

2015

NHH



Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse av Kværner ASA

Av Ole Fylkesnes Halland og Morten Våga Halvorsen
Veileder Gunnar Stensland

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og
administrasjon
Hovedprofil i økonomisk styring
Norges Handelshøyskole
Bergen, høsten 2015



Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole, og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.



Sammendrag

Vi har i denne masterutregningen gjennomført en fundamental verdsettelse av Kværner ASA, omtalt som bare Kværner. Vi har først utarbeidet en strategisk analyse av eksterne og interne forhold for Kværner. Deretter har vi gjennomført en regnskapsanalyse, og sammenlignet Kværners prestasjoner mot konkurrentene. Innsikten fra analysene har vi benyttet til å utarbeide et fremtidsregnskap. Kontantstrømmene fra fremtidsregnskapet diskonteres så med utarbeidede avkastningskrav for å finne dagens verdi av Kværners egenkapital.

Fra den strategiske analysen fant vi at det er overkapasitet i bransjen, samt at dagens lave oljepris gjør at det er få aktuelle kontrakter for Kværner å konkurrere om de nærmeste årene. Samtidig besitter Kværner en kompetanse på norske feltutbygginger som gir et varig fortrinn. Dette gjør at vi mener Kværner vil være konkurransedyktige i fremtiden. Fra regnskapsanalysen fant vi at Kværner har hatt en vesentlig høyere egenkapitalrentabilitet og omløp til netto driftskapital enn resten av bransjen.

Vi benyttet så innsikten fra analysene til å utarbeide et fremtidsregnskap. Der forventer vi et fall i driftsinntekter i de nærmeste tre årene, før vi forventer at markedet vil bedre seg og vi ser vekst i driftsinntektene igjen. Vi har også laget prognoser på fremtidsbalanser, regnskap og kontantstrømmer, som vi så har benyttet til å utarbeide et verdiestimat på egenkapitalen til Kværner. Et gjennomsnitt av de to metodene vi benyttet for å beregne egenkapitalverdien gav en verdi på 8,27 NOK per aksje. Vi har så gjennomført en sensitivitetsanalyse for å belyse effekten av endringer i forutsetningene for vårt verdiestimat.

En handlingsstrategi ble utarbeidet for en Kværner-aksje basert på verdiestimatet. Der anbefaler vi kjøp dersom aksjeverdien er under 7,44 NOK, selg for verdi over 9,10 NOK og hold for verdier mellom dette. Børsverdi av en Kværner-aksje på 8,31 NOK per 02.12.2015 gjør at vi anbefaler en hold strategi for Kværner.

Forord

Denne masterutredningen inngår som en del av en mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole, med hovedprofil i økonomisk styring (BUS).

Oljenæringen har i flere tiår vært Norges klart største eksportnæring. I den siste tiden har derimot bransjen stått ovenfor betydelige utfordringer, med en kraftig reduksjon i oljepris, og et sterkt press på å kutte kostnader for å overleve. Dette har ført til at de store oljeoperatørene utsetter beslutninger om å bygge ut nye felt. Dette har store implikasjoner for selskaper som har sin virksomhet rundt feltutbygging. Dette var noe vi ønsket å analysere nærmere. Som Norges største leverandør av plattformer, og plattformunderstell falt valget på Kværner som case for oppgaven vår.

Å verdsette Kværner har vært en meget lærerik prosess. Verdsettelse er en tverrfaglig disiplin, som kombinerer innsikt fra regnskap, finans samt strategi. Dette innebærer at vi har kunnet benytte svært mye av det vi har lært gjennom studietiden ved NHH i praksis. Vi har fått økt forståelse for disse fagområdene, samt hva som skaper verdier i et selskap. Dette er nyttige erfaringer vi tar med oss videre i arbeidslivet.

Vi ønsker særlig å takke vår veileder Gunnar Stensland for gode og konstruktive tilbakemeldinger til utredningen vår gjennom høsten.

Bergen, desember 2015

Ole Fylkesnes Halland

Morten Våga Halvorsen

Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	1
Forord.....	2
1 Introduksjon	6
1.1 Formål med utredningen.....	6
1.2 Oppbygging.....	7
2 Marked og avgrensning av bransjen.....	8
2.1 Leverandørindustrien.....	11
2.2 Aktører	14
3 Kværner ASA.....	15
3.1 Mål, strategi og verdier.....	16
3.2 Selskapets historie	16
3.3 Segmenter og organisasjonsstruktur	18
3.4 Operasjonsområder	19
3.5 Eierstruktur og aksjonæroversikt	19
3.6 Kværners aksjeutvikling.....	19
3.7 Historisk oljeprisutvikling	20
4 Verdsettelsesmetoder	21
4.1 Fundamental verdsettelse	21
4.2 Komparativ verdsettelse	23
4.3 Opsjonsbasert verdsettelse	24
4.4 Substansverdi verdsettelse	25
4.5 Valg av verdsettelsesmetode	25
5 Strategisk analyse.....	27
5.1 Ekstern analyse: Porters fem krefter	27
5.1.1 Intern rivalisering mellom konkurrenter.....	28
5.1.2 Trussel fra eksterne inntrengere	29
5.1.3 Trussel fra substitutter.....	30
5.1.4 Kundernes forhandlingsmakt.....	32
5.1.5 Leverandørers forhandlingsmakt.....	33
5.1.6 Delkonklusjon ekstern analyse.....	34
5.2 Internbasert analyse: ressursanalysen SVIMA	35
5.2.1 Verft og geografisk plassering.....	36
5.2.2 Kompetanse og merkevare	37

5.2.4	Delkonklusjon intern analyse.....	38
5.3	SWOT-rammeverket.....	38
6	Regnskapsanalyse.....	39
6.1	Rammeverk for regnskapsanalyse.....	39
6.2	Trailing-regnskap.....	40
6.3	Kværners årsregnskap.....	44
6.3.1	Presentasjon av resultatregnskap 2011-2015.....	44
6.3.2	Presentasjon av balanser 2010-2015.....	45
6.4	Omgruppering av årsregnskapet.....	47
6.4.1	Avsatt utbytte.....	48
6.4.2	Finne dirty surplus og fullstendig nettoresultat.....	49
6.4.3	Normale og unormale poster.....	54
6.4.4	Skattekostnad.....	57
6.4.5	Omgruppert resultatregnskap.....	62
6.5	Omgruppering av balansen.....	63
6.5.1	Avsatt utbytte tilbake til egenkapital.....	63
6.5.2	Drift og finansiering.....	63
6.5.3	Sysselsatt kapital.....	66
6.5.4	Netto driftskapital.....	68
6.6	Målefeil og justering av målefeil.....	70
7	Forholdstallanalyse (risikoanalyse).....	72
7.1	Likviditetsanalyse – kortsiktig risiko.....	73
7.1.1	Likviditetsgrad 1.....	74
7.1.2	Kontantstrømanalyse.....	75
7.2	Soliditetsanalyse – langsiktig risiko.....	75
7.2.1	Egenkapitalprosent.....	76
7.2.2	Rentedekningsgrad.....	77
7.2.3	Netto driftsrentabilitet.....	78
7.3	Syntetisk rating.....	79
8	Analyse av historisk avkastningskrav.....	81
8.1	Egenkapitalkrav.....	81
8.1.1	Risikofri rente (r_f).....	82
8.1.2	Egenkapitalbeta (β_i).....	82
8.1.3	Markedspremie ($E(r_m) - r_f$).....	84

8.1.4	Illikviditetspremie (I_i)	85
8.1.5	Kværners egenkapitalkrav	85
8.2	Netto finansielt gjeldskrav	85
8.2.1	Finansielt gjeldskrav	86
8.2.2	Finansielle eiendelkrav	87
8.2.3	Kværners netto finansielle gjeldskrav	87
8.3	Netto driftskapitalkrav	88
9	Analyse av strategisk rentabilitet	89
9.1	Egenkapitalrentabilitet	90
9.2	Dekomponering av egenkapitalrentabilitet	91
9.2.1	Driftsfordeler, netto driftsrentabilitet	92
9.2.2	Finansieringsfordeler	95
10	Fremtidsregnskap	97
10.1	Driftsinntekter	99
10.2	Netto driftseiendeler	102
10.3	Netto driftsresultat	103
10.4	Netto finansiell gjeld	105
10.5	Netto finansiell kostnad	106
10.6	Balanse, resultatregnskap og kontantstrøm	108
10.7	Avkastningskrav	110
11	Verdsettelse av Kværner	112
11.1	Fundamental verdsettelse	112
11.1.1	Egenkapitalmetoden	113
11.1.2	Selskapskapitalmetoden	114
11.1.2	Oppsummering av de ulike metodene	116
11.2	Sensitivitetsanalyse	117
11.2.1	Budsjett drivere	117
11.2.3	Egenkapitalkrav	118
11.2.3	Oppsummering sensitivitetsanalyse	119
11.2	Komparativ verdsettelse	120
12	Konklusjon og oppsummering	122
12.1	Handlingsstrategi	123
13	Referanseliste	124

1 Introduksjon

Vi skal i denne utredningen utføre en verdsettelse av Kværner ASA, som vi fra nå av omtaler som Kværner. Metodikken vi benytter er å først gjennomføre en fundamental verdsettelse av Kværner, før vi supplerer med en komparativ verdsettelse. Målet med hele utredningen er å komme frem til en estimert verdi på en Kværner-aksje. Dette skal vi så sammenligne med markedsverdien for å danne en handlingsstrategi for aksjen. Handlingsstrategien vi skal komme frem til er enten kjøp, hold eller selg. Vi ønsker å analysere følgende problemstilling:

”Hva er egenkapitalverdien til Kværner?”

1.1 Formål med utredningen

Oppgaven er en del av vår mastergrad i økonomi og administrasjon. Begge forfatterne har Økonomisk styring (BUS) som hovedprofil, og oppgaven inngår således innen denne hovedprofilen. Ved å skrive en verdsettelse får vi praktisert den kunnskapen vi gjennom vår utdanning har tilegnet oss. Vi får også styrket vår forståelse for regnskap og hva som skaper verdier i en bransje og i et selskap. Dette er ferdigheter vi mener er relevante inn mot arbeidslivet. Vi har i vår verdsettelse av Kværner tatt utgangspunkt i metodikken som inngår i masterfaget BUS440 Regnskapsanalyse og verdivurdering, men har også supplert med andre metoder der vi finner det relevant.

Vi ønsket i vår utregning å ta utgangspunkt i et selskap som er knyttet opp mot oljeindustrien. Dette har sammenheng med at begge har oppvokst i områder sterkt preget av oljeindustrien, samt at industrien står over store utfordringer. Det å få en bredere forståelse for bransjen som helhet og leverandørindustrien i særdeleshet har derfor vært viktig i vårt valg av selskap. Vi endte til slutt på Kværner, da dette er et spennende selskap som går gjennom usikre tider. Vi vurderte Kværner derfor som et interessant case for vår oppgave.

1.2 Oppbygging

Vi starter med å definere bransjen for å få en oversikt over situasjonen denne bransjen står ovenfor. Vi går deretter dypere inn på hvem som er konkurrentene til Kværner bransjen, før vi går i dybden på Kværner som selskap. Vi ser der på deres historie, operasjonsområder, eierstruktur, aksjekursutvikling med mer. Dette gir oss et fundament å bygge videre analyser på.

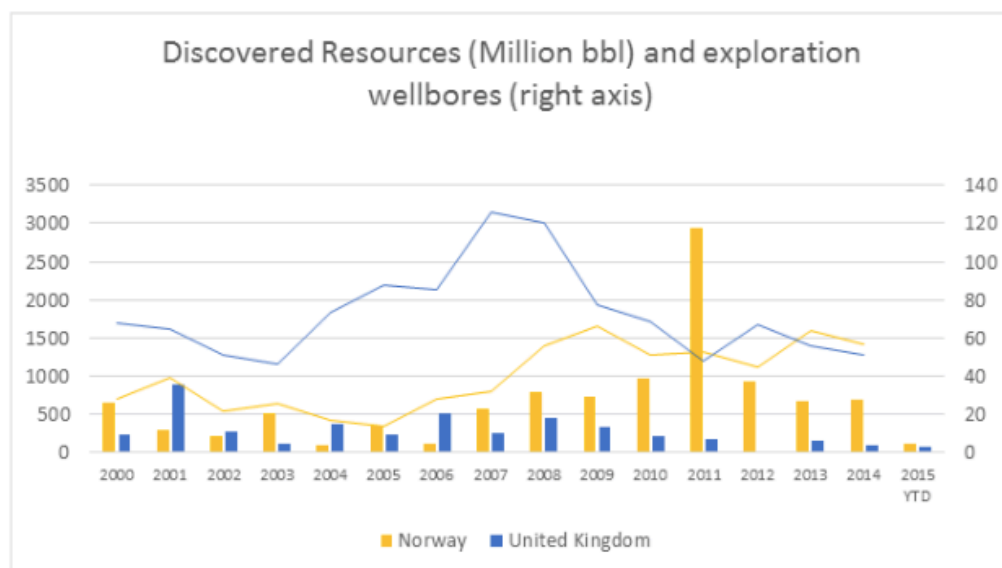
Vi gjennomfører så en strategisk analyse. Der analyserer vi hva som påvirker lønnsomheten i bransjen Kværner opererer i gjennom en eksternanalyse. Deretter analyserer vi Kværners strategiske posisjon i en internanalyse. Dette oppsummeres i en SWOT-analyse der vi kan si noe om hvordan konkurransesituasjonen og lønnsomheten til Kværner vil utvikle seg i fremtiden.

Deretter gjennomfører vi en regnskapsanalyse, der vi normaliserer Kværners resultat, samt omgrupperer balansen for å få et mest mulig korrekt bilde av Kværners historiske lønnsomhet. Dette benytter vi videre til å analysere kredittrisikoen til Kværner, samt å gjøre detaljerte beregninger av historiske avkastningskrav. Resultatene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen danner grunnlaget for en strategisk rentabilitetsanalyse. Denne analysen danner grunnlaget for vårt fremtidsregnskap. I fremtidsregnskapet kommer vi med våre vurderinger av hvordan vi forventer Kværner vil prestere i fremtiden. Kontantstrømmene vi estimerer for fremtiden blir deretter diskontert tilbake til 2015 via ulike nåverdimodeller. Dette vil danne grunnlaget for verdiestimatet vårt for Kværner.

Etter vi har utledet et verdiestimat gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse der vi ser på hvordan verdien endrer seg dersom enkelte variabler endrer seg. Med dette får vi belyst usikkerheten i verdiestimatet. Vi tester også rimeligheten i estimatet med å sammenligne utvalgte måltall i Kværner med konkurrentene i en komparativ analyse. Deretter konkluderer vi med en konkret handlingsstrategi for en Kværner-aksje.

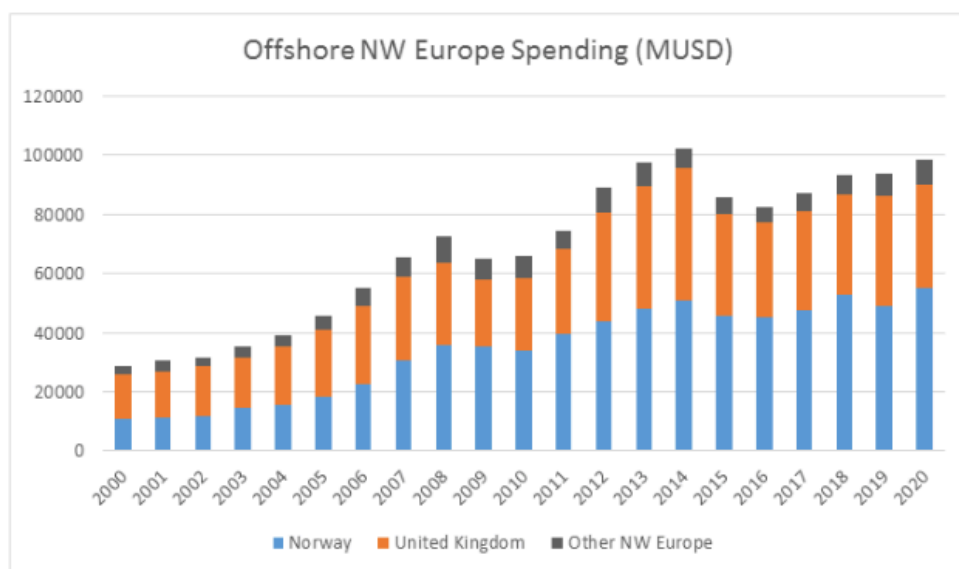
2 Marked og avgrensning av bransjen

La oss først se på det norske offshoremarkedet og forventet fremtidig utvikling, før vi bryter markedet ned i de forskjellige leverandørsegmentene. Den norske kontinentalsokkel (NKS) ble verdens største offshoremarked i 2006 da markedet gikk forbi den britiske kontinentalsokkel (BKS) i størrelse (Rystad Energy, 2015 a). Det ble investert for rekordsummer på den norske kontinentalsokkelen i 2014 og grunnet det kraftige fallet i oljeprisen har vi sett en nedgang til nå i 2015. Det er forventet en nedgang i investeringene på omtrent 9% for 2015. Det positive sett med leverandørenes øyne er den store ordreinngangen som har vært etter rekordfunnene i 2011 (Rystad Energy, 2015 a). Flere av de funnene som ble gjort i tidsrommet 2010-2012 er fremdeles under bygging eller venter på utbygging, slik at det kan forventes en stor etterspørsel fremover etter leverandørtjenester i Nordsjøen. Det er selvsagt stor usikkerhet rundt tallene, spesielt nå når endelig investeringsbeslutning rundt Johan Castberg og Snorre 2040 er utsatt til 2017 (Rystad Energy, 2015 a). Monsterutbyggingen Johan Sverdrup ligger for øyeblikket på plan og prosjektet vil bidra til mye aktivitet i årene som kommer (Statoil ASA, 2015).



