligheten til å selge Songa Venus og Songa Merkur som en fleksibilitet Songa besitter. Et salg av riggene vil styrke selskapets likviditet og muliggjøre økt satsning og nye investeringer i riggmarkedet på norsk sokkel, hvor dagratene og utnyttelsesgraden for tiden er svært høy. Grunnet restriksjoner for rigger som opererer på norsk sokkel (jamfør strategisk analyse) forventes det at etterspørselen forblir høy også de neste årene. Venus og Merkur opererer for tiden i ulike segmenter og dette utelukker flere muligheter for stordriftsfordeler. På norsk sokkel vil derimot sjansene for dette være gode.

En utfordring knyttet til verdsettelse av realopsjoner er som nevnt volatiliteten til verdien av eiendelen. Sammenlignet med finansielle eiendeler som i stor grad omsettes kontinuerlig uavhengig av konjunkturer, velger mange investorer i stedet å avvente salg av realaktiva i dårlige tider. Eksempelvis under finanskrisen hvor mange lot være å realisere eiendomsinvesteringer (Kaldestad og Møller, 2011). Resultatet av dette kan medføre at volatiliteten faktisk ikke reflekterer de virkelige verdiendringene for riggene som vi finner interessant da vi ønsker beregne en verdi uavhengig hvor i syklusen bransjen befinner seg. På bakgrunn av dette har vi valgt å ikke verdsette realopsjonen da eventuelle estimater ville blitt anset som svært spekulative. Vi tror likevel at Songa besitter en fleksibilitet som kan tilføre selskapet verdi siden denne ikke fremkommer i vår fundamentale verdsettelse.

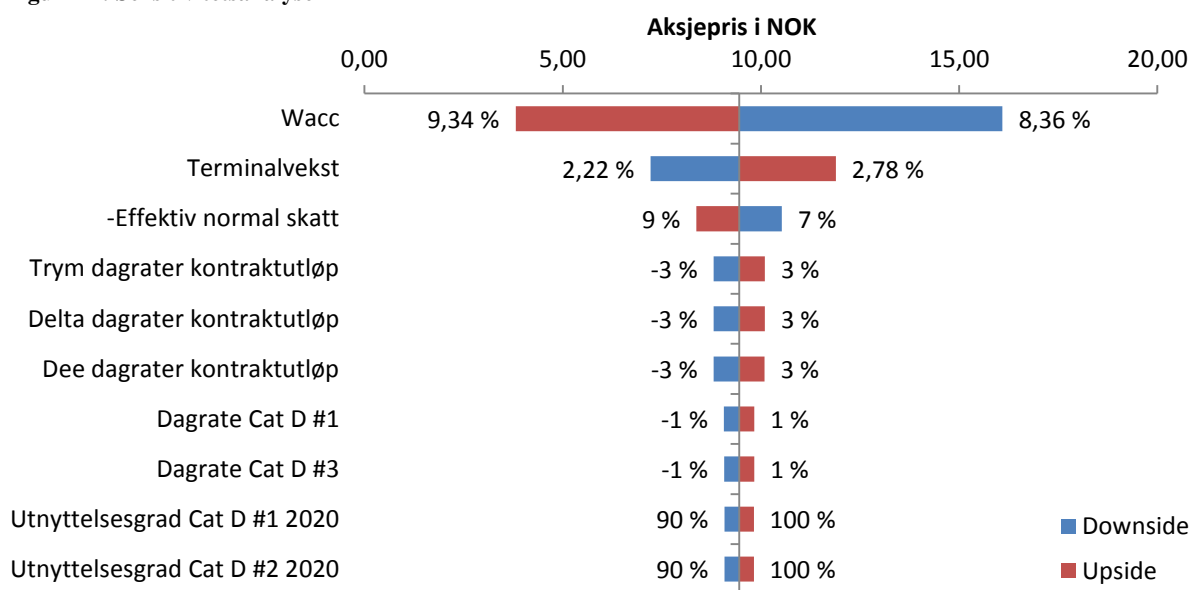
7.5 Sensitivitetsanalyse

Songa opererer i et volatilt marked og er under stadig påvirkning av omgivelsene. I vår strategiske analyse og den etterfølgende fundamentale verdsettelsen har vi vært nødt til å ta en rekke forutsetninger i forhold til Songa, markedet og den fremtidige utviklingen. Disse forutsetningene er det viktig å være kritisk til. For å kartlegge usikkerhetsmomentene i våre estimater har vi gjennomført en sensitivitetsanalyse for å belyse validiteten av våre

resultater, samt avdekke hvordan disse forutsetningene er med på å forvrengne verdien av egenkapitalen og i hvilken grad de påvirker den.

Sensitivitetsanalysen er foretatt ved hjelp av Crystal Ball²⁷ hvor vi har sett på 144 variabler i vår modell som har innvirkning på aksjeprisen, samt sannsynlighetsfordelingen for disse. Endringer i variablene er basert på en triangulær fordeling mellom vår predikasjon samt en best og worst case. For en liste over alle variabler og de respektive utfallene, se vedlegg 2. Basert på dette har vi utført en tornadoanalyse for å belyse enkeltvariabler som har størst innflytelse på aksjeprisen.

Figur 7-4: Sensitivitetsanalyse



Kilde: Utformet av forfattere

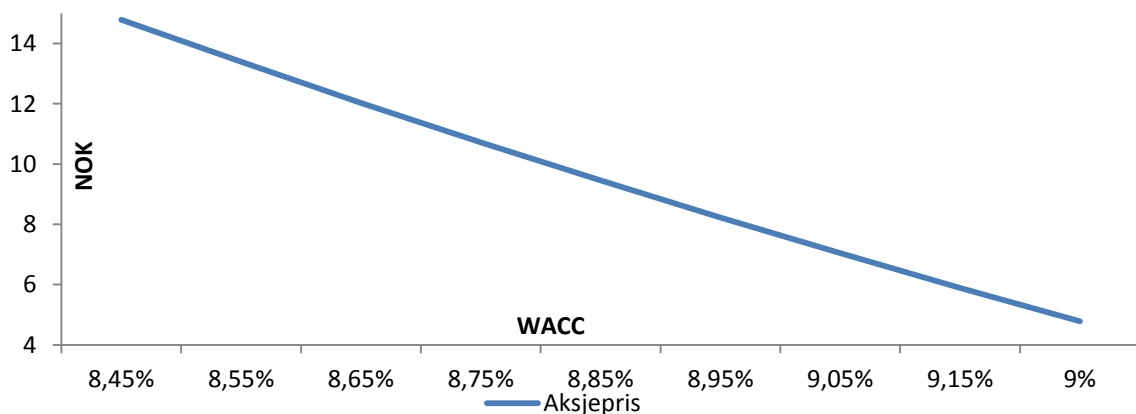
Tornadoanalysen i figur 7-4 over viser de 10 variablene som har størst innvirkning på aksjeprisen når de endres med sine respektive 10 % og 90 % prosentiler av den triangulære fordelingen. Som forventet har WACC og terminalvekst størst påvirkning på aksjeprisen. Det skyldes at WACC brukes til å neddiskontere all fremtidig kontantstrøm og det faktum at terminalverdien representerer en svært stor andel av fremtidig kontantstrøm. Dette kan forklares i tunge investeringer de neste årene som videre vil føre til en sterk inntektsvekst. Ellers ser vi av figuren at en endring i oppnådde dagrater utover dagens kontrakter for Trym, Delta og Dee i forhold til vårt estimat vil ha stor innvirkning på aksjekursen. Dette er et stort usikkerhetsestimert i vår analyse og grunnet den volatile bransjen er disse vanskelig å spå.

²⁷ Microsoft Excel tillegg utviklet av Oracle

For CAT D riggene ser vi at endring i riggrater vil ha stor effekt på aksjekurs, men siden disse ratene er kontraktfestet ser vi på det som en lite trolig at disse endres. Utnyttelsesgraden er derimot en viktig variabel. Vår prediksjon er at den vil ligge på 95 %, og en endring på 5 prosentpoeng vil i følge figuren ha stor innvirkning på selskapsverdien. Med tanke på at disse riggene er nye mener vi vårt estimat på 95 % kan forsvares.

Figur 7-5 viser aksjeprisens sensitivitet ved ulike avkastningskrav. Det illustreres godt at aksjeprisen er meget sensitiv til avkastningskravet, som er en svakhet ved vår modell.

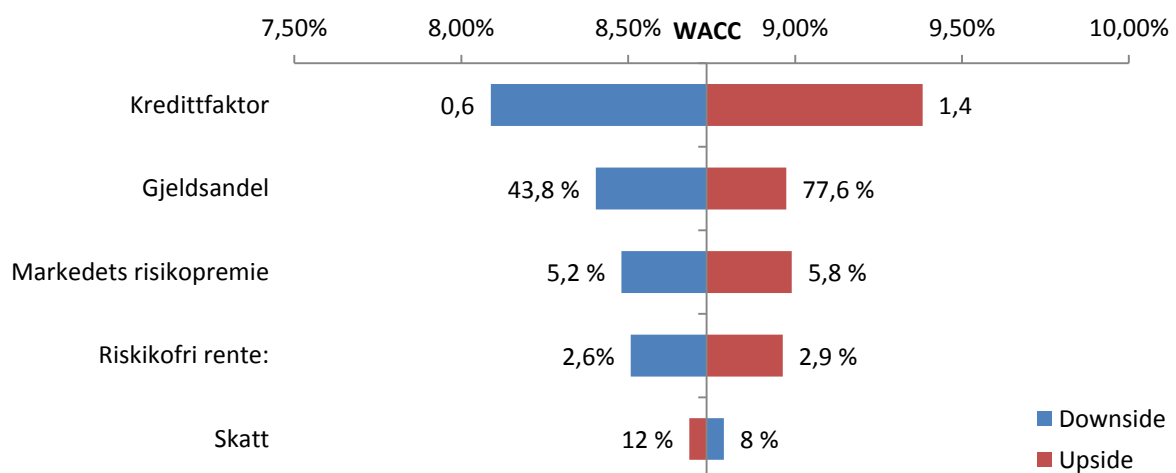
Figur 7-5: Sensitivitetsanalyse av WACC



Kilde: Utformet av forfattere

Avkastningskravet er avhengig av flere faktorer og ved utregning av dette er det derfor viktig å være oppmerksom på hvilken effekt de ulike variablene tilfører kravet. Nedenfor følger en analyse av innsatsfaktorenes påvirkning på avkastningskravet.

Figur 7-6: Nedbryting av avkastningskravet



Kilde: Utformet av forfattere

Som figur 7-6 viser, er avkastningskravet veldig avhengig av kredittfaktoren beregnet under den syntetiske ratingen. Ved en eventuell oppgradering av selskapet til ratingklasse B vil kredittfaktoren senkes til 0,6 som fører til at gjeldskravet senkes og aksjeprisen øker. Endring i WACC grunnet endring i gjeldsandel kan forklares ved at vi har et høyere avkastningskrav på egenkapitalen enn på gjelden. Dette dempes noe ved at egenkapitalbetaen øker ved høyere gearing.