Figur 2- 1: Olje/gassfunn på NKS og BKS i tidsrommet 2000-2015YTD (Rystad Energy, 2015 a)

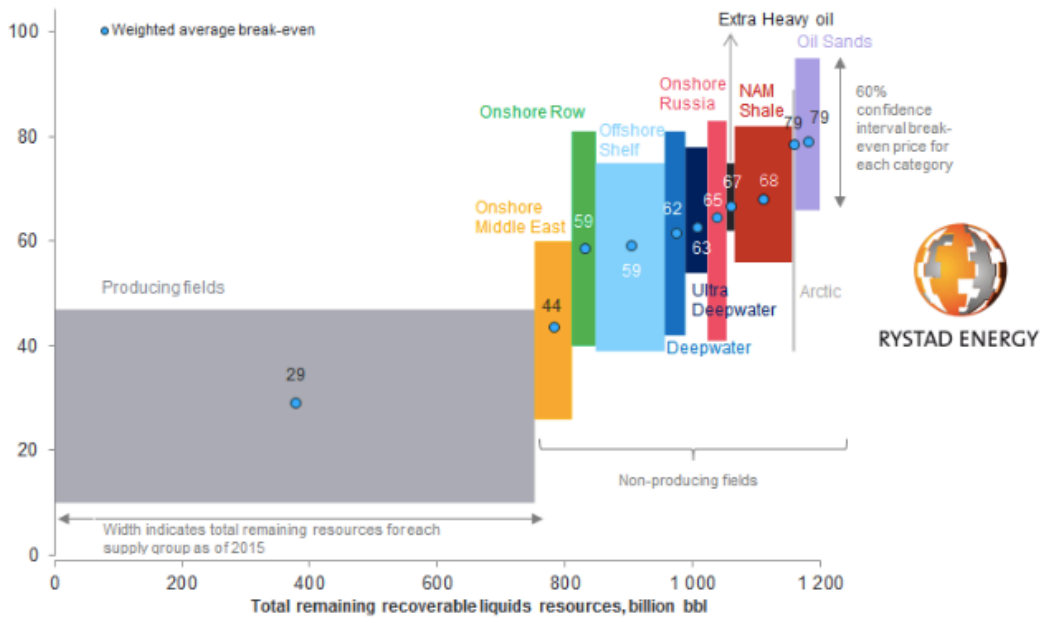
Grunnet de store funnene de senere årene som vi kan se i figur 2-1 forventes et fortsatt høyt investeringsnivå på både på britisk og norsk kontinentalsokkel i fremtiden som vi kan se fra figur 2-2. Det er også forventet at investeringsnivået i andre offshore segment i Europe vil øke, men dette er marked som for øyeblikket er av marginal størrelse sammenlignet med BKS og NKS.



Figur 2- 2: Investeringsnivå på BKS og NKS for perioden 2000-2020 (Rystad Energy, 2015 a)

En viktig problemstilling i dagens lavpris situasjon i oljemarkedet er om markedet er konkurransedyktig i forhold til andre marked som landbasert oljevirkosomhet i Midtøsten og skifergass/olje i USA. Figur 2-3 viser effektivt at kostnaden ved oljeutvinning i Midtøsten fremdeles er noe lavere enn utvinning på den norske kontinentalsokkel. Men gapet på break-even er ikke avskrekkende, og skifergass/olje-produksjon har en høyere kostnad slik at dette bygger videre opp om et fortsatt høyt trykk på norsk kontinentalsokkel.

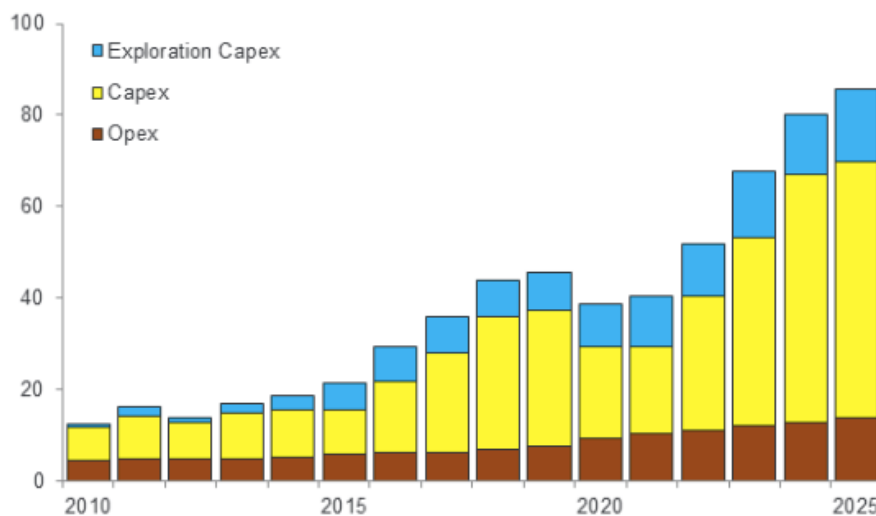
Real Brent USD/bbl



*The break-even price is the Brent oil price at which NPV equals zero using a real discount rate of 7.5%. Resources are split into two life cycle categories: producing and non-producing (under development and discoveries). The latter is further split into several supply segment groups. The curve is made up of more than 20,000 unique assets based on each asset's break-even price and remaining liquids resources in 2015.

Figur 2- 3: Break-even priser for forskjellig oljeproduksjon (Rystad Energy, 2015 b)

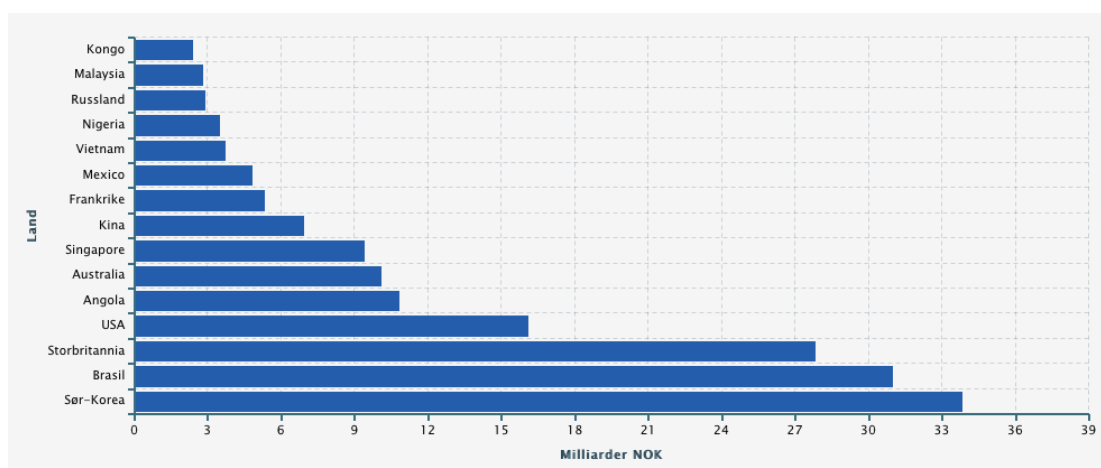
Det er naturlig at funnene på den norske kontinentalsokkel avtar med tiden. Det vil da kunne åpne seg nye markedsmuligheter i utfordrende havområder som i de arktiske områdene som Barentshavet på russisk side og Karahavet. Det vil kunne gi leverandørindustrien nye og spennende muligheter. Figur 2-4 viser at det forventes store investeringsbeløp i fremtiden for disse farvann.



Figur 2- 4: Forventet investeringsbeløp i arktiske strøk i milliarder USD for perioden 2010-2025 (Rystad Energy, 2015 c)

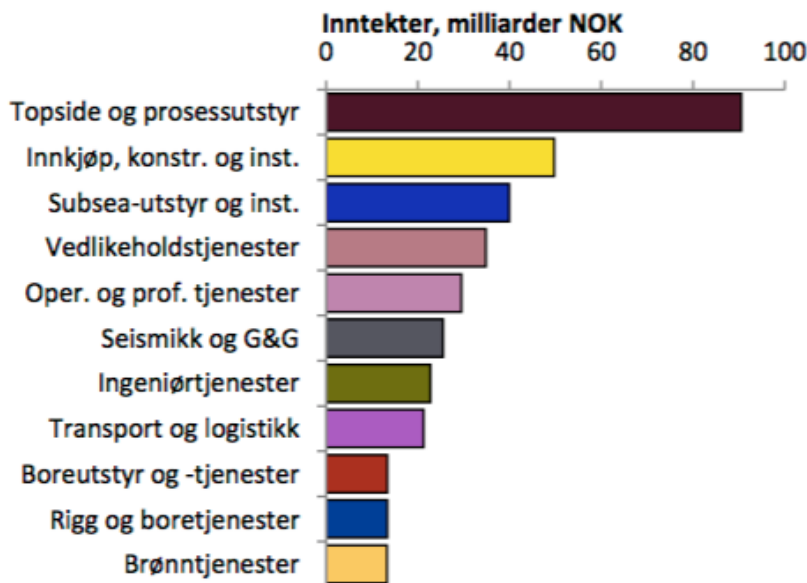
2.1 Leverandørindustrien

Med leverandørindustri mener vi leverandørindustrien inn mot petroleumsvirksomheten. Den norske leverandørindustrien har opparbeidet seg høy kompetanse og konkurransefordeler gjennom 40 år med petroleumsvirksomhet (Norsk Petroleum, 2015). Leverandørindustrien er Norges nest største næring bare forbigått av selve olje/gass-industrien. Industrien bestod av omtrent 1250 forskjellige selskaper og den omsatte for 524 milliarder NOK i 2013 (Norsk Petroleum, 2015). Norsk leverandørindustri har fått internasjonal anerkjennelse og får en stadig større andel av omsetningen fra internasjonale markeder. Av omsetningen på 524 milliarder NOK kom så mye som 40% fra internasjonale prosjekt. Figur 2-5 viser hvor den internasjonale omsetningen kom fra, vi ser at Sør Korea peker seg ut, grunnen til dette er store leveranser av boremoduler og lignende til verft som Samsung HI og Hyundai HI. Mye av grunnen til at vi har sett en vekst i internasjonal omsetning for industrien er opprettelsen av standarden INTSOK som fastsatte krav som var ønsket på norsk kontinentalsokkel (Norsk Petroleum, 2015).



Figur 2- 5: Internasjonal omsetning for norsk leverandørindustri (Norsk Petroleum, 2015)

Den norske leverandørindustriens er i hovedsak lokalisert på Vestlandet, Nord Vestlandet og i Osloregionen (Rystad Energy, 2013). For å få mer innblikk i hva som ligger bak tallene kan investeringsbeløpene brytes ned i flere segment. Industriens forskjellige segment kan sees i figur 2-6, vi kan se at *Topside og prosessutstyr* er det største segmentet i omsetning, det nest største segmentet er *Innkjøp, konstruksjon og installasjon (EPC)*.



Figur 2- 6: Omsetning i de forskjellige leverandørsegmentene i 2012 (Rystad Energy, 2013)

Vi har nå sett på investeringsbeløp i olje- og gassindustrien på den norske- og britiske kontinentalsokkel, i arktiske strøk og arktiske strøk. Vi kan se at disse olje- og gassmarkedene har sett og forventes å fortsatt se høy aktivitet fra leverandørindustrien i årene som kommer. For å begrense omfanget av bransjen som vi ser på, og som Kværner er en del av, definerer vi bransjen som:

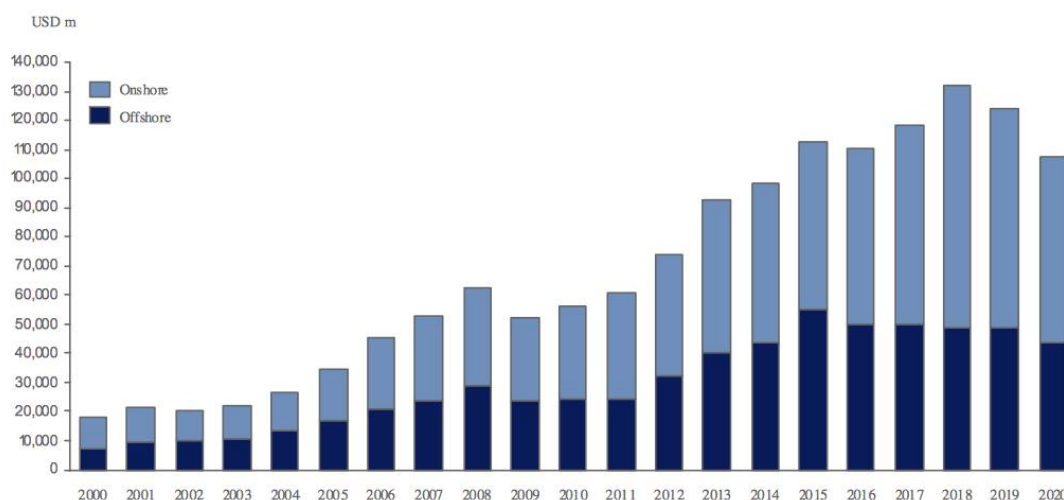
”Selskap som leverer EPC-tjenester og produkt på norsk kontinentalsokkel”

Det sies at norske leverandører har en konkurransefordel i dette markedet (Rystad Energy, 2013). EPC-selskaper i denne sammenheng er i hovedsak selskap som produserer understell, plattformdekk, komplette plattformer og onshore-installasjoner til operatører i offshorenæringen på den norske kontinentalsokkel. Ofte leverer EPC-selskap også mindre modifikasjonsmoduler og andre oppgraderinger til offshore-installasjoner, men vi ser her bort fra de selskapene. EPC er kort for, *engineering, procurement og construction*, og selv om leverandørene er leverandør av prosjektene, er det vanlig at selve operatøren har overordnet ansvar over prosjektet (Nilsen & Braadland, 2014). En EPC-kontrakt gjør at leverandørene får mer kontroll over prosjektet, men det følger med en økt andel administrativ kapasitet, i tillegg til krav om høyere kompetanse (Nilsen &

Braadland, 2014). Det er følgelig et mindre antall aktører som leverer slike tjenester enn totalt antall leverandører til offshore-næringen. Vår bransje vil derfor som nevnt begrenses betydelig med tanke på aktører, men det vil fremdeles være flere store aktører.

Operatørene på den norske kontinentalsokkel har sett en vridning i hvor de store leverandører er lokalisert, og lokale leverandører som Aibel og Kværner har dermed sett en økt konkurranse. Av de store utbyggingsprosjektene som er under bygging nå, er de fleste av kontraktene tildelt asiatiske leverandører (enerWe, 2014). Sør Korea merker seg spesielt ut som en stor leverandør av understell og plattformdekk til pågående prosjekter. Kværner har utpekt seg i forbindelse med Johan Sverdrup utbyggelsen da de er tildelt flere av kontraktene til det feltet, og 75% av tildelingene er tildelt norske leverandører (Lewis, 2015).

Rystad Energy anslo i 2011 følgende trend (figur 2-7) innen EPC-prosjekter som aktuelle for Kværner i årene som kommer (Kværner ASA, 2011 a). Som vi ser av grafen forventes det på verdensbasis en fortsatt økning i investeringer i EPC-prosjekter. Nå er denne grafen basert på en oljepris på rundt 100 USD slik at relevansen er nok noe redusert, men dersom vi tar hensyn til fallet som var i oljeprisen i 2008 og ser på faktisk investeringsfall ser vi at det ikke var spesielt stort. Markedet for Kværner og dets konkurrenter må kunne sies å være betydelig i omsetning.



Figur 2- 7: Fremtidige EPC-kontrakter ifølge Rystad Energy (Kværner ASA, 2011 a)

2.2 Aktører

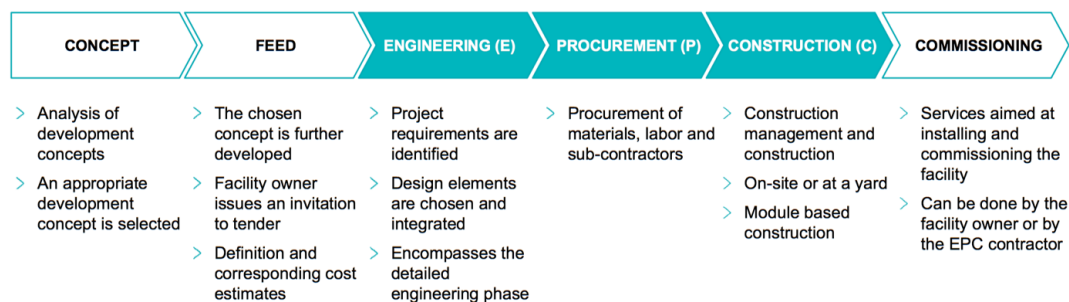
I Kværners prospektmelding fra 2011 nevner selskapet blant annet Petrofac, Hyundai HI, og Samsung HI som sentrale konkurrenter (Kværner ASA, 2011 a). Kværner nevner også flere andre aktører, og besynderlig nok nevnes ikke Aibel. På norsk kontinentalsokkel må Aibel kunne sies å være en av de store leverandørene og vi velger å inkludere dem i det som vi betegner som bransjen. I forbindelse med selve regnskapsanalysen vil kun Hyundai HI, Samsung HI, Petrofac og Kværners tall brukes, dette siden de to koreanske aktørene er to av de største, og Kværner og Petrofac vil representere to selskap lokalisert henholdsvis i Norge og USA. Aibels regnskapstall tas ikke med siden selskapets regnskapstall er en del av Ferd konsernet og selskapet leverer ikke selvstendig årsrapport. En kort presentasjon av hver av de sentrale konkurrentene følger.

- Aibel er en norsk bedrift som leverer tjenester innen modifikasjoner, feltutvikling med mer. De har hovedfokus på modifikasjoner på eksisterende installasjoner. Aibel har et verft i Haugesund, samt et annet verft i Thailand som produserer moduler og plattformdekk til kunder. Hovedkontoret er å finne i Stavanger (Aibel AS, 2015).
- Hyundai Heavy Industries (HHI) er verdens største skipsbygger (Park, 2009), og selskapet har sin opprinnelse 1973 i Sør Korea. HHI leverer tjenester/produkter i syv forretningsområder; skip, landanlegg, offshoreprodukter, maskinteknologi, elektrosystemer, fornybar energi og konstruksjonsutstyr.
- Petrofac er et amerikansk selskap med opprinnelse i Texas. Selskapet ble opprettet i 1981 og det er delt i 2 divisjoner som leverer tjenester, *engineering, construction, operation and maintenance* og *integrated energy solutions*. Det er den første divisjonen som leverer EPC-tjenester som eksempelvis offshore installasjoner. Med en størrelse på 20000 ansatte er Petrofac på størrelse med Statoil når det gjelder sysselsetting internasjonalt. Selskapet har som mål å være det mest beundrede oljeserviceselskapet i verden (Petrofac, 2015 a).

- Samsung Heavy Industries (SMI) med historie tilbake til 1974 er en av verdens største skipsbyggere. Med over 14000 ansatte er SMI vesentlig større enn sine norske konkurrenter (Samsung Heavy Industries Co., Ltd, 2015 a). Selv om selskapet primært er en skipsbygger er SMI også en viktig konkurrent til Kværner. De er verdens største produsent av boreskip og har i nyere tid også levert plattformer til olje og gass-industrien. De skal levere 2 av plattformene til Johan Sverdrup-feltet.

3 Kværner ASA

Kværner er et Norsk selskap innen oljeservicesektoren. Hovedkvarteret er plassert i Bærum i Norge. Kværner er børsnotert på Oslo Børs (ticker: KVAER) med en markedsverdi på 2218 MNOK per 02.12.15 (Oslo Børs, 2015 a). Kværner er spesialisert innen leveranser av EPC-tjenester (engineering, procurement and construction), noe som innebærer at Kværner leverer ingeniørtjenester, har ansvar for å bestille inn arbeidskraft, materialer samt kontrakter med underleverandører samt konstruksjon av produktet. Verdikjeden til Kværner er illustrert i figur 3-1.



Figur 3 - 1: Investorpresentasjon 2011 (Kværner ASA, 2011 a)

Kværner har to store verft i Norge, henholdsvis Kværner Stord som er spesialisert innen leveranser av plattformdekk og Kværner Værdal som er spesialisert innen produksjon av stålunderstell til plattformer (jackets). I tillegg til de to norske verftene har Kværner mindre verft i Polen, Russland og Canada. Totalt har Kværner rett i underkant av 3000 ansatte på verdensbasis. Kværner har kontorer i totalt 7 land i Europa, Asia samt Nord-Amerika.

3.1 Mål, strategi og verdier

Kværner har en ambisiøs målsetning: selskapet har et mål om å kunne levere noen av verdens mest krevende EPC-prosjekt, og det ved å leve opp til selskapets verdier.

Kværners strategi for å nå målet er (Kværner ASA, 2011 a):

- Vekst og forsvar av markedsposisjonen i hjemmemarkedet
- Utnytte kompetanse og erfaring opparbeidet i hjemmemarkedet til å kapre nye markedsandeler internasjonalt. Fokus er spesielt på dyptvannsområder, arktiske og krevende havområder
- Styrke interne kapabiliteter og inngå partnerskap og samarbeidsavtaler for vekst og kompetanseheving
- Utvikle fleksible ingeniørmodeller og forsterke samarbeidet med Aker Solutions gruppen

Kværners grunnleggende verdier er, fritt oversatt (Kværner ASA, 2011 a):

- HMS-tankegang
- Kundeorientert
- Lever som lovet
- Tett på
- Person- og teamfokus
- Åpen og direkte dialog

3.2 Selskapets historie

Kværner som vi kjenner selskapet i dag ble etablert i 2011, men har røtter tilbake til midten av 1800-tallet fra selskapene Aker og Kværner. (Kværner ASA, 2011 b)

Aker ble grunnlagt i 1841 i Christiania som en produsent av dampmotorer for bruk i skip. Senere ble virksomheten utvidet til å produsere hele skip ved Akers Mekaniske Verksted lokalisert på Tjuvholmen i Oslo. Verftet vokste i løpet av første halvdel av 1900-tallet til å bli et av de største verftene i Norge. I tiårene etter andre verdenskrig vokste etterspørselen etter olje på verdensmarkedet og Aker

begynte å bygge oljetankere. Ut over 50-tallet ble oljetankerne så store at det ikke lenger var mulig å bygge de i Oslo. Aker begynte dermed å bygge opp et nytt stort verft på Stord.

På 60-tallet produserte Aker Stord de største supertankerne som har blitt bygget i Norge, men dette fikk en brå stopp da den globale oljekrisen kom i 1973. Da stod Aker uten store kontrakter. Aker hadde derimot en kompetanse på plattformer, da de i 1966 bygget oljeriggen Ocean Viking, som senere ble historisk som den riggen som oppdaget Ekofiskfeltet i Norge i 1969, og med det markerte startskuddet for Norges oljeeventyr. Aker foretok da en snuoperasjon og satte fokus mot olje og gass-næringen som på denne tiden var i en startfase i Norge. På slutten av 70-tallet gikk Aker over til å utelukkende bygge borerigger. Designene Aker H-3 og Aker H-4 som på et tidspunkt ble de mest benyttede flytende boreriggene i verden med 37 stykker produsert førte til at Aker måtte utvide kapasiteten. Dermed opprettet de et verft i Værdal som var spesialisert innen offshore-rigger. De utviklet i løpet av 80-tallet også kompetanse innen betongstrukturer til offshore-næringen, noe som ble viktig ut over 90-tallet, som for eksempel ved produksjon av Troll B-plattformen. Aker utvidet i løpet av 80- og 90-tallet også virksomheten til å omfatte spesialtjenester samt utstyrleveranser. De opprettet en rekke datterselskaper som Aker Drilling, Aker Subsea og Aker Base som alle hadde andre virksomhetsområder enn produksjon av plattformer. (Kværner ASA, 2011 b)

Kværner, i sin opprinnelige form, ble grunnlagt i Christiania i 1853 som en produsent av jernprodukter som eksempelvis ploger og industrielle ovner. Dette fortsatte de med frem til de etter andre verdenskrig begynte å bygge skip. De ble dermed en av de største konkurrentene til Aker. Gjennom høykonjunkturen på 60-tallet utviklet Kværner et design for LNG-tankskip som ble verdensledende. Det suksessfulle designet førte til at Kværner flyttet fokus mot engineering av flere slike løsninger for det internasjonale markedet. Dette førte til ekspansjoner inn mot 70-tallet. Oljekrisen rammet også shipping avdelingen til Kværner hardt, men de holdt seg flytende på grunn av stabilt salg av andre produkter. Fra siste halvdel

av 70-tallet og utover ble Kværner gradvis mer involvert i produksjon og design av plattformer. (Kværner ASA, 2011 b)

Kværner gjorde det i løpet av 90-tallet generelt veldig godt. I 1996 kjøpte de også opp det britiske konglomeratselskapet Trafalgar House, som på den tiden hadde over 30 000 ansatte. I tiden som fulgte var det gjentatte spekulasjoner om en eventuell fusjon mellom Kværner og Aker. Dette ble til en realitet i 2000 da Aker kjøpte opp en stor eierpost i Kværner. De ble enige om å fusjonere de to selskapene til selskapet Aker Kværner i året som fulgte. I kjølvannet startet prosessen med en omstrukturering av selskapet med den hensikten å skape en mer oversiktlig og logisk inndeling. Dette førte blant annet til at de skilte ut skipsbyggingsaktivitetene som et eget konsern i Aker Yards. Videre skilte de ut EPC-virksomheten som et eget selskap i 2011. Dette fikk navnet Kværner, og er Kværner som vi kjenner det i dag. (Kværner ASA, 2011 b)

3.3 Segmenter og organisasjonsstruktur

Kværner leverer hovedsakelig teknisk avanserte produkter inn mot værharde og kalde områder. Hovedsakelig inn mot Nordsjøen, men også i Canada, Russland samt antarktiske strøk. Aktivitetene til Kværner kan deles inn i fire segmenter. Disse samt markedsposisjonen til Kværner innen hvert segment er som følger:

- Concerte solutions: Dette er betongunderstell til plattformer, flytende konsepter samt LNG-terminaler. Kværner er ledende på verdensbasis innen maritime betongstrukturer.
- Jackets: Dette innebærer stålunderstell til plattformer, samt andre stålstrukturer til offshorenæringen. Kværner er ledende i Europa på stålunderstell til plattformer.
- Topsides: Plattformdekker samt flytende plattformer. Kværner er ledende ut mot Nordsjø-markedet innen dette segmentet.
- Onshore: Dette er landbaserte oppstrømanlegg for olje og gass. Kværner er ledende innenfor det norske markedet.

3.4 Operasjonsområder

Historisk sett har den norske kontinentalsokkelen vært Kværners viktigste marked for oppstrømkativiteter, men selskapet har store forhåpninger om videre vekst i marked som det kaspiske hav, gulfen av Mexico og det australske markedet. Fremtidige oppstrømmarked som er aktuelle kandidater er prosjekter i værharde områder som for eksempel de arktiske områdene, som Karahavet, Grønlandshavet og russisk side av Barentshavet.

3.5 Eierstruktur og aksjonæroversikt

Den største eieren i Kværner er Aker Kværner Holding AS med 41 prosent av aksjene. Aker Kværner Holding AS er igjen kontrollert av Aker ASA (70%) som igjen er kontrollert av Kjell Inge Røkke med familie gjennom TGR Holding AS og The Resource Group AS (Kværner ASA, 2015 a). Røkke er også styremedlem i Kværner, mens styreformann er Leif-Arne Langøy. De resterende aksjene i Kværner er i hovedsak kontrollert av store internasjonale investeringsbanker og fond, som vist under:

Note 12 Shareholders

Shareholders with more than one percent shareholding as of 31 December 2014

Company	Nominee	Number of shares held	Ownership percent
AKER KVÆRNER HOLDING AS		110 333 615	41.02
J.P. MORGAN CHASE BANK	X	17 643 184	6.55
SKANDINAVISKA ENSKILDA	X	12 126 434	4.50
MORGAN STANLEY & CO	X	11 049 611	4.10
J.P. MORGAN CHASE BANK	X	8 127 210	3.02
FONDSFINANS SPAR		3 925 000	1.45
VERDIPAPIRFONDET DNB		3 390 627	1.26
GOLDMAN SACHS & CO	X	3 338 925	1.24
VERDIPAPIRFONDET DNB		3 150 000	1.17
VPF NORDEA NORGE		3 069 087	1.14

Figur 3 - 2: Kværners eierstruktur (Kværner ASA, 2015 a)

3.6 Kværners aksjeutvikling

Nedenfor følger en figur over Kværner aksjens utvikling fra børsnotering 08.07.2011 til 02.12.2015. Av kurven kan vi se at aksjen hadde en positiv trend frem til et toppunkt på over 18 NOK i starten av 2013, før den falt nokså brått rett

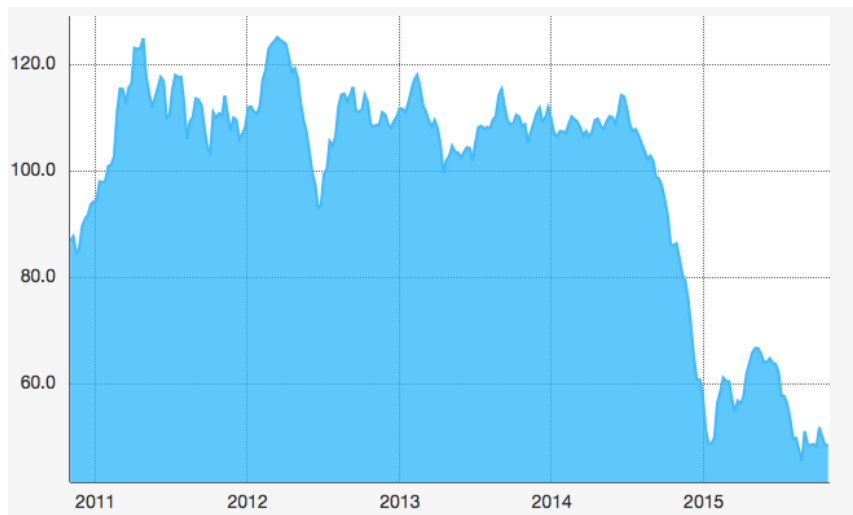
etter. Det brå fallet har sammenheng med at Kværner tapte mange kontrakter i Edvard Grieg-tildelingen som markedet forventet de skulle få. Aksjen har fortsatt å falle helt frem til i dag, kun avbrutt av korte vekstperioder, særlig rundt årsskiftet 2013/2014. Aksjekursen per 02.12.2015 er 8,31 NOK, hvilket er en betydelig stigning siden aksjekursens bunnotering på 3,87 NOK i september 2015.



Figur 3 - 3: Aksjekurs fra børsnotering. (Netfonds, 2015)

3.7 Historisk oljeprisutvikling

Ettersom Kværner opererer i en bransje som i stor grad er drevet av aktiviteten i petroleumsindustrien, kan det være verdt å sammenligne utviklingen i Kværners aksjekurs og oljeprisen. Fra figur 3-4 kan vi se at oljeprisen har sett en betydelig svekkelse siden juni 2014, hvor dagens kurs i dag er omtrent 50 USD. Kværners nedgang i aksjekurs startet tidlig i 2013, men vi kan se at fallet har svekket seg ytterligere ettersom oljeprisen har dalt.



Figur 3- 4: Oljeprisens utvikling de siste 5 årene (hentet 31.10.15) (Dagens Næringsliv, 2015)

4 Verdssettelsesmetoder

Det er på generelt grunnlag 3 verdsettelsesmetoder som brukes av de fleste analytikere ved verdsettelse av selskaper, men det er i tillegg en fjerde metode som brukes av et mindretall analytikere, substansverdimetoden (Damodaran A., 2012 a). Metodene er:

- Fundamental verdsettelse: diskontert kontantstrømsanalyse
- Komparativ verdsettelse: multiplikatormodellen
- Opsjonsbasert verdsettelse: realopsjoner
- Substansverdi verdsettelse

Vi kommer til å gjennomgå hver av verdsettelsesmetodene i korte trekk, vi forklarer først kort grunnlaget og selve metoden, før vi til slutt nevner noen fordeler og svakheter med hver av metodene. Etter presentasjonen av metodene forklarer vi valg av verdsettelsesmetode.

4.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er i hovedsak grunnsteinen som benyttes i de fleste verdsettelse av selskaper, både opsjonsbasert og substansverdimodellen har en fundamental verdsettelse som utgangspunkt (Damodaran A., 2012 a).

Verdsettelsesmetoden bygger på offentlig tilgjengelig selskapsinformasjon og regnskapsinformasjon slik som årsrapporten og kvartalsrapporten. En strategisk analyse gjøres for å kunne si noe om selskapets markedsposisjon og fremtidige muligheter. En regnskapsanalyse gjøres for å korrigere for historiske engangsposter, for å finne underlaget og budsjettdriverne for fremtiden, og for å beregne fremtidige avkastningskrav. Et fremtidsregnskap utarbeides på bakgrunn av det avdekkede grunnlaget og fremtidig kontantstrøm beregnes.