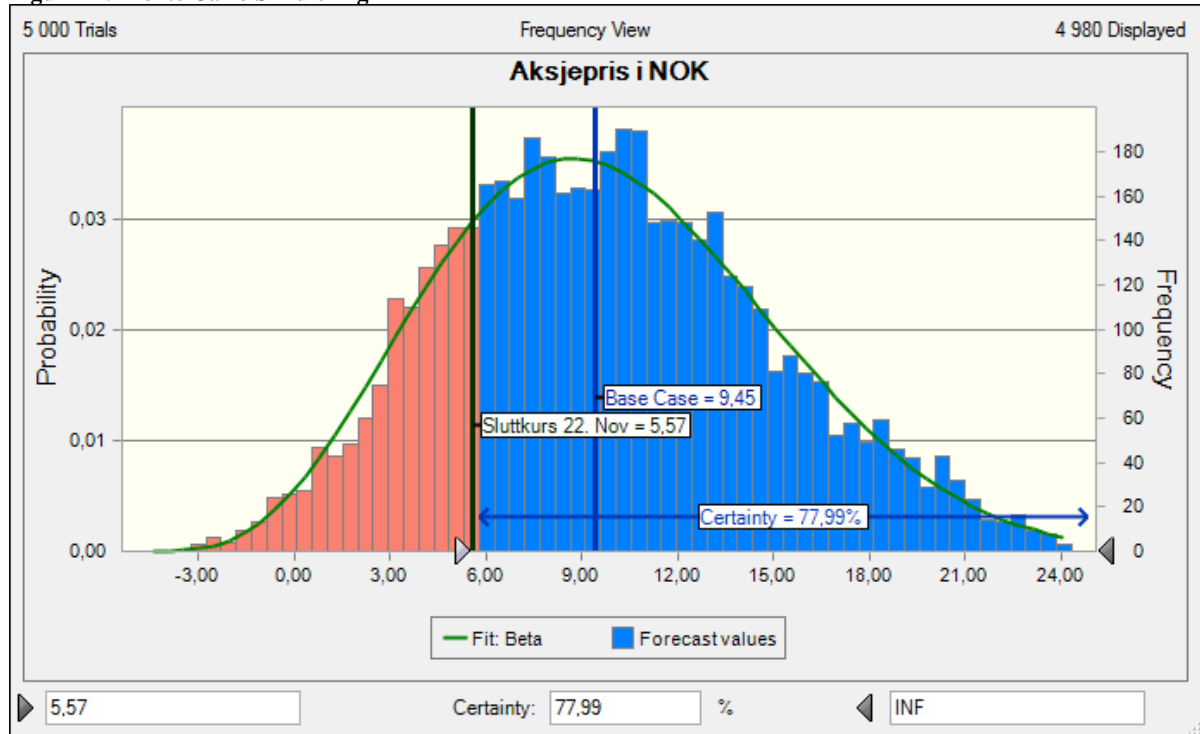
Gjennom vår regnskapsanalyse og den strategiske analysen har vi prøvd å ta så realistiske forutsetninger som mulig. Sensitivitetsanalysen viser at vårt kursestimat er veldig avhengig av disse forutsetningene og små feil vil påvirke aksjeprisen kraftig.

7.5.1 Monte Carlo simulering

I tillegg til å se på hvilke endringer hver variabel, alt annet like, gjør med verdien av selskapet, har vi også sett på hvordan simultane endringer av flere faktorer påvirker selskapets verdi. Grunnen til at vi gjør dette er fordi den statiske analysen foretatt ikke nødvendigvis vil gi et riktig bilde da flere av variablene gjerne varierer samtidig.

Ved å benytte Monte Carlo simuleringer kan vi teste tusenvis av scenarioer ved hjelp av variablene beskrevet i vedlegg 2, og beregne en rekke mulige aksjeverdier og dets tilhørende sannsynlighet for å inntreffe. Slike simuleringer er en avansert form for scenarioanalyse, og gir oss ett pålitelig og presist bilde av usikkerheten knyttet til våre forutsetninger. Ved hjelp av Crystal Ball har vi utført 5000 slike simuleringer basert på «random-walk» innenfor de mulige utfallene beskrevet i vedlegg 2. Dette har gitt oss et tilnærmet normalfordelt utfall rundt vårt estimat på 9,45 kr per aksje basert på et 95 % konfidensintervall. Monte Carlo simuleringen fremhever at selv om det er stor usikkerhet i flere variabler blir den totale usikkerheten dempet ved at flere variabler endres simultant. Av dette kan vi med 78 % sikkerhet predikere en aksjekurs som burde være høyere enn sluttkursen på 5,57 den 22. November 2012. Dette er illustrert i figur 7-7 under.

Figur 7-7: Monte Carlo Simulering



Kilde: Utformet av forfattere

8. Konklusjon

I denne oppgaven har vi hatt som formål å estimere den virkelige verdien av Songa for å undersøke om selskapet er riktig priset i markedet. Ved bruk av kvalitative analyser har vi kartlagt og belyst forhold som påvirker bransjen samt hvilke ressurser selskapet besitter, mens kvantitative analyser, med utgangspunkt i Songas regnskap, har gitt oss en forståelse av selskapets historiske lønnsomhet. Analysene har sammen dannet grunnlaget for prognosene som gjenspeiler våre forventninger til utviklingen i selskapet. Denne fundamentale verdsettelsen er supplert ved hjelp av multiplikatoranalyser og substansverdimetoden. Tabell 8-1 viser en oversikt over våre estimater.

Tabell 8-1: Estimater	DCF	EV/EBITDA	Substansverdi	Sluttkurs 22. November
Pris per aksje	9,45	9,75	22,86	5,57
Differanse	3,88	4,18	17,29	-
Differanse i prosent	69,7 %	75 %	310 %	-

Kilde: Utformet av forfattere

Av vår fundamentale verdsettelse hvor Songas fremtidige kontantstrøm har blitt neddiskontert med tilhørende avkastningskrav, kommer vi frem til en aksjekurs på 9,45 NOK. Dette resultatet gir oss en indikasjon på at Songa er underpriset i markedet med en oppside på 69,7 % i forhold til dagens aksjekurs på 5,57 NOK (22. November 2012).

Dette estimatet forsvares av den relative verdsettelsen som tilsier en verdi på 9,75 kr per aksje ved hjelp av en EV/EBITDA-multippel. I motsetning til den fundamentale verdsettelsen og multippelanalysen, gir substansverdimetoden oss en vesentlig høyere aksjekurs. Grunnen til at denne metoden gir oss en kurs som avviker såpass mye fra de andre metodene skyldes som tidligere poengtert Songas lange kontrakter som avviker fra kortsiktig forventet inntjening gjennom spotmarkedet. Det bør også nevnes denne metoden er svært forenklet og usikkerhet rundt estimater som er basert på megleres prisantydning er stor. I tillegg tar ikke metoden hensyn til eventuelle avviklingskostnader.

Basert på dette gir vi en kjøpsanbefaling av Songa med et kursmål på 9,45 kroner per aksje.

8.1 Kritikk av metode og begrensninger

Finn Kinserdal (2012) poengterer at budsjettering og framskriving er kanskje like mye kunst som vitenskap. Med dette menes det at det ikke finnes noen fasitsvar på en verdsettelse og at det er veldig vanskelig å spå fremtiden. Ved bruk av nåverdimetoden kan man i prinsippet komme frem til hvilken verdi man ønsker. Vi understreker derfor at vår modell kun er så god som våre forutsetninger.