Basis for selskapsverdien er nåverdien på selskapets fremtidige konstantstrømmer. Fremtidig kontantstrøm neddiskonteres med en diskonteringsfaktor som er tråd med selskapets underliggende usikkerhet og risiko.

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

CF_t = kontantstrøm
 n = selskapets levetid
 r = neddiskonteringsrente

Formel 4- 1: Diskontert kontantstrøm (Damodaran A., 2012 a)

Formel 5-1 illustrerer metoden ved å vise at selskapets verdi er et produkt av summen av fremtidige kontantstrømmer neddiskontert med en fornuftig diskonteringsfaktor.

Det er i utgangspunktet 2 forskjellige kontantstrømmetoder som brukes, kontantstrøm til egenkapitalen (egenkapitalmetoden) og kontantstrøm til selskapet (selskapsmetoden). Kontantstrømmen til egenkapitalen neddiskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen, mens kontantstrømmen til selskapet neddiskonteres med et avkastningskrav som er vektet snitt av avkastningskravene til egenkapitalen og selskapets netto gjeld. I prinsippet skal begge metoder gi samme selskapsverdi så lenge diskonteringsrenten og kontantstrømmene som brukes er konsistente (Damodaran A., 2012 a).

En fundamental verdsettelse er krevende både analytisk og tidsmessig siden metoden krever bearbeiding og analyse av regnskapsdata. Fordelen med en fundamental verdsettelse sammenlignet med en komparativ verdsettelse er det

faktum at den fundamentale verdsettelsen beregner selskapets virkelige. Metoden fungerer godt i modne bransjer. Metoden anbefales ikke å bruke i tilfeller hvor selskapet er i følgende situasjoner (Damodaran A., 2012 a):

- Selskapet har negativ kontantstrøm og er eksempelvis nære konkurs
- Er en del av en syklisk bransje
- Har eiendeler som ikke utnyttes
- En stor del av virksomheten er basert på patenter og realopsjoner
- Er i en restruktureringsprosess
- Driver i stor grad med oppkjøp
- Private selskap

4.2 Komparativ verdsettelse

Komparative verdsettelse er rundt oss i de fleste settinger, som når en sammenligner om en vare i butikken er dyr sammenlignet med tidligere priser, varens nærmeste konkurrenter og substitutter. En komparativ verdsettelse av et selskap sammenligner prisingen av selskapet med industrien/bransjen selskapet er en del av, en såkalt tverrsnittsanalyse. Metoden antar da at prisingen av enkelt-selskap kan være feil, men at bransjen som helhet verdsettes korrekt (Damodaran A., 2012 a). Det kan også gjøres tidsserieanalyse som ser på verdien over tid.

Den vanlige modellen innen komparativ verdsettelse er multiplikatormodellen. Vanlige multipler er pris til inntekt (P/E-ratio), og pris til bokført verdi (P/B-ratio) for å nevne noen. Dersom selskapet som vurderes eksempelvis har lavere P/E-ratio enn markedet vil da selskapet ansees som underpriset og en kjøpsanbefaling vil være naturlig.

Metoden er ofte valgt siden den er enkel og lite tidkrevende. Men som nevnt er hensikten med en komparativ verdsettelse å se på verdien på selskapet sammenlignet med markedet, det er da en forutsetning at markedet er priset

korrekt (Damodaran A., 2012 a). Et problem med verdivurderingen blir da at analytikeren har stor påvirkningskraft i form av valg av markedet og dets aktører. Fundamentale forskjeller mellom selskapene kan være tilfelle og dersom analytikeren ikke tar hensyn til dette vil verdivurderingen bli feil. Et annet potensielt problem med en komparativ verdsettelse er at hele markedet som helhet kan være overpriset eller underpriset slik at verdsettelsesgrunnlaget er misledende (Damodaran A., 2012 a).

4.3 Opsjonsbasert verdsettelse

I den senere tid har tanken om at en eiendel kan ha en høyere verdi enn den underliggende nåverdien til eiendelens fremtidige kontantstrøm fått større aksept. Denne aksepten har kommet gjennom utvikling av opsjonsprisinde modellene brukt på finansielle opsjoner (Damodaran A., 2012 a). På bakgrunn av at fremtiden er usikker vil realopsjoner som gir muligheten til eksempelvis ekspansjon i en fordelaktig situasjon ha en verdi som er vanskelig å vurdere dersom ikke opsjonsteori anvendes.

En opsjonsbasert verdsettelse er et supplement til en fundamental verdsettelse. Det fundamentale bak en opsjonsbasert verdsettelse er at den tar innover seg det faktum at en fremtidig kontantstrøm kan ha flere forskjellige utfall med en antatt sannsynlighet (Damodaran A., 2012 a). Eksempelvis vil ikke et oljeselskap utvikle et fremtidig oljefunn dersom oljeprisen faller under break-even punktet til oljefunnet, opsjonsmodellen tar hensyn til den muligheten.

Siden realopsjonene ikke trades på et åpent og observerbart marked slik som finansielle opsjoner er det vanskelig å verdsette opsjonen, og estimeringsfeil kan enkelt forekomme (Damodaran A., 2012 a). Dette gjør det problematisk å bruke realopsjoner, og selv om metoden gir viktig input til verdivurderingen av immaterielle eiendeler som selskapet besitter, er det viktig å huske på at det kan ligge store estimeringsfeil i resultatet som fremkommer.

4.4 Substansverdi verdsettelse

Som en fjerde verdsettelsesmetode har vi substansverdi verdsettelse. Metoden går ut på å estimere verdien på de underliggende eiendelene til selskapet. Ved å sette markedsverdier på eiendelene, og trekke fra markedsverdien på gjelden vil vi sitte igjen med egenkapitalverdien, eller da selskapets verdi. Det er i hovedtrekk 3 forskjellige substansverdmodeller som brukes (Damodaran A., 2012 a), de er:

- Likvideringsverdsettelse: en aggregert verdi at salgsverdien til selskapets ulike eiendeler
- Markedsverdi: hva er den aggregerte verdien på å bytte/kjøre eiendelene i markedet i dag
- Bokført verdi: å bruke bokført verdi på eiendelene, med eventuelle korreksjoner

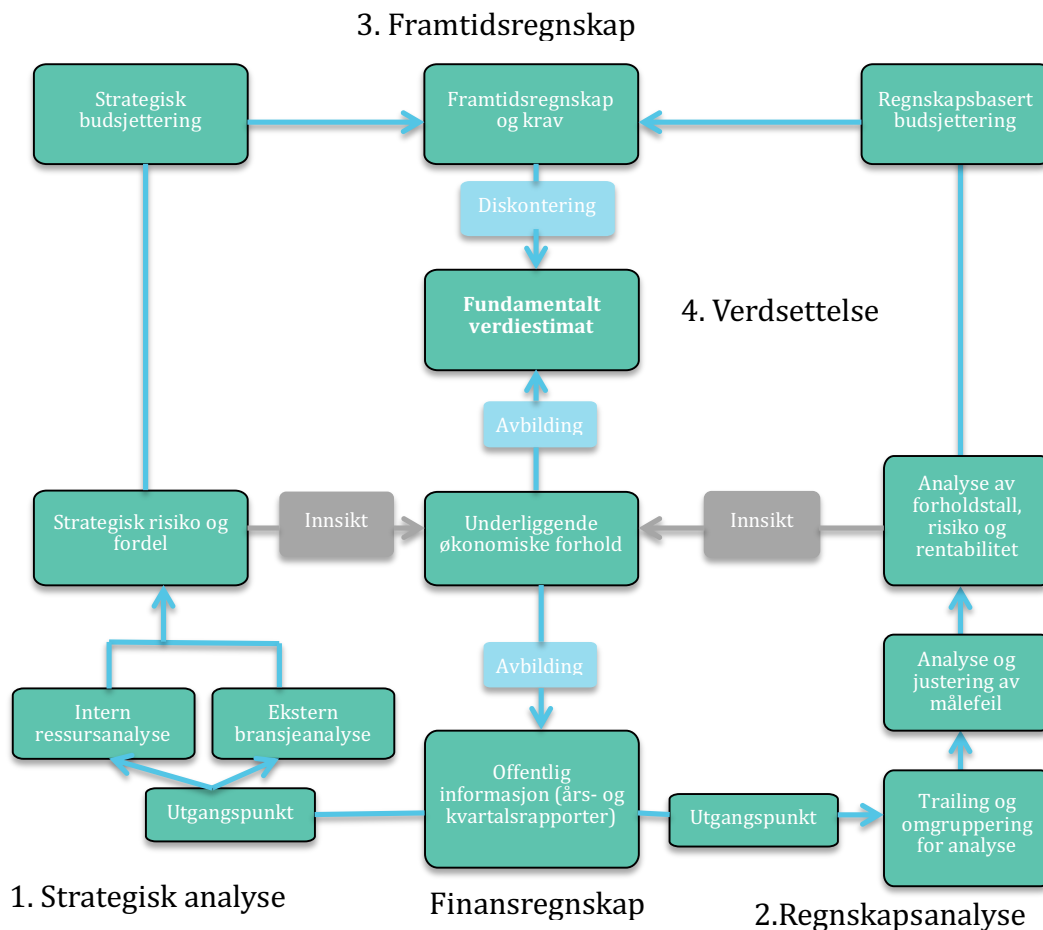
En substansverdi verdsettelse er i å for seg ikke en egen verdsettelse, men mer et supplement siden både likvideringsverdien og markedsverdien må finnes gjennom enten bruk av fundamental, komparativ, eller opsjonsbasert verdsettelse.

4.5 Valg av verdsettelsesmetode

Hvilken metoden som egner seg best for verdsettelse av Kværner avhenger av flere forhold slik som, tilgjengelig regnskapsinformasjon, livssyklus og bransjekarakteristikk.

Kværner utarbeider sine regnskap etter IFRS-standarden som de er pålagt grunnet deres listing på Oslo børs, regnskapene anses derfor for å være av god kvalitet. Årsregnskapene er åpent tilgjengelige på nett for alle driftsår, noe som gjør tilgangen på informasjon enkel. Selv om Kværner i sin nåværende form kun har eksistert siden 2011, har selskapet en industrihistorie tilbake til 1800-tallet og en bransjehistorie som har vart i 40 år. Selskapet er sådan i en moden fase og det er ingen tegn til avvikling eller store endringer i industrien på generell basis, jamfør kapittel 2. EPC-bransjen har sett en høy omsetningsvekst på 2000-tallet,

mens det nå er ventet utflating og muligens en noe lavere omsetning de neste 5-10 årene. En fundamental verdsettelse virker således å være et godt valg. Gjennom vår analyse av Kværner har vi ikke sett tegn til noen for form realopsjoner i selskapet slik at en opsjonsbasert verdsettelse ikke anses som nødvendig.



Figur 4- 1: Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2015 a)

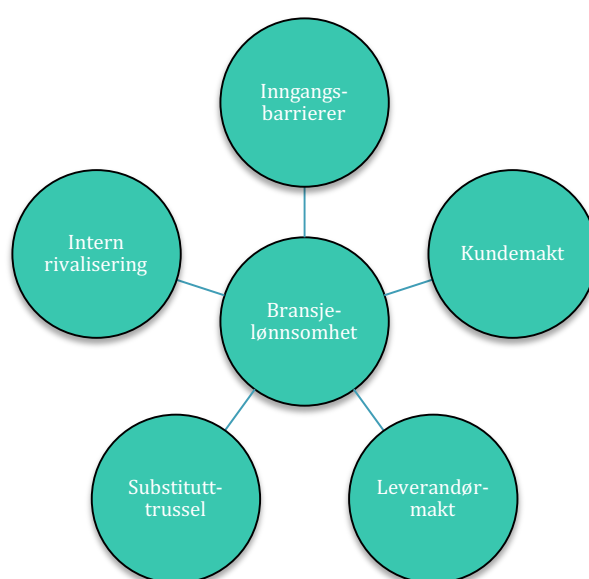
Vårt valg av verdsettelsesmetode er den fundamentale verdsettelsesmetoden basert på underliggende forhold rundt Kværner. Vi kommer til å supplere med en komparativ verdsettelse i form av et par multiple analyser. Figur 4-1 viser rammeverket som vi kommer til å bruke gjennom den fundamentale analysen. Som vi ser fra figuren går vi gjennom 4 steg før vi ender opp med vårt verdiestimat.

5 Strategisk analyse

I dette kapittelet skal vi analysere den strategiske posisjonen til Kværner. Til dette skal vi først bruke Porters fem-krefter modellen til å analysere bransjen som Kværner er en del av. Til slutt skal vi foreta en intern ressursbasert analyse av selskapet. Analysene vil bli oppsummert i SWOT-rammeverket, der vi avdekker Kværners styrker (Strengths), svakheter (Weaknesses), i tillegg til de muligheter (Opportunities) og trusler (Threats) som Kværner møter. Den strategiske analysen hjelper oss med å indentifisere hva som er lønnsomhetsdriverne i selskapet, samt om det er grunnlag for meravkastning og vekst i fremtiden. Den strategiske analysen danner derfor et viktig fundament for videre lønnsomhetsanalyser av selskapet.

5.1 Ekstern analyse: Porters fem krefter

Porters (2008) modell identifiserer fem krefter i de eksterne omgivelsene som påvirker en gitt bedrifts bransje (Porter, 2008). Styrken til disse kreftene gir et innblikk i bransjens relative lønnsomhet, og sterke krefter impliserer trusler som bedriften må ta høyde for i sin strategiske posisjonering. De fem kreftene omfatter intern konkurranse blant konkurrentene, trusselen fra eksterne inntrengere og substitutter, samt forhandlingsmakten til kunder og leverandører, se figur 5-1.



Figur 5- 1: Illustrasjon av Porters 5 krefter

5.1.1 Intern rivalisering mellom konkurrenter

Direkte konkurrenter er de aktører som tilbyr et produkt som dekker det samme behovet hos kunden som dem selv. De øvrige aktørene i markedet, nevnt i innledningen, er derfor Kværners konkurrenter. Den interne rivaliseringen kan svekke bransjens relative lønnsomhet gjennom hard priskonkurransen og sterk kamp om kundenes etterspørsel.

Intern rivalisering i en bransje er avhengig av en rekke faktorer. For det første er det en funksjon av tilbud og etterspørsel i bransjen. Dersom det er stort tilbud, men etterspørselen etter produktene som blir levert er lav, vil dette føre til økt intern rivalisering mellom aktørene i bransjen. Dette synes å være tilfellet blant EPC-leverandørene. Mange står med tomme, eller lite fylte ordrebøker og dette gjør at den interne rivaliseringen blir veldig sterk da mange risikerer å måtte gjennomgå store nedskjæringer, eller i verste fall å legge ned dersom de ikke vinner ordrer. Dette er en konsekvens av flere faktorer. For det første vil en lav oljepris redusere oljeselskapenes utbygginger på norsk sokkel. For det andre har inntoget av asiatiske leverandører på EPC-markedet ført til at kapasiteten har økt betraktelig i bransjen (enerWe, 2014). Konsekvensen av en kraftig økning i tilbud, kombinert med en klar reduksjon i etterspørsel vil da lede til en overkapasitet i bransjen. Dette danner grobunn for en sterk intern rivalisering, og i ytterste konsekvens kan dette føre til at EPC-leverandørene er villige til å levere med store tap, ettersom de har store faste kostnader å håndtere. Kværner melder også i sin rapport for tredje kvartal 2015 at det er få kontrakter å konkurrere om de neste årene (Kværner ASA, 2015 c).

Samtidig er intern rivalisering avhengig av hvilken grad av differensieringsfaktorer det er i bransjen. For EPC-selskapene er det kontrakttilbydere som legger instruksene for hva de ønsker, og selskapene konkurrerer da om å levere det beste tilbudet. Det at produktet som skal leveres er såpass nøye spesifisert, gjør at det er lite handlingsrom for differensiering på produktnivå. Dette medfører at det i hovedsak konkurreres på pris. Inntoget av asiatiske verft med lavere kostnadsnivå enn de europeiske som konkurrerer om de samme kontraktene har presset marginene i bransjen betydelig. Det som

derimot kan bidra til differensiering er andre faktorer, slik som historikk for utsettelse, skader og kostnadsoverskridelser. Samt kompetanse på å produsere teknisk avanserte løsninger for værharde forhold. De asiatiske verftene har en historikk med stadige utsettelse og kostnadsoverskridelser (Teknisk Ukeblad, 2014 a). Dette er et punkt det går an å differensiere seg på, noe som reduserer den interne rivaliseringen noe i bransjen. I tillegg er det mulig å differensiere seg på lokalisering. Ettersom det er store, tunge løsninger som blir produsert er det store kostnader, og i enkelte tilfeller geografiske hindre forbundet med å transport. Derfor er det mulig å differensiere seg på lokalisering av verft.

Samlet sett vurderes det at det er stor overkapasitet i bransjen, noe som gjør at vi kan konkludere med at den interne rivaliseringen i bransjen er svært høy, og det må forventes at den er det i de nærmeste årene.

5.1.2 Trussel fra eksterne inntrengere

EPC-selskaper som ønsker å begynne å produsere plattformer for offshore-næringen er definert som inntrengere. Dersom det er enkelt for eksterne aktører å etablere seg i bransjen vil dette ha en negativ påvirkning på bransjelønnsomheten. Faktorer som kan ha en innvirkning på inntrengertrusselen er kravet til kapitalinvesteringer, myndighetsreguleringer, læringskurveeffekter og stordriftsfordeler. Bransjer med høy lønnsomhet har en tendens til å tiltrekke seg nyetableringer.

For å produsere en plattform fra inngått kontrakt til ferdig produkt krever det at man har komplette produksjonsfasiliteter. Dette innebærer at det er kun de store verftene som er i stand til å produsere plattformer. Krav til tørrdokken, produksjonshaller, kraner med mer gjør at det kreves store kapitalinvesteringer for å produsere plattformer. Dersom man ser på de største verftene i bransjen per dags dato, slik som Kværner-verftene i Norge samt de Sørkoreanske finner vi at alle har startet som skipsverft. Eksisterende skipsverft har i stor grad de samme behovene for produksjonsanlegg som offshoreverft. Dette gjør at kravene til kapitalinvesteringer ikke er så stor som dersom man skulle bygget et verft helt fra grunnen av. Da det er mange eksisterende skipsverft i verden som kan omstilles

til å produsere plattformer vil kravet til kapitalinvesteringer karakteriseres som moderate. Dette vises også igjen i dagens marked. De siste årene har vi sett at flere asiatiske skipsverft, grunnet tomme ordrebøker, har beveget seg inn i plattformmarkedet i Nordsjøen. Derfor er det vanskelig å peke på kapitalinnvesteringskrav som en faktor som vil hindre nyetableringer. Samtidig er oljeprisen på et historisk lavt nivå. Dette gjør det mindre lønnsomt å produsere olje. Særlig gjelder dette for de oljefeltene som er vanskelige å utvinne, noe som er tilfelle for de fleste feltene offshore. Dette vil trekke i retning av lavere investeringer i hele verdikjeden i oljebransjen. Det vil gjøre det mindre attraktivt for eksisterende verft å bevege seg inn i denne bransjen, da det er mangel på kontrakter å konkurrere om, og dermed høy risiko for å stå med tomme ordrebøker.

De store EPC-leverandørene vil også ha store faste kostnader, og vil da i dårlige tider kunne strekke seg langt i kampen om nye kontrakter. Det kan føre til motreaksjoner ovenfor nyetableringer der de etablerte aktørene dumper prisene for å presse ut de nye. Denne represalietrusselen vil dermed også være gjeldende, og kunne hindre nye aktører i å bevege seg inn i bransjen.

Samlet sett er trusselen fra eksterne inntrengere lav, men kan øke dersom det blir flere kontrakter å konkurrere om.

5.1.3 Trussel fra substitutter

Substitutter defineres som aktører som selger et produkt som dekker det samme behovet hos kunden, men på en annen måte enn de direkte konkurrentene (Stensaker, 2014). For at et substitutt skal være en trussel for bransjen må det dekke det samme behovet enten på en mer kostnadseffektiv måte eller på en bedre måte. Substitutter til plattformprodusentene er da både aktører som kan produsere olje på andre måter enn via en offshoreplattform og aktører innen alternative energikilder. Vi har altså en direkte substituttrussel med alternative måter å produsere olje på i tillegg til en indirekte substituttrussel ved andre energiformer som kan redusere etterspørselen etter olje.

Det finnes alternative løsninger enn plattformer for å utvinne olje og gass fra offshorefelt. I hovedsak dreier det seg om flytende produksjonsenheter (FPSO) og subsea-enheter som produserer olje og gass på havbunnen og derfor ikke er avhengig av en plattform. Førstnevnte trenger ikke nødvendigvis utgjøre en substituttrussel for bransjen, da det i stor grad er den samme kompetansen som kreves for å produsere en flytende og en fast utvinningsenhet. I så måte er det de samme verftene som vil være i stand til å produsere FPSO som ved bunnfaste metall og betongkonstruksjoner. Eksempelvis ble store deler av flyteriggen på Gjøa-feltet produsert på Kværners (da Aker) anlegg på Stord.

Når det gjelder subsea-installasjoner er dette noe som ikke er like overførbart til aktivitetene bransjen bedriver, ettersom konstruksjonen og teknologien som kreves er såpass ulik det som kreves for å produsere landfaste oljerigger. I så måte vil dette utgjøre en reell substituttrussel på sikt, da det vil kreve store omstillinger av dagens EPC-leverandører for å bli i stand til å produsere disse subsea-installasjonene. Dagens situasjon med lav oljepris er også noe som kan presse frem slike løsninger. Denne direkte substituttrusselen har Kværner til en viss grad tatt inn over seg, noe som har resultert i deres konsept for oljeplattformer som de kaller "Subsea on a stick". Dette er en plattformløsning der vi har en ubemannet plattform som fjernstyres fra land. Dette er en løsning som kan redusere kostnadene ved oljeproduksjon betraktelig, og i så måte være et alternativ til de andre substituttene bransjen har mindre forutsetninger for å være konkurransedyktige med.

Når det gjelder de indirekte substituttene, dreier det seg i hovedsak om alternative energiformer som vind og solenergi. Om man ser på solenergi, så ser vi at kostnadene ved å produsere solcellepaneler har falt dramatisk de siste årene. Dette har ført til en kraftig økning i produksjonskapasiteten for denne energitypen (ITRVP, 2015). Vi ser også de samme trendene for vindkraft. Selv om disse energiformene per dags dato ikke kan konkurrere på pris med olje og gass, er dette en viktig substituttrussel på lang sikt. Dette understrekes også av den globale klimaproblematikken vi ser. Om vi skal nå målene for CO₂-utslipp på verdensbasis er en gradvis utfasing av fossile energiformer på sikt helt nødvendig.

Dette vurderer vi derimot ikke som en stor substituttrussel på kort og mellomlang sikt, da teknologien ikke er kommet langt nok enda.

Vi ser allerede en klar trend i markedet der transport foregår mer og mer ved elektrisk fremdrift. Salget av batteridrevne elbiler og "plug in"-hybridbiler har gått fra nesten null i år 2010 til over 300 tusen årlige solgte i 2014 (Electric Vehicles Initiatives, 2015). Dette har sammenheng med at batteriteknologien har blitt bedre og billigere, infrastrukturen for elbillading har blitt bedre samt at høye drivstoffpriser gjør dette til et prisgunstig valg. Det må forventes en kraftig vekst i elbilsalget i årene som kommer. Dette vil utgjøre en substituttrussel på sikt, da transportsektoren er den klart største forbrukeren av petroleum. Men i et kort til mellomlangt perspektiv er denne trusselen lav, da elektrisk fremdrift fremdeles er lite utbredt.

Samlet sett er substituttrusselen lav, men økende.

5.1.4 Kundenes forhandlingsmakt

Kunden defineres som kjøper av produktene som aktørene i bransjen tilbyr. Kunden kan redusere lønnsomheten i bransjen gjennom å redusere inntjeningen eller påføre tilbyderne ekstra kostnader dersom de har stor forhandlingsmakt. Kundene til denne bransjen er i stor grad de store oljeprodusentene slik som Statoil, Exxon Mobil, Total med flere. Samlet sett er det få, men store aktører som dominerer.

Måten kontraktene blir delt ut på er via anbuds konkurranser, der EPC-selskapene er nødt til å levere de beste tilbudene for å bli valgt. I så måte er det lave byttekostnader for oljeprodusentene å bytte leverandør mellom hver kontrakt. Dette forsterkes også av at kontrakten som det konkurreres om er veldig omfattende. En enkelt kontrakt kan bety forskjellen mellom ingen og full kapasitetsutnyttelse i flere år fremover. Dette gjør at EPC-leverandørene ved hard konkurranse må strekke seg langt på pris for å vinne kontraktene. Dette understrekes også av at kundene kun foretar store investeringer dersom de vurderer det som lønnsomt. Kundenes lønnsomhet avhenger i stor grad av

oljeprisutviklingen som da vil påvirke etterspørselen i markedet. I perioder med høy oljepris vil oljebransjen ønske å øke produksjonskapasiteten på oljefeltene. Dette medfører flere kontrakter å konkurrere om. Det vil redusere kundenes forhandlingsmakt siden det er begrenset produksjonskapasitet i bransjen. Motsatt vil det i perioder med lav oljepris være en lavere etterspørsel. De store oljeselskapene foretar kontinuerlige vurderinger av hvilke felt som skal bygges ut. Dersom de vurderer en utbygging som ulønnsom vil de være restriktive med å bygge ut feltet. Dette medfører at i tider med en lav oljepris vil alternativet til kundene være å ikke investere i det hele tatt. Da blir det færre kontrakter å konkurrere om. I denne situasjonen vil det medføre at kundene har betydelig makt over bransjeaktørene. Det fører til et press om å redusere prisene.

Som argumentert er graden av kundemakt veldig avhengig av lønnsomheten i oljebransjen som helhet. For å vurdere graden av kundemakt må man derfor ta oljeprisutviklingen med i analysen. Se figur 3-4 i kapittel 3.7 for en oversikt over oljeprisen de seneste årene. Som vi ser er oljeprisen på et nytt historisk lavnivå siden finanskrisen, og den vedvarende lave oljeprisen som var tidlig på 2000-tallet. Vi har ikke grunnlag for å påstå at oljeprisen vil stige betydelig i de nærmeste årene. Dette gjør at flere utbygginger blir utsatt, noe som gir få kontrakter å konkurrere om. Det trekker i retning av at kundene har vedvarende høy makt over bransjen.

Samlet sett betyr dette at trusselen for at kundene har betydelig makt over bransjen er høy og den forventes å vedvare.

5.1.5 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører lever råvarer og delkomponenter som benyttes i produksjonen. Dersom disse har stor forhandlingsmakt kan de sitte igjen med en stor andel av inntjeningen til aktørene. En viktig del av EPC-leverandørenes virksomhet er innkjøp fra underleverandører. I så måte har du en situasjon med noen få store EPC-selskaper som kjøper inn varer og tjenester fra en rekke underleverandører. Disse underleverandørene er av varierende størrelse. De spenner fra små

selskaper med noen få ansatte til store industrikonsern. Dette medfører at det er varierende avhengighetsforhold mellom bransjen og leverandørene til bransjen.

De minste er ofte helt spesialiserte inn mot en eller få store EPC-leverandører. Gjerne er disse en del av en lokal klynge, slik offshoreklyngen vi har på Vestlandet i Norge (Rystad Energy, 2013). De er da helt avhengige av noen få kjøpere for å få solgt produktene og tjenestene sine. Dette isolert sett vil føre til at de har nokså liten forhandlingsmakt ovenfor EPC-leverandørene. Men dette kan nyanseres noe da de i enkelte tilfeller er alene på markedet om å tilby løsningene de tilbyr. Dette gjelder særlig avanserte, høyst spesialiserte underleverandører. Det nyanseres også dersom lokaliseringen deres gjør at de kan levere på kortere varsel enn andre bedrifter. I disse tilfellene er EPC-leverandørene avhengige av å ha et nært samarbeid med underleverandørene. Dette vil igjen gi en kilde til leverandørmakt, da det vil være en gjensidig avhengighet mellom leverandør og kjøper. Dette medfører også at i perioder der EPC-leverandørene må presse prisene på anbudene, er også leverandørene nødt til å samarbeide om å holde kostnadene nede. Dette medfører gjensidig avhengighet og få kilder til leverandørmakt.

I motsatt ende av skalaen finner du de store underleverandørene som har EPC-leverandørene som en liten del av sin portefølje av kunder. Eksempel på dette kan være leverandører av metallplater og lignende. Standardiserte, masseproduserte produkter. I disse tilfellene er det enkelt for EPC-leverandørene å bytte mellom ulike leverandører, noe som ikke gir grunnlag for leverandørmakt. Det må også tas hensyn til at det er relativt få store EPC-leverandører på markedet, slik at jevnt over vil ikke leverandørene ha særlige kilder til makt.

Samlet sett er trusselen for leverandørmakt nokså lav, men til stede.

5.1.6 Delkonklusjon ekstern analyse

Av analysen går det frem at det er overkapasitet i bransjen. Dette er både på grunn av de asiatiske verftenes inntog, men også på grunn av en generell reduksjon i investeringer i bransjen. Dette gjør at det er sterk intern rivalisering i bransjen. Dette er forventet å vedvare, men kan endre seg dersom makroøkonomiske

forhold gjør det mer lønnsomt å bygge ut flere oljefelt. Operatørene setter med det premissene i bransjen, som leder også til at kundene, som er oljeoperatørselskapene, har stor makt over bransjen. Dette gjør at selskapene må ha et konstant kostnadsfokus for å være konkurransedyktige som nødvendigvis vil redusere potensialet for superprofitt i bransjen. Trusselen for inntrengere forventes å være lav, også i tiden fremover. Substituttrusselen er også vurdert til å være lav, men teknologiske fremskritt kan gjøre denne til en sterk trussel på sikt. Siden bransjen har såpass mange leverandører å velge i ansees leverandørmakten til å være lav.

Rivalisering	Inntrengere	Substitutter	Kunder	Leverandører
Sterk	Svak	Svak	Sterk	Svak

Tabell 5- 1: Styrken til Porters 5 krefter for Kværner

5.2 Internbasert analyse: ressursanalysen SVIMA

En ressurs defineres som "beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier" (Jacobsen & Lien, 2001). Vi har valgt å inkludere kapabiliteter i definisjonen, noe som vil si at "bedriftens evne til å koordinere, organisere og bruke ressursene" regnes med.

Vi benytter analyseverktøyet SVIMA, og i henhold til akronymet må en ressurs være *sjelden*, *viktig*, *ikke-imiterbar*, *mobiliserbar* og *appropriierbar* for å skape et varig konkurransefortrinn i markedet.

En ressurs karakteriseres som *sjelden* dersom den kun finnes hos få eller ingen av konkurrentene. Ressursen er *viktig* hvis den har effekt på bedriftens kostnader eller kundenes betalingsvilje, og den er *ikke-imiterbar* hvis konkurrenter eller inntrengere ikke kan skaffe, kopiere eller erstatte den aktuelle ressursen. At ressursen er *mobilisert* medfører at den må være mulig å ta i bruk, eller at det ikke finnes andre ressurser som utlikner fortrinnet. Til slutt innebærer *appropriierbar* at overskuddet ressursen genererer må tilfalle bedriften og ingen andre. Avhengig av hvilke krav ressursen oppfyller karakteriseres den i henhold til tabell 5-2.

Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	<i>Paritet</i>
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	<i>Trivielt fortrinn</i>
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	<i>Midlertidig fortrinn</i>
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	<i>Potensielt fortrinn</i>
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	<i>Ikke-beholdt fortrinn</i>
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	<i>Varig fortrinn</i>

Tabell 5- 2: De ulike utfallene av SVIMA-testen

De ressursene som vi har identifisert hos Kværner er de fysiske, som eksempelvis verftene og den grafiske plasseringen, og deres immaterielle ressurser, som eksempelvis er merkevare og kompetanse.

5.2.1 Verft og geografisk plassering

Kværner har som tidligere nevnt to store verft i Norge i tillegg til mindre verft i Polen, Russland, og Canada. Verftene i Norge har en fordelaktig plassering med tanke på nærheten til markedet, men siden Norge er et høy-kost land sammenlignet med blant annet koreanske verft er det naturlig å tro at kortere transportkostnad og tid oppveies av høyere lønnskostnad.

Den geografiske beliggenheten kan ikke sies å være sjelden siden blant annet Aibel har verft i Norge. Men på den annen side vil lokaliseringen være viktig for Kværner siden Norge har opparbeidet seg en betydelig leverandørindustri, og nærhet til leverandører gir Kværner større mulighet til tett oppfølging, samarbeid og kort leveringstid. Dette gir synergieffekter som kommer Kværner til gode (Rystad Energy, 2013). Ressursen er imiterbar på sikt, men det er lite som tyder på at koreanske selskap vil åpne verft i Norge grunnet den høye lønnskostnaden. Ressursen er mobilisert ved at Kværner aktivt benytter lokale bedrifter og selskapet benytter sine norske verft til det fulle. Siden Kværner eier sine egne verft er ressursen appropriert.

Den geografiske plasseringen har vært kommentert i størst grad siden det å ha og å eie verft sees på som en forutsetning for å kunne konkurrere i denne bransjen. Samlet sett anser vi at Kværners fysiske ressurser gir dem en paritet i markedet.