Som det kommer frem av den strategiske analysen opererer Songa i et veldig syklisk marked. Oppnådde rater kan svinge fra år til år som kan føre til store endringer i inntekt. Ser vi dette sammen med høy gearing vil det medføre potensielle store svingninger i resultatet. Det optimale i en slik situasjon er å analysere selskapet gjennom flere sykluser for ikke å basere seg på verdier som ikke er representativt for fremtiden. Songa er et relativt ungt selskap og tilhørende kort historikk fører til begrensninger når det gjelder innhenting og bearbeidelse av historisk data. På bakgrunn av disse argumentene og det faktum at vi ikke ser på selskapet som modent før levering av Cat D riggene i 2015, vil historiske regnskapsmessige resultater være av begrenset nytte. Dette støttes av Kaldestad og Møller som poengterer at ved verdsettelse av riggselskaper vil «historiske resultater ofte gi dårlig indikasjon på fremtidig inntjening» (Kaldestad og Møller, 2011:239). Vi har derfor hatt dette i bakhodet under hele verdsettelsesprosessen.

Usikkerhetsmomenter rundt verdidrivers forventninger og det faktum at små endringer i våre antagelser har svært stor betydning på vårt estimat av Songa er en stor svakhet ved vår modell. Som det kom frem av sensitivitetsanalysen er verdien sterkt påvirket av endringer i WACC som blant annet bunner i den store andelen på terminalverdien. Dette kunne vi forhindre ved å inkludere en lenger budsjettperiode. Likevel er dette bransjepraksis og ettersom kontantstrømmer blir mindre presise i fremtiden vil en lenger prognoseperiode bli meningsløs.

Når det gjelder fremgangsmetoden for å finne egenkapitalkostnaden er det flere begrensninger. CAPM forutsetter, som beskrevet i kapittel 7.1.1, godt diversifiserte investorer og effisiente kapitalmarkeder. Disse forutsetningene er tvilsomme, men som tidligere nevnt er i midlertidig CAPM godt anerkjent blant investorer. Hvis vi, på grunn av forutsetninger tatt, kommer frem til en feilaktig egenkapitalkostnad vil dette oppheves av at

alle andre gjør samme feil. Ved å bruke WACC har vi, som tidligere forklart, forutsatt en konstant gjeldsgrad. Dette kan endres i fremtiden som fører til at vårt anslag blir feil.

Vi har benyttet oss av en tilnærming undervist av Finn Kinserdal ved NHH (metode forklart i kapittel 3.2). Denne metoden er inspirert av en blanding av teoretisk anlagte metoder og hva som er praksis i finansverden. Dette betyr at metoden tar noen «snarveier», men til fordel kan det argumenteres for at verdsettelse ikke er en eksakt vitenskap.

9. Litteraturliste

- Ackman, D. (20.08.2004), New Oil Crisis: 1979 In Spades. Forbes. [internett] tilgjengelig fra: http://www.forbes.com/2004/08/20/cx_da_0820topnews.html [Nedlastet: 05.10.2012]
- Alexander G. og Chervany N., On the Estimation and Stability of Beta, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15, 1980. S 123-137.
- Barney, J., B. (2011) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, 4. utg., New Jersey, US, Pearson
- Benninga, S. (2008) *Financial Modeling*, 3. utg., London, The MIT Press
- Becker, Cecilie L., (24.09.2012) –Riggmarkedet går til nye høyder, Dn.no [internett] Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2474855.ece> [Nedlastet: 01.10.2012]
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2011) *Corporate Finance*. 2nd ed. Boston, Pearson Education.
- Bertelsen, M. og Endresen, R. (2012) Må la olje ligge i bakken. *Dagens Næringsliv* [papirutgave] (13. 11.2012): 10-11
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., og Schaefer, S. (2004) *Economics of Strategy*, 3. utg., John Wiley & Sons, Inc, Hoboken
- Bjerke, Espen (20.10.2004) *Krangler om null*, Dn.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/forsiden/energi/article353137.ece> [Nedlastet: 20.09.2012]
- Bjerke, Espen (21.02.2011) Statoil bygger egne super-rigger, Dn.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/energi/article2086167.ece> [Nedlastet: 24.09.2012]
- Black, F., Jensen, M. og Scholes M., *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*. *Studies in Theory of Capital Markets*. Ed. M. Jensen (New York: Praeger, 1972).
- Bodie, Z., Kane, A., og Marcus, A., J., (2008) *Investments*, 7. utg, New York, McGraw-Hill
- Boye, K., og Severinsen, G., (1996), *Finansielle emner*, 10. utg., Oslo, Cappelen akademisk forlag
- Brealey, R., A., Myers, S., C., og Allen, F. (2003) *Principles of Corporate Finance*. 9. utg. Boston, Mass., McGraw-Hill/Irwin..
- CIA (2012), Central Intelligence Agency *The World Factbook* [internett], Tilgjengelig fra: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2174rank.html> [Nedlastet: 26.09.2012]

-
- Damodaran, Aswath, (2002), *Investment Valuation*, 2. utg., New York: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, Aswath (2012), *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implication*- The 2012 Edition [internett], Tilgjengelig fra: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [Nedlastet: 01.12.2012]
- Datastream (15.11.2012). Thomas Reuters Datastream [database], Tilgjengelig fra: Datastream/Equities
- DN (06.11.2012), *Trenger 4500 nye hoder*, Dn.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/energi/article2501925.ece> [Nedlastet: 24.11.2012]
- DNB Markets (2012) Økonomiske utsikter, August 2012 [internett]:3, Tilgjengelig fra: <https://www.dnb.no/portalfont/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR120822.pdf> [Nedlastet: 11.12.2012]
- Drilling Contractor (2001), Dual activity drilling turns in 20-50% time savings, International association of drilling contractors, September/Oktober 2001, Tilgjengelig fra: <http://www.drillingcontractor.org/dcpi/2001/dc-septoct01/s1-dualact.pdf> [Nedlastet: 28.09.2012]
- EIA (2011), U.S. Energy Information Administration, International Energy Statistics database, Mars 2011. [Database] Tilgjengelig fra: www.eia.gov/ies
- FED (2012), Monetary Policy Release. 25. Januar 2012, Federal Reserve [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm> [Nedlastet: 26.09.2012]
- Fernandez, P., Aguirreamalloa, J., og Avendaño, L., C., (2011), Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011: A Survey with 6,014 Answers (October 21, 2011). IESE Business School Working Paper No. 920.
- Flastad, H., N. og Tofteland A. (2005) *Finansregnskap – vurdering og analyse*, Bergen, Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS
- FOE (12.07.2012), Presentasjon Fred Olsen Energy 2. kvartalsrapport.
- Foley, F., Hartzell, J., Titman, S. og Twite, G., (2007), Why do Firms Hold So Much Cash? A Tax-Based Explanation, *Journal of Financial Economics* 86, no. 3(Desember 2007): 579-607.
- Gjesdal F. og Johnsen T. (1999) *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*, Oslo, Cappelen Akademiske forlag
- Handelsbanken (2012), *Konjunkturrapport, Lyspunkt i (fortsett) vanskelig verden.* (18.10.2012). Handelsbanken Capital Markets. Macro Research.