5.2.2 Kompetanse og merkevare

Norsk leverandørindri har opparbeidet seg en betydelig kompetanse innen petroleumsindustrien gjennom over 40 års historie (Norsk Petroleum, 2015). Norsk kontinentalsokkel kompetanse innehas kun av de selskapene som har operert på norsk sokkel over en lengre tidshorisont. Det er først nå i den seneste tiden at verft fra Asia har begynt å konkurrere om prosjekter i Nordsjøen slik at norske aktører som Kværner har opparbeidet seg en kompetanse som er til dels sjelden. De er ikke alene om å inneha denne kompetanse, men det er få andre selskap som har like lang fartstid i markedet, konkurrenten Aibel har en kompetanse på området som kan sammenlignes med Kværner. Likevel er det få aktører i verdensmarkedet som har tilsvarende erfaring med å bygge ut felt i så værharde og kalde strøk som Kværner har. Dette taler for at deres kompetanse inn mot Nordsjøen, samt havområder enda lenger nord er nokså sjelden i markedet.

Å ha kompetanse på norske feltutbygginger har i de seneste årene visst seg å være viktig. Yme-skandalen gikk så langt at plattformen ble sett på som i så dårlig forfatning at den måtte skrotes (Teknisk Ukeblad, 2014 b). Goliat-utbyggingen har også sett store problemer. Hyundai HI bygger Goliat og det merkes at selskapet har lite kompetanse på norske krav og forhold (Teknisk Ukeblad, 2014 a). Store kostnadsoverskridelser og forsinkelse har skjedd litt for ofte når selskap med lite erfaring på norsk sokkel har fått prosjektene. En rapport utarbeidet av Rystad Energy har vist at utenlandske aktører i snitt leverer prosjektene 2,2 år for sent og med så mye som 39% kostnadsoverskridelse (Dagens Næringsliv, 2013). Dette viser for alvor at norsk kompetanse er viktig for å kunne konkurrere i markedet, spesielt for selskap som Kværner som har en ressursulempe med det norske kostnadsnivået. På sikt vil norsk kompetanse på mellomlang til lang sikt være imiterbar, men på kort sikt vil den være vanskelig å kopiere. Ressursen er mobilisert og appropriert gjennom aktiv bruk av de menneskelige ressursene i

Kværner. Kværners kompetanse antas å være et varig konkurransefortrinn på mellomlang sikt.

Merkevaren Kværner er opparbeidet gjennom en lang selskapshistorie og merkevaren er viktig i kampen om prosjektene da den representerer det Kværner har levert gjennom tidene. Den er således viktig og brukes aktivt i rekruttering, markedsføring og prosjektkapring, den er således mobilisert og appropriert. Det kan ikke sies at merkevaren er sjelden siden selskap som Aibel, Hyundai og Samsung har like sterke merkevarer, ressursen kan derfor bare lede til en paritet.

5.2.4 Delkonklusjon intern analyse

Kværner har ifølge den interne analysen kun en ressurs som gir selskapet en varig konkurransefordel, det er selskapets kompetanse om norske standarder og norsk sokkel generelt. Men denne fordel vil kun være midlertid siden utenlandske selskap kan opparbeide seg denne kompetanse på sikt. De andre ressursene som vi har sett på, lokalisering, fysiske verft og merkevare vil kun gi paritet i bransjen, og er således en forutsetning for å kunne konkurrere da fravær av disse ressursene vil gi selskapet en ressursulempe. Resultatet av internanalysen er oppsummert i tabell 5-3.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Lokalisering og verft	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	<i>Paritet</i>
Merkevare	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	<i>Paritet</i>
Kompetanse	Ja	Ja	Delvis	Ja	Ja	<i>Varig fortrinn</i>

Tabell 5- 3: Oppsummering av den interne analysen

5.3 SWOT-rammeverket

Den eksterne og den interne analysen legger grunnlaget for SWOT-analysen. Gjennom den eksterne analysen har vi identifisert overkapasitet i bransjen, det vil være en utfordring for Kværner i årene som kommer. I tillegg ser vi at kundenes makt over leverandørene er høy slik at marginene reduseres. På den positive

siden er det liten sannsynlighet for mange nyetableringer i bransjen. Kværner innehar en styrke i sin kompetanse på den norske kontinentalsokkel, og denne kompetanse bør kunne være fordelaktig ved tildeling av prosjekter i fremtidige krevende omgivelser. Kværners merkevare, geografiske lokalisering og verft gir dem paritet i forhold til sine konkurrenter og sørger således for at selskapet ikke har noen svakheter. Samlet sett er vi positive til Kværners utsikter basert på deres eksterne omgivelser og interne ressurser/kapabiliteter.

6 Regnskapsanalyse

Årsaken til at vi gjennomfører en regnskapsanalyse er at vi ønsker å analysere de underliggende økonomiske forholdene i Kværner. Ved å gjennomføre en regnskapsanalyse får man et fundament for å analysere sentrale verdidrivere og trender i Kværner. En regnskapsanalyse gir et solid fundament for å fatte beslutninger i konsernet, samt at det gir interessenter til selskapet et godt fundament for å ta beslutninger, både eksterne og interne interessenter (Knivsflå, 2015 c).

6.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Vi vil i vår regnskapsanalyse tilrettelegge Kværners regnskap for å belyse verdiene og verdiskapningen i bedriften. Grunnen til at vi ønsker å gjøre denne tilretteleggingen er fordi vi har som mål med vår oppgave å finne verdien av selskapet. Altså hva egenkapitalen i Kværner er verdt. For å gjøre dette må vi foreta en investororientert regnskapsanalyse.

En investor får sin avkastning fra investeringen basert på endring i egenkapital samt utbytteutbetalinger. Dette er størrelser som reflekterer de underliggende verdiene, og verdiskapningen i selskapet. Lønnsomhet i drift, avkastning på egenkapital samt fremtidige vekstmuligheter er størrelser som en investor vil ønske å analysere. Ved å analysere dette vil en investor få et beslutningsgrunnlag som viser om det lønner seg å investere i selskapet eller ikke. Dagens investorer

vil også i større grad kunne holde kontroll over prestasjonene i selskapet, og kan således bruke dette til å ta avgjørelser på styrenivå i selskapet.

Vi har i vår analyse valgt å analysere Kværner på konsernnivå. Vi har valgt en analyseperioden på fem år. Dette er først og fremst fordi det er så langt tilbake det finnes tall for dagens Kværner. Før dette var Kværner en del av Aker Solutions. Da Kværner er sterkt avhengig av utviklingen i oljeprisen vil selskapet også være utsatt for konjunktursvingninger. Ideelt sett burde vi da hatt en lengre analyseperiode for å kunne få med flere konjunktursvingninger. Dette begrenses av tilgang på relevant regnskapsinformasjon. Samtidig vil historiske tall ikke være like relevante for konjunkturstyrte bedrifter, ettersom lønnsomheten i stor grad styres av fremtidig utvikling innen den bransjen de opererer i. Dermed finner vi en analyseperiode på fem år til å være et rimelig omfang.

6.2 Trailing-regnskap

Det siste fullstendige årsregnskapet vi har tilgang på for Kværner er fra 2014. Dette er tall som er nesten et år gamle. De nyeste, og derfor mest oppdaterte tallene vi har for Kværner er kvartalsrapporten for tredje kvartal 2015. For å få nyere og mer oppdaterte tall må vi også bake inn informasjonen fra kvartalsrapporten for tredje kvartal 2015 inn i vår regnskapsanalyse. Ved å benytte informasjonen fra de tre første kvartalene av 2015 kan det estimeres et årsregnskap for hele 2015. På denne måten kan vi sammenligne 2015 med de foregående årene, og dermed få en mer oppdatert analyse av Kværners utvikling.

For å få et fullstendig resultat for 2015 tar vi utgangspunkt i resultatet fra de tre første kvartalene av 2015 i tillegg til resultatet fra det siste kvartalet i 2014 for å lage et estimat for hele 2015. Vi benytter altså tall fra siste kvartal i 2014 til å danne grunnlag for siste kvartal av 2015. 2015 beregnes med formel 6-1.

$$2015T = Q1_{2015} + Q2_{2015} + Q3_{2015} + Q4_{2014}$$

Formel 6- 1: Utregning av trailing-regnskap

For å få et mer presist estimat gjør vi enkelte justeringer i forhold til denne formelen. For det første vil vi i de tilfeller der resultatet for siste kvartal i 2014 synes å representere en engangspost sette resultatet fra dette kvartalet til 0. Dette er fordi vi ikke kan forvente at denne engangshendelsen skal forekomme også i siste kvartal i 2015. En annen justering vi må gjøre er å justere tallene for fjerde kvartal i 2014 for en eventuell vekst i 2015. Dersom verdiene for de tre første kvartalene i 2015 er større eller mindre enn tilsvarende verdier for 2014 er det en naturlig forutsetning at tallene fra fjerde kvartal i 2015 også vil ha en tilsvarende vekst i forhold til det samme kvartalet i 2014. Vi vekstjusterer dermed tallene for siste kvartal 2014 på følgende måte:

$$2015T = (Q1 + Q2 + Q3)_{2015} + (1 + g) * (Q4)_{2014}$$

Formel 6- 2: Formel for trailing-regnskap inklusiv vekst (g)

Der vekstraten (g) er beregnet på følgende måte for hver av enkeltpostene:

$$g = \frac{(Q1 + Q2 + Q3)_{2015}}{(Q1 + Q2 + Q3)_{2014}} - 1$$

Formel 6- 3: Beregning av vekstfaktor

I de tilfeller der vi har fått en vekstrate vi mener er urealistisk har vi valgt å overstyre denne, og heller på skjønnsmessig grunnlag satt en vekstrate vi finner mer realistisk. Dette blir nærmere forklart i de tilfeller der det er relevant.

Kvartalsrapportene er vesentlig mindre detaljerte enn årsrapportene. For flere av postene, som for eksempel driftskostnader oppgir Kværner kun overordnede tall, og fordeler ikke driftskostnaden over alle underpostene slik som de gjør i årsrapportene. I slike tilfeller fordeler vi mellom de ulike postene basert på relative fordelinger. Vi tar da utgangspunkt i de foregående årene og ser hva som er en normal fordeling av driftskostnadene og fordeler ut basert på en rimelig fordeling.

Trailing for 2015 Beløp i MNOK	2015 Q1+Q2+Q3	2 014		Uten vekst	g	Vekst	2015T
		Hele året	Q1+Q2+Q3				
Driftsinntekter	9508	13945	10354	13099	-8 %	-293	12806
Driftskostnader	-9111	-13117	-9701	-12527	-4 %	137	-12390
Driftsresultat før av- og nedskrivning (EBITDA)	397	828	653	572			415
Avskrivning og amortisering	-60	-70	-50	-80	20 %	-4	-84
Goodwill nedskrivning	0	-266	0	0			0
Driftsresultat (EBIT)	337	492	603				331
Resultat fra tilknyttet selskap	0	-59	-58	-58			-58
Netto finansposter	60	-105	-50	-56			80
Valutaposter	0	0	-13	0			0
Resultat før skatt	397	328	482				353
Skatt	-187	-301	-115				-103
Årsresultat "fortsettende operasjoner"	210	27	218				250
Årsresultat "avsluttet operasjoner"	38	-96	-59				38
Totalt årsresultat	248	-69	159				288
Derivater/hedging	0	-3	0	0			0
Omregningsdifferanser	43	261	58	43			43
Gevinst/tap på pensjon	0	-27	0	0			0
Sum AFR/DSP	43	258	58	43			43
Totalresultat	290	163	164	289			331

Tabell 6- 1: Trailet-årsregnskap for Kværner (Kværner ASA, 2015 c)

For driftskostnadene har vi valgt å fordele ut på underposter basert på den relative fordelingen av disse i 2014. Fordelingen er vist i tabell 6-2.

Fordeling driftskostnader Beløp i MNOK	2014		2015T	
Varekostnad inkl. vareendring og tjenester	-10144	77 %	-9582	77 %
Lønnskostnad	-2345	18 %	-2215	18 %
Annen driftskostnad	-628	5 %	-593	5 %
Driftskostnader	-13117	100 %	-12390	100 %

Tabell 6- 2: Driftskostnader

Det må nevnes at vi har overstyrt vekstfaktoren for driftskostnader, ettersom den opprinnelig ble -6%, noe vi mener er urealistisk høy reduksjon i driftskostnader. Vi har dermed skjønsmessig lagt inn en vekstfaktor på -4% i stedet.

Vi har videre fjernet en unormal post på goodwill nedskrivning, da vi mener at dette ikke vil forekomme i 2015, vi har dermed satt denne til 0. For resultat fra tilknyttet selskap har vi satt denne til -58. Dette er en skjønsmessig vurdering siden vi ikke har bedre estimater. For valutaposter har vi satt denne lik resultatet fra

kvartalsrapporten for tredje kvartal 2015. Denne posten varierer så mye at vi har vurdert dette som det beste estimatet vi kan oppdrive.

Vi har for netto finansposter vurdert at dette er en post med jevn utvikling over tid. Vi har dermed forutsatt at denne posten vil ha samme utvikling i andre halvdel av 2015, og dermed ganget resultatet fra de tre første kvartalene av 2015 med 4/3.

For skatteberegningen anbefales det at vi finner driftsskattesats (dss) for 2014 og 2015 og veker dette for å finne en driftsskattesats for trailingåret. Vi har valgt å ikke gjøre dette, ettersom driftsskattesatsen for 2014 har blitt vurdert til å være unormalt høy med 81% (utregningen vises i kapittel 6.4.4.2). Vi har dermed antatt at driftsskattesatsen samt skatt på finanskostnader begge er på 25%. Vi har dermed beregnet skattekostnaden slik:

$$\begin{aligned} Skatt_{2015T} &= 25\% * EBIT + 25\% * Finanskostnad \\ &= 25\% * 331 + 25\% * 80 = 103 \end{aligned}$$

Formel 6- 4: Utregning av skatt for 2015

Videre har vi også for resultat for avsluttede operasjoner vurdert det slik at denne posten varierer for mye til at vi kan gi et bedre estimat enn at denne er lik resultatet i kvartalsrapporten. Samme resonnement har vi brukt for dirty surplus postene, og dermed også satt disse lik resultatet fra de tre første kvartalene i 2015.

I trailing av balanse vil det beste estimatet være den nyeste balansen som er å oppdrive (Knivsflå, 2015 b). Vi har dermed brukt balansen fra kvartalsrapporten fra tredje kvartal 2015 i vår trailede balanseoppstilling for 2015. Her har vi ikke gjort endringer i balansepostene, og forklarer ikke denne prosessen nærmere her av denne grunn. Balansen for 2015 er vist i presentasjonen av årsregnskapet.

6.3 Kværners årsregnskap

Vi har i vår analyse benyttet tall fra årsregnskapet til Kværner så langt tilbake i tid som det er mulig. Kværner ble skilt ut som eget selskap i 2011. Vi har derfor benyttet tall fra årsrapportene fra 2011 og til og med 2014 for resultatregnskapet. Vi har i balansene også tatt med tall for 2010, da dette er nødvendig for å regne ut enkelte måltall senere. For å finne tall for 2015 har vi gjennomført en trailing basert på rapporten for tredje kvartal 2015. Tallene for 2015 er da et estimat, basert på vurderinger vi har foretatt i trailingen beskrevet i foregående delkapittel. Vi har for tallene i 2012 benyttet reviderte tall fra årsregnskapet for 2013 i stedet for tall fra 2012. Derfor er dette året merket som 2012^R. Endringen som er foretatt i denne perioden er i all hovedsak knyttet til en endring i regnskapsprinsipp, nærmere bestemt IAS 19, som omhandler hvordan pensjonskostnader blir vurdert og regnskapsført. Denne prinsippendringen er lagt inn som en "dirty surplus"-post i resultatregnskapet for 2012, og har dermed også en negativ effekt på egenkapitalen i dette året på 49 MNOK. Vi benytter trailede tall for 2015, derfor er dette merket som 2015^T.

6.3.1 Presentasjon av resultatregnskap 2011-2015

Driftsinntektene svinger i takt med driftskostnadene gjennom hele analyseperioden. Generelt har både kostnader og inntekter ligget på et ganske stabilt nivå, med et unntak for 2012 der begge falt med rundt 50%. Dette har sammenheng med til dels tomme ordrebøker i denne perioden. Vi ser også at Kværner har hatt et positivt totalresultat over hele analyseperioden.

Resultatregnskap		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Beløp i MNOK						
Salgsinntekt		13099	8360	12169	13362	
Annen driftsinntekt		196	507	791	583	
Driftsinntekter		13295	8867	12960	13945	12806
Varekostnad ink. Vareendring og tjenester		-8885	-5827	-9579	-10144	-9582
Lønnskostnad		-2881	-2014	-2194	-2345	-2215
Annen driftskostnad		-456	-609	-552	-628	-593
Driftskostnader		-12222	-8450	-12325	-13117	-12390
Driftsresultat før av- og nedskrivning (EBITDA)		1073	417	635	828	415
Avskrivning		-51	-54	-63	-70	-84
Goodwill nedskrivning		0	0	0	-266	0
Amortisering		-3	-3	0	0	0
Driftsresultat (EBIT)		1019	360	572	492	331
Resultat fra tilknyttet selskap		-6	-8	-78	-59	-58
Finansinntekt		68	30	10	15	80
Finanskostnad		-167	-45	-106	-120	0
Valutaeffekter (agio/disagio)		-11	0	0	0	0
Finansposter		-116	-23	-174	-164	22
Resultat før skatt		903	337	398	328	353
Skatt		-344	-179	-160	-301	-103
Årsresultat "fortsettende operasjoner"		559	158	238	27	250
Årsresultat "avsluttet operasjoner"		0	79	207	-96	38
Totalt årsresultat		559	237	445	-69	288
Derivater/hedging	F	2	-16	24	-3	0
Omregningsdifferanser	D	14	-50	160	261	43
Prinsippendring IAS19R	D	0	-49	0	0	0
Gevinst/tap på pensjon	D	0	43	-5	-27	0
Sum AFR/DSP		16	-72	179	231	43
Totalresultat		575	165	624	162	331

Tabell 6- 3: Kværners årsregnskap, **T** betyr trailede tall **R** betyr reviderte tall

6.3.2 Presentasjon av balanser 2010-2015

Vi har i balansene klassifisert de ulike postene som henholdsvis driftsrelaterte eller finansielle. Dette blir forklart nærmere senere i regnskapsanalysen.

Balanseregnskap Kværner		2010	2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Beløp i MNOK							
Eiendeler							
Anleggsmidler							
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	357	468	620	713	736	697
Utsatt skattefordel	DAM	12	104	254	193	123	18
Immaterielle eiendeler	DAM	1189	1186	1157	1080	850	883
Rentebærende fordringer nærstående parter	DAM	0	15	44	1	0	0
Tilknyttet selskap	DAM	121	119	106	132	288	114
Annen driftsrelatert eiendel	DAM	32	64	37	30	13	11
Sum anleggsmidler	AM	1711	1956	2218	2150	2010	1723
Omløpsmidler							
Forskuddsbetalt skatt	DOM	107	168	91	93	31	31
Kundefordringer	DOM	3641	2135	2654	3102	3268	2332
Andre fordringer	DOM	327	121	6	20	0	0
Fordringer nærstående parter	DOM	1120	0	0	0	0	0
Rentebærende fordringer	FOM	902	0	0	0	0	0
Rentebærende lån til kontraktører	DOM	0	25	0	0	0	0
Bankinnskudd	FOM	2677	2418	1069	1545	1208	1043
Solgte anleggsmidler	FOM	0	0	0	916	906	618
Sum omløpsmidler	OM	8774	4867	3819	5676	5414	4024
EIENDELER	E	10485	6823	6039	7825	7424	5747

Tabell 6- 4: Kværners eiendeler, ^T betyr trailede tall ^R betyr reviderte tall

Vi ser av eiendelene at omløpsmidler utgjør en betydelig større andel av de totale eiendelene enn anleggsmidler. Hoveddelen av verdien av omløpsmidlene knytter seg til kundefordringer. Dette er å forvente i og med at Kværner er et EPC-selskap som leverer få, men svært kostbare kontrakter med lang produksjonstid. Det medfører at de hele tiden vil ha betydelige fordringer fra kunder på produkter som er i produksjon.

Kværner har en betydelig andel av sine anleggsmidler i form av immaterielle eiendeler. Dette er i all hovedsak bestående av goodwill fra tidligere oppkjøp, og basert på virkelig verdi-estimer på tidspunktet Kværner ble separert fra Aker Solutions.

Balanseregnskap Kværner		2010	2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Beløp i MNOK							
Egenkapital og gjeld							
Aksjekapital	EK	0	91	91	91	91	91
Overkurs	EK	0	729	729	729	729	729
Opptjent egenkapital	EK	0	1757	1578	1715	1309	1366
Kombinert egenkapital fra tidligere morselskap	EK	2598	0	0	0	0	0
Annen egenkapital	EK	-139	-132	-204	-24	208	250
Sum egenkapital	EK	2459	2445	2195	2511	2337	2436
Langsiktig gjeld							
Langsiktig rentebærende gjeld	LFG	530	460	469	479	487	0
Ansattforplittelser	LDG	110	151	171	170	176	210
Utsatt skatt	LDG	75	10	1	0	0	0
Sum langsiktig gjeld	LDG	715	621	641	649	663	210
Kortsiktig gjeld							
Kortsiktig rentebærende gjeld	KFG	18	8	0	0	0	0
Betalbar skatt	KDG	0	257	28	56	182	85
Provisjoner	KFG	503	414	338	330	81	175
Kreditorgjeld og avgifter	KFG	1341	1682	1794	2353	2576	1752
Mottat forskudd driftsrelatert	KDG	2796	1281	1024	1696	1533	1043
Leverandørgjeld	KDG	392	115	19	8	0	0
Gjeld solgt virksomhet	KFG	2261	0	0	223	51	46
Sum kortsiktig gjeld	KDG	7311	3757	3203	4666	4423	3101
Sum gjeld	G	8026	4378	3844	5315	5086	3311
EGENKAPITAL OG GJELD		10485	6823	6039	7825	7424	5747

Tabell 6- 5: Kværners egenkapital og gjeld, **T** betyr trailede tall **R** betyr reviderte tall

6.4 Omgruppering av årsregnskapet

Regnskapet til Kværner er laget etter IFRS-rammeverket. IFRS er i hovedsak kreditororientert. Dette innebærer at regnskapet legger vekt på å få frem hvilke eiendeler som er lett omsettlige og hvilke som er lite likvide, slik at kreditor enkelt får oversikt over hvor likvid en bedriften er, og hva som er risikoen for mislighold av lån. Dette er ikke like relevant fra en investors synspunkt. En egenkapitalinvestor vil få avkastning basert på nettoresultatet til virksomheten. Derfor må regnskapet omgrupperes for å få frem hva som skaper avkastning i selskapet, samt risikoen på investert kapital.

Vi må derfor omgruppere resultat, balanse, samt kontantstrømmen for å tilpasse regnskapet til de analyser som er relevante for en investor. Dette innebærer at vi gjennom balansen må få frem hvilke poster som er knyttet til selve driften av selskapet og hvilke som er finansielle. Etter det er gjort vil vi få frem hva som er

verdiskapningen fra den normale driften av selskapet og hva som er verdien for både kreditor og investor.

6.4.1 Avsatt utbytte

Eiendelene til Kværner er gruppert i balanseoppstillingen etter hvor likvide de er. Dette innebærer at vi skiller mellom omløpsmidler som er mer likvide enn anleggsmidler. Det samme gjelder for gjeld, der grupperer vi inn i kortsiktig gjeld med forfall innen et år, og langsiktig gjeld. For å kunne regne ut fullstendig nettoresultat er vi nødt til å flytte avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Dette fordi avsatt utbytte i et investororientert perspektiv er gjeld til seg selv, noe som vil gi feil resultat i videre analyser av risiko og lønnsomhet i bedriften. Ettersom Kværner har ført regnskap etter IFRS i hele analyseperioden er det ikke nødvendig å gjøre denne korreksjonen. Dette er siden avsatt utbytte etter IFRS allerede er trukket ut av egenkapitalen og balanseført.

Netto utbetalt utbytte er summen av alle inn- og utbetalinger mellom eierne av selskapet og selskapet. Vi finner oversikt over netto utbetalt utbytte under oversikten over egenkapitalendringer i årsregnskapene til Kværner.

Netto utbetalt utbytte (NBU) Beløp i MNOK	2011	2012^R	2013	2014	2015^T
Betalt utbytte	0	-412	-304	-336	-232
Kapitalinnskudd	0	0	0	0	0
Kapitaluttak	-589	-5	-4	0	0
Netto utbetalt utbytte	-589	-417	-308	-336	-232

Tabell 6- 6: Kværners netto utbetalt utbytte

Oversikten over netto utbetalt utbytte viser at Kværner har betalt utbytte hvert år etter de ble etablert i 2011. I 2011 betalte Kværner ut 589 MNOK til morselskapet. Dette har sammenheng med separasjonen fra Aker Solutions. Videre ser vi at Kværner de siste tre årene har hatt en nokså jevn utbytteutbetaling på rundt 300 MNOK. Dette kan tyde på at Kværner har en policy om å holde et nokså konstant utbytt nivå.

Endring i egenkapital Beløp i MNOK	2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
EK 01.01	2459	2445	2195	2511	2337
EK 31.12	2445	2195	2511	2337	2436
ΔEK	-14	-250	316	-174	99

Tabell 6- 7: Kværners endring i egenkapital

6.4.2 Finne dirty surplus og fullstendig nettoresultat

I IFRS står kongruensprinsippet sterkt. Kongruensprinsippet sier at alle endringer i egenkapital skal føres over resultatet. Brudd på kongruensprinsippet, altså føringer direkte mot egenkapitalen, kalles dirty surplus. For å finne totalregnskapet til Kværner er vi nødt til å legge til dirty surplus til rapportert årsresultat.

I utgangspunktet skal alle inntekter og kostnader etter IFRS føres over årsresultatet. Dette innebærer at dirty surplus ideelt sett bør være lik null. Siden det ikke er tilfelle skyldes det at IFRS åpner for at enkelte poster føres direkte mot egenkapitalen. Vi ser av oppstillingen i tabell 6-8 at det er betydelige omregningsdifferanser. Omregningsdifferanser er valutaeffekter ved å innarbeide resultat fra utenlandske datterselskaper inn i den konsoliderte oppstillingen for hele konsernet. Videre skal resultatendringer knyttet til prinsippendringer i regnskapet føres direkte mot egenkapitalen. Dette ser vi at Kværner har gjort i 2012, da de endret beregningen av IAS19 som regulerer ansattlønn. Dette ser vi reduserte egenkapitalen med 49 MNOK. Vi har klassifisert postene som finansielle (Fi) eller driftsrelaterte (Dr).

Dirty surplus Beløp i MNOK		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Derivater/hedging	Fi	2	-16	24	-3	0
Omregningsdifferanser	Dr	14	-50	160	261	43
Prinsippendring IAS19R	Dr	0	-49	0	0	0
Gevinst/tap på pensjon	Dr	0	43	-5	-27	0
Sum AFR/DSP		16	-72	179	231	43

Tabell 6- 8: Dirty surplus Kværner

For å finne fullstendig nettoresultat må vi da legge dirty surplus til rapportert årsresultat.

Fullstendig nettoresultat		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Beløp i MNOK						
Årsresultat rapportert	ÅRE	559	237	445	-69	288
Dirty surplus	Dr	16	-72	179	231	43
Fullstendig nettoresultat		575	165	624	162	331

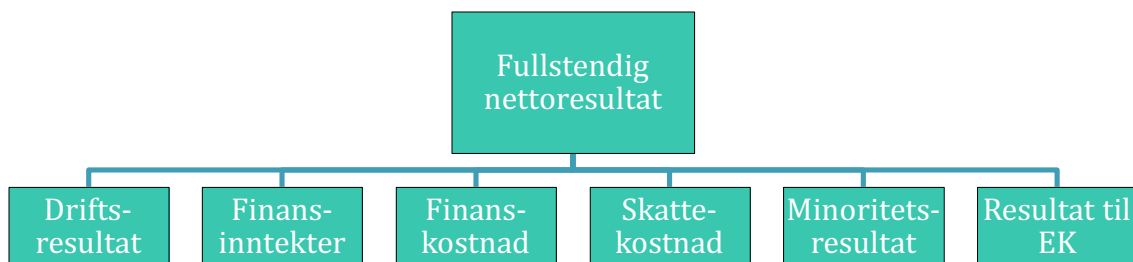
Tabell 6- 9: Kværners fullstendige nettoresultat

Endringen i egenkapital blir fullstendig nettoresultat pluss netto utbetalt utbytte. Tabell 6-10 viser at dette samsvarer med egenkapitalverdiene fra balanseoppstillingen i regnskapet.

Endring i egenkapital		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Beløp i MNOK						
Egenkapital 01.01		2459	2445	2195	2511	2337
Totalt årsresultat		559	237	445	-69	288
"Dirty surplus"		16	-22	179	231	43
Endring implementering IAS 19R		0	-49	0	0	0
Netto utbetalt utbytte		-589	-417	-308	-336	-232
Egenkapital 31.12		2445	2194	2511	2337	2436
ΔEK		-14	-251	316	-174	99

Tabell 6- 10: Endring i egenkapital detaljert

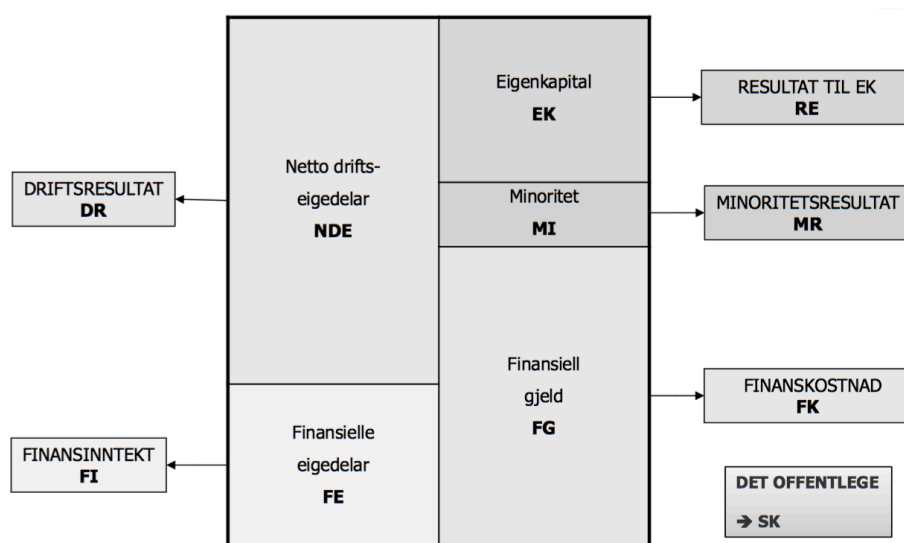
Neste steg vi må gjennomføre er å fordele fullstendig nettoresultat slik at alle inndelinger i balansen får fordelt ut resultat før skatt. Fordelinga er vist i figur 6-1.



Figur 6- 1: Fordeling av FNR, (Knivsfå, 2015 c)

Dette gjør vi for å kartlegge avkastningen fra den normale driften i selskapet samtidig som vi avklarer hva finansieringen koster. Selve fordelingen av resultatposter er knyttet opp mot den omgrupperte balansen vi skal se nærmere

på. Sammenhengen mellom de omgrupperte balansepostene og det omgrupperte resultatet er illustrert i figur 6-2.



Figur 6- 2: Sammenheng mellom omgruppert resultat og omgruppert balanse, (Knivsfå, 2015 c)

Det første vi må avklare er hvilke resultatposter som er knyttet opp mot drift og hvilke som er knyttet til finansielle aktiviteter. Alle finansinntekter skal stamme fra eiendeler som er definert som finansielle eiendeler i den omgrupperte balansen. Dette kan være både finansielle drifts- og omløpsmidler. Tilsvarende skal hele driftsresultatet stamme fra netto driftseiendeler som er driftsrelaterte eiendeler minus den driftsrelaterte gjelden. Her er det avgjørende at vi er konsistente i fordelingen av resultatposter og balanseposter slik at alle samsvarer med sin respektive motpart som vist i figur 6-2.

Grovt sett er en eiendel finansiell dersom bedriften kan kvitte seg med eiendelen uten at det påvirker den daglige driften av selskapet i betydelig grad. Dette medfører at begrepet finansiell her må tolkes bredt. Dersom bedriften for eksempel har en firmahytte må denne kunne betegnes som en finansiell eiendel, siden den ikke er nødvendig for daglig drift av selskapet. Samtidig vil poster som ved første øyekast virker finansielle også kunne være driftsrelaterte. Kontantbeholdning er et eksempel på det. I utgangspunktet må en bedrift ha en viss kontantbeholdning for å dekke kjøp knyttet til den daglige driften. Men dersom en bedrift har overskuddslikviditet, så vil overskuddslikviditeten være

finansiell. Fra en investors synspunkt vil de finansielle eiendelene representere en slags sparing, siden dette er eiendeler bedriften kan selge for så å betale ut overskuddslikviditet til sine investorer. Det er derfor viktig å identifisere hvilke eiendeler som er finansielle og hvilke som er driftsrelaterte. Resultatet fra de driftsrelaterte eiendelene grupperes til driftsresultatet, mens resultatet fra de finansielle eiendelene grupperes til det finansielle resultatet.