- IMF (2012), World Economic Outlook update – an update of the key weo projections. International Monetary Fund. (16.07.2012)
- Infinancials (02.12.2012), Infinancials database [database], Tilgjengelig fra: <http://www.infinancials.com/>
- International Energy Agency (2011) World Energy Outlook, Executive Summary, (2012): 3
- Jacobsen, E., W. og Lien, L., B. (2001) Ekspansjon: Strategi for forretningsutvikling, Oslo, Gyldendal fakta
- Jones, Gareth. R., Hill, Charles, W., L. (2010) Theory of Strategic Management with cases, 9 utg., South- Western
- Kaiser, M., og Snyder, B. (2012) Reviewing rig construction cost factors, Offshore-mag.com [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.offshore-mag.com/articles/print/volume-72/issue-7/rig-report/reviewing-rig-construction-cost-factors.html> [Nedlastet: 02.10.2012]
- Kaldestad, Y. og Møller, B. (2011) Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper, Oslo, DnR Kompetanse AS
- Kinsedal, Finn (2011) Forelesningsnotater BUS 425, Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse. Norges Handelshøyskole (NHH).
- Knivsfå, Kjell Henry, (2011). Forelesningsnotater BUS 424, Strategisk rekneskapsanalyse. Norges Handelshøyskole (NHH).
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010) Valuation : measuring and managing the value of companies, 5. utg, New York, Wiley finance
- Lahn, Bård (13.12.2010) Oppsummering av Cancun-avtalen, Naturvernforbundet.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://naturvernforbundet.no/klima/internasjonalt/cancun-desember-2010/oppsummering-av-cancun-avtalen-article23038-2068.html> [Nedlastet: 22.09.2012]
- Lorentzen, Marius (13.09.2012) Ben starter seddelpressen: Stopper ikke før økonomien snur, e24.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://e24.no/makro-og-politikk/bernanke-starter-seddelpressen/20274304> [Nedlastet: 03.10.2012]
- Lunde, Arne (16.10.2008) Satte emisjon etter kjemperabatt, NA24 [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.na24.no/imarkedet/article2305025.ece> [Nedlastet: 11.09.2012]
- Mjøs, Aksel (2012), Forelesningsnotater FIE 428, Cases in Corporate Finance, Norges handelshøyskole (NHH).
- Norges Bank (2012) Valutakurs for amerikanske dollar (USD), Norges-bank.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/valutakurser/USD> [Nedlastet: 13.12.2012]

-
- Nærings- og Handelsdepartementet (2011), Verktøy for vekst- om Innovasjon Norge og SIVA SF, Regjeringen.no [internett], Tilgjengelig fra:
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/2011-2012/meld-st-22-20112012/2/3/4.html?id=680184> [Nedlastet: 08.10.2012]
- Offshore.no (2012), *Riggdata* [internett], Tilgjengelig fra:
<http://www.offshore.no/Prosjekter/riggdata.aspx> [Nedlastet 24.19.2012]
- Olje- og Energidepartementet, (16.08.2012), Økt bore- og brønnaktivitet på norsk sokkel, Regjeringen.no [internett.no], Tilgjengelig fra:
http://www.regjeringen.no/upload/OED/pdf%20filer/bore_og_br_aktivitet_riggutvalget_2012.pdf [Nedlastet: 12.09.2012]
- OPEC (2012) Organization of the Petroleum Exporting Countries, Our Mission. [internett], Tilgjengelig fra: http://www.opec.org/opec_web/en/about_us/23.htm [Nedlastet: 26.09.2012]
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. og Williamson, R. (1999) *The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings*, Journal of Financial Economics 52, no. 1 (1999): 3-46.
- Oslo Børs (2012a) Songa Offshore, Oslobors.no [internett], Tilgjengelig fra:
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=SONG [Nedlastet: 8.12.2012]
- Oslo Børs (2012b) Årsstatistikk, Oslobors.no [internett], Tilgjengelig fra:
[http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/\(index\)/0/\(year\)/2010](http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/(index)/0/(year)/2010) [Nedlastet: 10.12.2012]
- Palepu, K. G., Healy, P. M. og Bernard, V. L. (2004) *Business Analysis & Valuation*, 3. utg, US, Thomson South Western
- Pareto (2012a), Rig Quarterly, Pareto Securities Equity Research, (10.09.2012)
- Pareto (2012b), E&P Survey, Pareto Securities Equity Research, (13.08.2012)
- Porter, Michael E. (2008) *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*, Harvard Business Review, januar 2008
- Rigzone (2012) Offshore Rig Utilization by Region, Rigzone.com [internett], Tilgjengelig fra: http://rigzone.com/data/utilization_region.asp [Nedlastet: 18.10.2012]
- Saltvedt, Thina Margrethe (04.09.2012), Oil Prices stay high but spare capacity buffer should build, Nordea Markets. [internett], Tilgjengelig fra:
<http://newsroom.nordeamarkets.com/en/2012/09/04/oil-prices-stay-high-but-spare-capacity-buffer-should-build/> [Nedlastet: 01.10.2012]
- Solberg, Stig, M. (29.03.2012) Her er den norske snittlønnen, Na24.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.na24.no/article3365675.ece> [Nedlastet: 22.11.2012]

- Songa (2012a), Songa Offshore Private Placement April 2012 prospectus. Limassol: Songa Offshore
- Songa (2012b), 16 November 2012. Songa offshore SE: Sale of Songa Eclipse. Songa Offshore Pressemelding [internett], Limassol. Tilgjengelig fra: http://songaoffshore.no/index.php?name=Investor_Relations/Press_Releases.html&pressrelease=1658750.html [Nedlastet: 16.11.2012]
- Songa (2012c) The rigs, Songaoffshore.no [internett], Tilgjengelig fra http://songaoffshore.no/index.php?name=Rig_Fleet%2FThe_Rigs.html [Nedlastet: 15.09.2012]
- Songa Offshore (2011), Songa Offshore Årsrapport 2011, Limassol: Songa Offshore
- Songa Offshore (2009), Songa Offshore Årsrapport 2008, Limassol: Songa Offshore
- SpareBank1 (04.06.2012), Mot full krise i Europa, Månedssrapport makro [internett], (2012), Tilgjengelig fra: http://pressesenter.sparebank1.no/wp-content/uploads/2012/06/SpareBank1_Makro_040612.pdf [Nedlastet: 24.09.2012]
- SSB (2012), Konjunkturtendensene juni 2012. Statistisk Sentralbyrå, Forskningsavdelingen
- Statoil (2011), Cat D- Nye skreddersydde rigger på norsk sokkel, Statoil.no [internett], Tilgjengelig fra: http://www.statoil.com/no/newsandmedia/pressroom/downloads/faktaark_no.pdf [Nedlastet: 11.09.2012]
- Stensaker, Inger (2010). Forelesningsnotater SOL 040, Strategisk ledelse. Norges Handelshøyskole (NHH)
- Stopford, Martin (2009) Maritime Economics. 3. utg, Routledge, New York, Taylor & Francis
- Strandenes, Siri Pettersen (2012), Forelesningsnotater INB 426, *Shipping Economics*. Norges Handelshøyskole (NHH).
- Sverdrup, Inga (21.06.2012) Spår oljevekst til 2030, Aftenbladet.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.aftenbladet.no/energi/Spar-oljevekst-til-2030-2991957.html> [Nedlastet: 27.09.2012]
- Takla, Einar (26.09.2012) –Dette er en kritisk uke, Dn.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2476907.ece> [Nedlastet: 02.10.2012]
- Takla, Einar (08.02.2008), Vil få internasjonal oppmerksomhet. Dagens Næringsliv [internett], tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/energi/finans/article1309741.ece> [Nedlastet: 15.10.2012]
- TDN Finans (16.11.2012) Songa Eclipse ble en gjøkunge, Dn.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/energi/article2509731.ece> [Nedlastet: 20.11.2012]

TDN Finans (15.11.2012) Songa Delta i vannet igjen, Dn.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2508574.ece> [Nedlastet: 20.11.2012]

Tvedt, Jostein (2000) Realopsjoner—verdien av fleksibilitet, MAGMA [internett], (5/2000), Tilgjengelig fra: <http://www.magma.no/realopsjoner-verdien-av-fleksibilitet> [Nedlastet: 10.10.2012]

US Department of Treasury (15.11.2012) Daily Treasury Yield Curve, Treasury.gov [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield> [Nedlastet: 01.12.2012]

Utenriksdepartementet (a) Olje og gass i nordområdene, Regjeringen.no [internett], Tilgjengelig fra: http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/kampanjer/nordomradeportalen/olje-og-gass/olje_gass.html?id=663705 [Nedlastet: 20.09.2012]

Utenriksdepartementet (2011b) Mot en grønnere utvikling, Regjeringen.no [internett], Tilgjengelig fra: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/dok/regpubl/stmeld/2010-2011/meld-st-14-2010--2011/4.html?id=639697> [Nedlastet: 18.09.2012]

Økland, John (10.09.2012) Utsolgt riggmarked kan gi lavere priser, Offshore.no [internett], Tilgjengelig fra: http://www.offshore.no/sak/35984_utsolgttriggmarkedikilaverepriser [Nedlastet: 01.12.2012]

Års- og Kvartalsrapporter:

Songa 2007 - 2. kvartal 2012

Seadrill 2007 - 3. kvartal 2012

Diamond Offshore 2007 - 3. kvartal 2012

Transocean 2007 - 3. kvartal 2012

Noble 2007 – 3. kvartal 2012

EnSCO 2007 – 3. kvartal 2012

10. Vedlegg

Vedlegg 1: Utnyttelsesgrader

Som vi ser av denne figuren antar vi en normal utnyttelsesgrad på 80 % for Songa Mercur og Venus. For Songa Dee, Trym og Delta er den antatte normale utnyttelsesgradet på 90 % mens den på CAT D riggene ligger på 95 %.

Utnyttelsesgrader markert med rød tilsier at det foreligger planlagte yard stays og sertifiseringer i de respektive årene. De grønne tallene avviker fra sine normale utnyttelsesgrader som skyldes at levering forekommer på forskjellige tidspunkt i året.

Utnyttelsesgrad	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TY
Songa Mercur	80 %	80 %	70 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %
Songa Venus	80 %	80 %	70 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %
Songa Dee	90 %	80 %	90 %	90 %	90 %	90 %	80 %	90 %	90 %
Songa Trym	90 %	90 %	90 %	90 %	80 %	90 %	90 %	90 %	90 %
Songa Delta	90 %	90 %	90 %	90 %	80 %	90 %	90 %	90 %	90 %
Cat D #1		40 %	95 %	95 %	95 %	95 %	85 %	95 %	95 %
Cat D #2			87 %	95 %	95 %	95 %	85 %	95 %	95 %
Cat D #3			55 %	95 %	95 %	95 %	95 %	85 %	95 %
Cat D #4			24 %	95 %	95 %	95 %	95 %	85 %	95 %

Vedlegg 2: Variabler og forutsetninger under sensitivitetsanalyse

Denne tabellen viser forutsetninger og resultater av variabler benyttet under sensitivitetsanalysen.

Variable	Aksjepris i NOK			Input		
	Downside	Upside	Range	Downside	Upside	Base Case
WACC	16,09	3,81	12,28	8,36 %	9,34 %	8,85 %
Terminalvekst	7,21	11,89	4,67	2,22 %	2,78 %	2,50 %
Effektiv normal skatt	10,53	8,37	2,15	7 %	9 %	8 %
Trym dagrater kontraktutløp	8,80	10,10	1,29	-3 %	3 %	0 %
Delta dagrater kontraktutløp	8,80	10,10	1,29	-3 %	3 %	0 %
Dee dagrater kontraktutløp	8,81	10,09	1,28	-3 %	3 %	0 %
Dagrate Cat D #1	9,07	9,83	0,77	-1 %	1 %	0 %
Dagrate Cat D #3	9,07	9,83	0,76	-1 %	1 %	0 %
Utnyttelsesgrad Cat D #1 2020	9,08	9,82	0,75	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #2 2020	9,08	9,82	0,75	90 %	100 %	95 %
Dagrate Cat D #2	9,08	9,82	0,74	-1 %	1 %	0 %
Dagrate Cat D #4	9,08	9,82	0,74	-1 %	1 %	0 %
Utnyttelsesgrad Cat D #3 2020	9,10	9,80	0,71	80 %	90 %	85 %
Utnyttelsesgrad Cat D #4 2020	9,10	9,80	0,71	80 %	90 %	85 %
Utnyttelsesgrad Dee 2020	9,14	9,76	0,63	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Trym 2020	9,14	9,76	0,63	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Delta 2020	9,14	9,76	0,63	85 %	95 %	90 %
Reimbursables/Omsetning 2020	9,73	9,17	0,56	0,018	0,0211	0,02
Lønnsøkning norsk sokkel 2015	9,69	9,21	0,49	5,48 %	6,12 %	5,80 %
Lønnsøkning norsk sokkel 2016	9,69	9,21	0,49	5,76 %	6,44 %	6,10 %
Lønnsøkning norsk sokkel 2017	9,67	9,23	0,44	5,57 %	6,23 %	5,90 %
Dagrate Merkur 2014-	9,25	9,65	0,41	-1 %	1 %	0 %
Dagrate Venus 2014-	9,25	9,65	0,41	-1 %	1 %	0 %
Lønnsøkning norsk sokkel 2018	9,64	9,26	0,38	5,10 %	5,70 %	5,40 %
Normalinvesteringer/Omsetning 2016	9,64	9,26	0,37	0,151	0,168	0,16
Merkur utnyttelsesgrad 2020	9,27	9,63	0,37	76 %	84 %	80 %
Venus Utnyttelsesgrad 2020	9,27	9,63	0,37	76 %	84 %	80 %
Normalinvesteringer/Omsetning 2017	9,62	9,28	0,34	0,151	0,168	0,16
Lønnsøkning norsk sokkel 2019	9,62	9,28	0,33	4,72 %	5,28 %	5,00 %
Normalinvesteringer/Omsetning 2015	9,61	9,29	0,33	0,151	0,1688	0,16
Normalinvesteringer/Omsetning 2018	9,61	9,29	0,32	0,151	0,1688	0,16
Lønnsøkning norsk sokkel 2020	9,61	9,29	0,31	4,72 %	5,28 %	5,00 %
Normalinvesteringer/Omsetning 2019	9,59	9,31	0,29	0,15	0,1688	0,16
Normalinvesteringer/Omsetning	9,58	9,32	0,27	0,1511	0,1688	0,16

2020						
Normalinvesteringer/Omsetning 2012	9,58	9,32	0,26	0,15115	0,1688	0,16
Utnyttelsesgrad Cat D #1 2015	9,33	9,57	0,24	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #3 2016	9,33	9,57	0,24	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #4 2016	9,33	9,57	0,24	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Delta 2013	9,33	9,57	0,24	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Trym 2013	9,33	9,57	0,23	85 %	95 %	90 %
Lønnsøkning norsk sokkel 2013	9,56	9,34	0,23	5,10 %	5,70 %	5,40 %
Lønnsøkning norsk sokkel 2014	9,56	9,34	0,23	5,38 %	6,02 %	5,70 %
Utnyttelsesgrad Cat D #1 2016	9,34	9,56	0,22	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #2 2016	9,34	9,56	0,22	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #3 2017	9,34	9,56	0,22	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #4 2016	9,34	9,56	0,22	90 %	100 %	95 %
Normalinvesteringer/Omsetning 2014	9,56	9,34	0,22	0,15	0,168	0,16
Utnyttelsesgrad Delta 2014	9,34	9,56	0,22	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Dee 2013	9,34	9,56	0,22	85 %	95 %	90 %
Normalinvesteringer/Omsetning 2013	9,56	9,34	0,22	0,151	0,1688	0,16
Utnyttelsesgrad Trym 2014	9,34	9,56	0,21	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Cat D #1 2017	9,35	9,55	0,21	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #2 2017	9,35	9,55	0,21	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #3 2018	9,35	9,55	0,20	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #4 2016	9,35	9,55	0,20	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Delta 2015	9,35	9,55	0,20	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Trym 2014	9,35	9,55	0,20	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Cat D #1 2018	9,36	9,54	0,19	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #2 2018	9,36	9,54	0,19	90 %	100 %	95 %
Administrasjonskostnader/Omsetning 2016	9,54	9,36	0,19	8 %	8 %	8 %
Utnyttelsesgrad Cat D #3 2019	9,36	9,54	0,19	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Cat D #4 2016	9,36	9,54	0,19	90 %	100 %	95 %
Utnyttelsesgrad Delta 2016	9,36	9,54	0,18	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Dee 2015	9,36	9,54	0,18	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Trym 2015	9,36	9,54	0,18	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Dee 2013	9,36	9,54	0,18	76 %	84 %	80 %
Utnyttelsesgrad Dee 2014	9,37	9,53	0,17	85 %	95 %	90 %
Administrasjonskostnader/Omsetning 2016	9,53	9,37	0,17	8 %	8 %	8 %
Administrasjonskostnader/Omsetning 2015	9,53	9,37	0,16	8 %	8 %	8 %
Administrasjonskostnader/Omsetning 2018	9,53	9,37	0,16	8 %	8 %	8 %
Utnyttelsesgrad Dee 2018	9,37	9,53	0,16	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Trym 2018	9,37	9,53	0,16	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Delta 2018	9,37	9,53	0,16	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Cat D #1 2019	9,37	9,53	0,16	80 %	90 %	85 %
Utnyttelsesgrad Cat D #2 2019	9,37	9,53	0,16	80 %	90 %	85 %

Utnyttelsesgrad Dee 2017	9,37	9,53	0,16	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Delta 2017	9,37	9,53	0,15	76 %	84 %	80 %
Utnyttelsesgrad Trym 2016	9,38	9,52	0,15	76 %	84 %	80 %
Venus Utnyttelsesgrad 2013	9,38	9,52	0,15	76 %	84 %	80 %
Utnyttelsesgrad Trym 2019	9,38	9,52	0,15	85 %	95 %	90 %
Utnyttelsesgrad Delta 2019	9,38	9,52	0,15	85 %	95 %	90 %
Administrasjonskostnader/Omsetning 2019	9,52	9,38	0,14	8 %	8 %	8 %
Merkur utnyttelsesgrad 2013	9,38	9,52	0,14	76 %	84 %	80 %
Merkur utnyttelsesgrad 2014	9,38	9,52	0,13	76 %	84 %	80 %
Venus Utnyttelsesgrad 2014	9,38	9,52	0,13	76 %	84 %	80 %
Utnyttelsesgrad Dee 2019	9,38	9,52	0,13	76 %	84 %	80 %
Merkur utnyttelsesgrad 2016	9,39	9,51	0,11	76 %	84 %	80 %
Venus Utnyttelsesgrad 2016	9,39	9,51	0,11	76 %	84 %	80 %
Administrasjonskostnader/Omsetning 2014	9,50	9,40	0,11	8 %	8 %	8 %
Administrasjonskostnader/Omsetning 2013	9,50	9,40	0,11	8 %	8 %	8 %
Annen inntekt 2020	9,40	9,50	0,11	2 %	2 %	2 %
Merkur utnyttelsesgrad 2015	9,40	9,50	0,10	66 %	74 %	70 %
Venus Utnyttelsesgrad 2015	9,40	9,50	0,10	66 %	74 %	70 %
Merkur utnyttelsesgrad 2017	9,40	9,50	0,10	76 %	84 %	80 %
Venus Utnyttelsesgrad 2017	9,40	9,50	0,10	76 %	84 %	80 %
OPEX Merkur 2013	9,50	9,40	0,10	94472	105527	100000
OPEX Venus 2013	9,50	9,40	0,10	94472	105527	100000
Merkur utnyttelsesgrad 2018	9,40	9,50	0,09	76 %	84 %	80 %
Venus Utnyttelsesgrad 2018	9,40	9,50	0,09	76 %	84 %	80 %
OPEX Merkur 2014	9,49	9,41	0,09	94472	105527	100000
OPEX Venus 2014	9,49	9,41	0,09	94472	105527	100000
Merkur utnyttelsesgrad 2019	9,41	9,49	0,09	76 %	84 %	80 %
Venus Utnyttelsesgrad 2019	9,41	9,49	0,09	76 %	84 %	80 %
OPEX Merkur 2015	9,49	9,41	0,08	94472	105527	100000
OPEX Venus 2015	9,49	9,41	0,08	94472	105527	100000
OPEX Merkur 2016	9,49	9,41	0,08	94472	105527	100000
OPEX Venus 2016	9,49	9,41	0,08	94472	105527	100000
OPEX Merkur 2017	9,48	9,42	0,07	94472	10552	100000
OPEX Venus 2017	9,48	9,42	0,07	94472	105527	100000
Reimbursables	9,42	9,48	0,07	0,43 %	0,49 %	0,46 %
OPEX Merkur 2018	9,48	9,42	0,06	94472	105527	100000
OPEX Venus 2018	9,48	9,42	0,06	94472	105527	100000
OPEX Merkur 2019	9,48	9,42	0,06	94472	105527	100000
OPEX Venus 2019	9,48	9,42	0,06	94472	105527	100000
Arbeidskapital/Omsetning 2016	9,48	9,42	0,05	25 %	27 %	26 %
Arbeidskapital/Omsetning 2017	9,47	9,43	0,05	25 %	27 %	26 %
Arbeidskapital/Omsetning 2015	9,47	9,43	0,05	25 %	27 %	26 %
Reimbursables/Omsetning 2016	9,47	9,43	0,05	0,0188	0,021	0,02
Arbeidskapital/Omsetning 2018	9,47	9,43	0,05	25 %	27 %	26 %
Reimbursables/Omsetning 2017	9,47	9,43	0,04	0,0188	0,021	0,02

Reimbursables/Omsetning 2014	9,47	9,43	0,04	0,018	0,0211	0,02
Arbeidskapital/Omsetning 2019	9,47	9,43	0,04	25 %	27 %	26 %
Reimbursables/Omsetning 2018	9,47	9,43	0,04	0,01887	0,0213	0,02
Reimbursables/Omsetning 2019	9,47	9,43	0,04	0,01889	0,0211	0,02
Arbeidskapital/Omsetning 2014	9,47	9,43	0,03	25 %	27 %	26 %
Arbeidskapital/Omsetning 2013	9,47	9,43	0,03	25 %	27 %	26 %
Reimbursables/Omsetning 2014	9,46	9,44	0,03	0,01827	0,021	0,02
Reimbursables/Omsetning 2013	9,46	9,44	0,03	0,01887	0,0213	0,02
Annen inntekt 2016	9,44	9,46	0,03	1,51 %	1,69 %	1,60 %
Annen inntekt 2018	9,44	9,46	0,03	1,70 %	1,90 %	1,80 %
Annen inntekt 2017	9,44	9,46	0,03	1,61 %	1,79 %	1,70 %
Reimbursable Revenue 2020	9,44	9,46	0,02	0,004	0,0048	0,0046
Annen inntekt 2019	9,44	9,46	0,02	1,79 %	2,01 %	1,90 %
Annen inntekt 2015	9,44	9,46	0,02	1,42 %	1,58 %	1,50 %
Annen inntekt 2013	9,44	9,46	0,01	1,42 %	1,58 %	1,50 %
Annen inntekt 2014	9,44	9,46	0,01	1,32 %	1,48 %	1,40 %
Reimbursable Revenue 2016	9,45	9,45	0,01	0,0043	0,0048	0,0046
Reimbursable Revenue 2017	9,45	9,45	0,01	0,0043	0,0048	0,0046
Reimbursable Revenue 2015	9,45	9,45	0,01	0,0043	0,0048	0,0046
Reimbursable Revenue 2018	9,45	9,45	0,01	0,004	0,0048	0,0046
Reimbursable Revenue 2019	9,45	9,45	0,01	0,0043	0,00485	0,0046
Reimbursable Revenue 2014	9,45	9,45	0,00	0,0043	0,0048	0,0046
Reimbursable Revenue 2013	9,45	9,45	0,00	0,0043	0,0048	0,0046