Gjeld grupperes inn i driftsrelatert og finansiell gjeld. Normalt sett vil all rentebærende gjeld kunne betegnes som finansiell. Dette er derimot et definisjonsspørsmål ettersom det oftest vil være priset inn rentekostnader også i ikke-rentebærende gjeld, som ved leverandørgjeld. Her ligger som regel rentekostnaden skjult i et tillegg i prisen. Vi har derimot ikke tatt hensyn til dette og således valgt å la leverandørgjeld inngå som driftsrelatert gjeld. Det vi kaller finanskostnader er kostnader knyttet til den finansielle gjelden, mens den resterende gjelden er driftsrelatert og påvirker driftsresultatet.

Vi har vurdert at resultatet fra tilknyttede selskap er driftsrelatert, da selskapene er såpass tett integrert og viktig for den daglige driften av Kværner. Dette kunne også blitt omgruppert til resultatet fra finansposter, vi hadde da vurdert eierandelen i det tilknyttede selskapet som en finansiell eiendel. Resultatet fra tilknyttet selskap er såpass lavt at det har liten påvirkning på driftsresultatet. Videre har vi valgt å inkludere dirty surplus-postene: omregningsdifferanser, prinsippendring og gevinst/tap på pensjon inn under driftsresultatet. Dette fordi de er knyttet opp til operasjonelle eiendeler. Omregningsdifferanser er differanser knyttet til omregning av resultat fra tilknyttede resultatet som rapporterer i en annen valuta. Prinsippendringen omhandler endringer i IAS19 som omhandler ansattforpliktelser. Pensjon går også inn under ansattforpliktelser som vi grupperer som driftsrelatert.

Resultat tilknyttet drift	2011	2012^R	2013	2014	2015^T
Beløp i MNOK					
Driftsinntekter	13 295	8 867	12 960	13 945	12 806
Driftskostnader	-12 276	-8 507	-12 388	-13 453	-12 474
Driftsresultat	1 019	360	572	492	331
Resultat fra tilknyttet selskap	-6	-8	-78	-59	-58
Driftsrelatert AFR	0	0	0	0	0
Driftsrelatert DSP	14	-56	155	234	43
Fullstendig driftsresultat før skatt	1 027	296	649	667	316

Tabell 6- 11: Kværners resultat fra driften

Driftsinntekter er i all hovedsak salg fra kjerneaktivitetene i Kværner, som er EPC-leveranser inn mot offshorenæringen. Under driftskostnader finner vi alle kostnader som er knyttet opp mot dette. Dette er varekostnad, lønnskostnad, avskrivning, nedskrivning knyttet til goodwill, amortisering og posten andre driftskostnader. I posten andre driftskostnader finner vi kostnader knyttet opp mot leie og vedlikehold av bygningsmasse, forsikringer samt reiseutgifter som vi har vurdert som nødvendige for den daglige driften.

Inn under finanskostnader finner vi rentebetalinger, tap på valutatransaksjoner samt tap på kontrakter i utenlandsk valuta. Finansinntekter er hovedsakelig renteinntekter. Resultat fra diskontinuerlig virksomhet er inntekter fra virksomhet som Kværner har solgt eller lagt ned. Dette er ikke lenger under Kværners kontroll og derfor stammer de ikke fra driftseiendeler, de er derfor av finansiell karakter. Finansiell annet fullstendig nettoresultat (AFR) er en dirty surplus-post knyttet til hedging av kontantstrøm.

Resultat tilknyttet finansposter	2011	2012^R	2013	2014	2015^T
Beløp i MNOK					
Finansinntekt	68	30	10	15	80
Finanskostnad	-167	-45	-106	-120	0
Valutaeffekter (agio/disagio)	-11	0	0	0	0
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	79	207	-96	38
Finansiell AFR	2	-16	24	-3	0
Finansiell DSP	0	0	0	0	0
Fullstendig resultat finansposter før skatt	-108	48	135	-204	118

Tabell 6- 12: Kværners resultat fra finansposter

6.4.3 Normale og unormale poster

For å gjøre regnskapet tilpasset en investororientert analyse må vi vurdere hvilke poster som er normale og hvilke som er unormale. Unormale og ekstraordinære hendelser vil potensielt kunne ha en stor innvirkning på resultatet til en bedrift. Det vil likevel ikke være av betydning for videre analyse av den virkelige verdiskapningen i selskapet, siden de per definisjon ikke kan regnes med å inntreffe på regelmessig basis. Eksempel på unormale hendelser kan være en stor gevinst knyttet til salg av bygninger. Dette vil øke resultatet i regnskapsåret betydelig, men vi kan ikke forvente at dette skal inntreffe i et normalt regnskapsår.

Hva som er normale og hva som er unormale inntekter og utgifter er en vurdering som må gjøres ved å studere regnskapet til en bedrift over flere år. Dersom en kostnad inntreffer et år, men ikke de tre neste kan den likevel kunne klassifiseres som normal dersom den inntreffer med jevne mellomrom. Dersom dette er tilfelle kan vi løse dette med å fordele denne kostnaden over alle årene.

På generell basis må en kostnad være uregelmessig, uten sammenheng med ordinær virksomhet, eller være forårsaket av helt unormal forretningsrisiko for å kunne klassifiseres som unormal eller ekstraordinær (Gjesdal, 2007)

Vår analyse av lønnsomheten i Kværner skal bygge på resultat fra selskapet i en normal tilstand, uten å bli påvirket av ekstraordinære hendelser vi ikke forventer vil gjenta seg på senere tidspunkt. Derfor må disse inntektene trekkes ut fra det normale resultatet for hvert regnskapsår. Dersom dette ikke gjøres vil unormale hendelser føre til støy i vår verdivurdering, og vi vil kunne komme frem til verdier som ikke er relevante for fremtiden. En vurdering av hvilke poster som er normale og hvilke som er unormale gjøres for både for drifts- og finansrelaterte resultatposter.

6.4.3.1 Normale driftsposter

På inntektssiden har vi vurdert både salgsinntekt og annen driftsinntekt som normale inntekter. Salgsinntekt er inntekt fra den normale driften av selskapet og er dermed per definisjon en normal inntekt. Annen driftsinntekt består av

utredninger, salg av ingeniørtjenester og lignende som må kunne regnes som normalt for et selskap som Kværner.

Av driftskostnader har vi vurdert varekostnad, lønnskostnad og annen driftskostnad som normale elementer. Disse postene vil vi kunne forvente at skal vedvare i fremtiden for at Kværner skal opprettholde driften. Det samme gjelder avskrivninger og amortisering som er planmessig kostnadsføring av investeringer knyttet til anleggsmiddel med lang levetid. Resultat fra tilknyttet selskap klassifiseres som en normal driftskostnad. Dette fordi det vil forventes å levere resultat så lenge Kværner beholder sin eierandel i dette selskapet.

Av unormale driftskostnader har vi identifisert en engangskostnad knyttet til nedskrivning av goodwill. Nedskrivninger er unormale resultatelementer som skyldes at det har fremkommet ny informasjon som medfører at anleggsmiddelet ikke har den verdien som det er bokført med. Dette kan være på grunn av endringer i markedet, eller at anleggsmiddelet ikke lenger har det inntekspotensialet som tidligere forventet. Årsaken til goodwillnedskrivningen i 2014 er ifølge Kværner en test av verdi, som viste at virkelig verdi av goodwill var vesentlig lavere enn bokført verdi.

Ettersom alle disse postene er før skatt-poster har vi valgt å ikke inkludere dirty surplus-poster i denne oppstillingen. Dette fordi dette er nettoverdier, og dermed vil gi unøyaktig skatteberegning dersom vi hadde inkludert de. Dette er poster som også vil regnes som unormale.

Driftsregnskap		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Beløp i MNOK						
Salgsinntekt		13 099	8 360	12 169	13 362	0
Annen driftsinntekt		196	507	791	583	0
Driftsinntekter	DI	13295	8867	12960	13945	12806
Resultat fra tilknyttet selskap		-6	-8	-78	-59	-58
Varekostnad ink. Vareendring og tjenester		-8885	-5827	-9579	-10144	-9582
Lønnskostnad		-2881	-2014	-2194	-2345	-2215
Annen driftskostnad		-456	-609	-552	-628	-593
Avskrivning		-51	-54	-63	-70	-84
Amortisering		-3	-3	0	0	0
Driftskostnader	DK	-12282	-8515	-12466	-13246	-12532
Normalisert driftsresultat før skatt	DR	1013	352	494	699	273
Goodwill nedskrivning		0	0	0	-266	0
Unormalt driftsresultat før skatt	UDR	0	0	0	-266	0
Driftsresultat før skatt		1 013	352	494	433	273

Tabell 6- 13: Kværners driftsregnskap før skatt

6.4.3.2 Finansielle driftsposter:

Finansinntekter består av renteinntekter med mer fra finansielle eiendeler. Dette er inntekter som er regelmessige, og vil forventes å være det i et normalt regnskapsår. I så måte vil disse inngå i det normaliserte finansresultatet. Det samme gjelder for finanskostnader. Dette er hovedsakelig rentebetalinger samt tap på valutatransaksjoner og kontrakter i utenlandsk valuta. Rentebetalinger er en nødvendig konsekvens av å ha finansiell gjeld, og i så måte en helt normal og forutsigbar kostnad. Dette samt finansielle kostnader knyttet til pensjon inngår i den normale finanskostnaden.

Av unormale finanskostnader har vi inkludert tap på vekslingskurser ved utenlandsk valuta. Det kan argumenteres for at dette er kostnader som må påberegnes, men vi mener at dette er kostnader som opptrer uregelmessig og har lite med Kværners normale drift å gjøre, derfor har vi vurdert dette som unormale finanskostnader. Resultat fra avsluttede operasjoner har vi også inkludert som en unormal finanskostnad. Dette begrunnes i at det ikke kan forventes at Kværner skal avslutte operasjoner i et normalt regnskapsår. Vi ser også at dette er en post som varierer mye fra år til år, noe som taler for at dette er en unormal post. Vi har

også her valgt å ikke inkludere dirty surplus-elementer i resultatoppstillingen av samme grunn som for driftsresultatet. Altså at det er nettoverdier.

Finansposter før skatt Beløp i MNOK		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Finansinntekt		68	30	10	15	80
Finanskostnad		-55	-37	-67	-60	-92
Normalisert finansresultat før skatt	NFR	13	-7	-57	-45	-12
Valutaeffekter tatt ut fra finanskostnad		-112	-8	-38	-60	92
Valutaeffekter (agio/disagio)		-11	0	0	0	0
Resultat på avsluttede operasjoner		0	79	207	-96	38
Unormalisert finansresultat før skatt	UNFR	-123	71	169	-156	130
Finansresultat før skatt	NFR+UNFR	-110	64	112	-201	118

Tabell 6- 14: Kværners finansresultat før skatt

Vi ser av tabellen at vi generelt har vesentlig større finanskostnader enn finansinntekter. Samtidig ser vi at kostnadene har ligget på et jevnt nivå de siste årene. Dette har sammenheng med at den langsiktige finansielle gjelden har ligget på et nokså jevnt nivå over hele perioden.

6.4.4 Skattekostnad

Neste steg i omgrupperingsprosessen er å fordele Kværners skattekostnad ut over de forskjellige før skatt resultatpostene vi har regnet ut tidligere. Vi må dermed beregne normal og unormal driftsskattekostnad, og tilsvarende for normalt og unormalt finansresultat. Denne fordelingen av skattekostnad er viktig for å finne verdi og risiko for investor og kreditor. Selve skatteinnbetalingen vil tilfalle det offentlige skattesystemet, og må dermed trekkes fra verdiskapningen fra de ulike resultatpostene. På den måten kan det regnes ut hva egenkapitaleier og kreditor sitter igjen med.

6.4.4.1 Finansskatt

Per 2015 er bedriftsskattesatsen i Norge på 27%. Det er foreslått en reduksjon av denne til 25% i 2016 (Finansdepartementet, 2015), vi benytter derfor denne skattesatsen i våre videre beregninger.

Finansinntekter består hovedsaklig av renteinntekter. Dette er inntekter som skal skattlegges med 25% i det norske skattesystemet. Den resterende delen av denne posten er spesifisert som "andre finansinntekter". Det står ikke nærmere presisert hva dette innebærer. Dette kan være utbytte og aksjegevinst på selskapsnivå. Dette er inntekter som i det norske skattesystemet ikke skal skattlegges. Derfor kan det argumenteres for at den effektive skattesatsen på finansinntekter kan være lavere enn 25% (Knivsflå, 2015 c). Ettersom vi ikke har noe nærmere presisert hva andre finansinntekter er, samtidig som at denne posten er jevnt lav, velger vi likevel å benytte 25% som skattesats for finansinntekter.

$$\text{Netto finansinntekt} = (1 - 0,25) * \text{Finansinntekt}$$

Formel 6- 5: Beregning av netto finansinntekter

Finanskostnader er knyttet opp mot rentebetalinger på gjeld, samt noe tap på valutatransaksjoner. Dette skattlegges i sin helhet med 25%.

$$\text{Netto finanskostnad} = (1 - 0,25) * \text{Finanskostnad}$$

Formel 6- 6: Beregning av netto finanskostnader

Vi velger også å benytte 25% som skattesats på de unormale finanskostnadene. Utregning av netto finansstørrelser er vist i tabell 6-15.

Skattefordeling, finansposter Beløp i MNOK	2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Normale finanselementer					
Finaninntekt	68	30	10	15	80
Skatt på finansinntekt 25%	17	8	3	4	20
Netto finansinntekt (NFI)	51	23	8	11	60
Finanskostnad	-55	-37	-67	-60	-92
Skatt på finansko 25%	-14	-9	-17	-15	-23
Netto finanskostnad (NFK)	-41	-28	-50	-45	-69
Netto normalt finansresultat	10	-5	-43	-34	-9
Unormale finanselementer					
Valutaeffekter tatt ut fra finanskostnad	-112	-8	-38	-60	92
Valutaeffekter (agio/disagio)	-11	0	0	0	0
Resultat på avsluttede operasjoner	0	79	207	-96	38
Unormalt finansresultat før skatt	-123	71	169	-156	130
Skatt på unormalt finansresultat 25%	-31	18	42	-39	33
Finansrelatert Dirty surplus	2	-16	24	-3	0
Netto unormalt finansresultat	-90	37	151	-120	98

Tabell 6- 15: Skatt på netto unormalt finansresultat

6.4.4.2 Driftsskatt

For å finne den driftsrelaterte skattesatsen (dss) for hvert år må vi korrigere den normale skattekostnaden til bedriften for skatt på finansresultatet. For å beregne dss benytter vi følgende formel:

$$dss = \frac{NSK - 0,25(FR - UFR)}{DR + UDR}$$

Formel 6- 7: Utregning av driftsskattesats (dss)

Her står NSK for normal skattekostnad, FR og UFR for henholdsvis normalt og unormalt finansresultat. DR og UDR står for normalt og unormalt driftsresultat. Normal skattekostnad er hentet direkte ut fra rapportert skattekostnad i resultatregnskapet. De andre størrelsene er beregnet tidligere.

Ved å justere den normale skattekostnaden for skatt på finansinntekt og -kostnad får vi den driftsrelaterte skatten. Ved å dele denne skatten på fullstendig driftsresultat før skatt (DR+UDR) får vi skattesatsen på driftsresultatet (dss) for hvert av årene. Denne beregningen er vist i detalj her:

Fordeling av skattekostnad for å finne dss	2011	2012^R	2013	2014	2015^T
Beløp i MNOK					
Normal skattekostnad	344	179	160	301	103
- 25% skatt finansinntekt	17	8	3	4	20
+ 25% skatt finanskostnad	14	9	17	15	23
- 25% skatt unormalt finansresultat	-31	18	42	-39	33
= Driftsrelatert skatt, normal og unormal	372	163	132	351	73
Driftsresultat, normalt og unormalt	1013	352	494	433	273
= Driftsrelatert skattesats (dss)	37 %	46 %	27 %	81 %	27 %

Tabell 6- 16: Kværners driftsskattesats (dss)

Vi ser av tallene for driftsrelatert skattesats (dss) at de varierer til dels mye fra bedriftsskattesatsen i Norge på 25%. Dette kan ha årsak i mange faktorer. For det første betaler Kværner skatt i utlandet i tillegg til Norge. Der kan de operere med andre skattesatser. Den andre faktoren som spiller inn er økt eller redusert beskatning som følge av estimatavvik fra foregående år. Derfor er det å forvente at dss vil variere noe. Vi ser at vi får et særlig høyt avvik fra de andre driftsrelaterte skattesatsene i 2014, med dss på 81%. Dette er et såpass høyt tall at vi ikke mener det kan representere en normaltilstand. Årsaken til at skattekostnaden er mye høyere i 2014 enn i de andre årene er sammensatt. En stor del kan forklares med en endring i permanente forskjeller knyttet til tap på investeringer og goodwill. Videre har en endring i vurderingen av skattefradrag på kildeskatt etter en høyesterettsvurdering ført til en økt skattekostnad. Videre kan den unormalt høye skattesatsen også forklares med en engangs nedskrivning av skattebalanser. Samlet sett gjør dette at Kværner får en særlig høy skattekostnad i 2014 (Kværner ASA, 2015 a).

Den normale prosedyren for å beregne den normale driftsrelaterte skattesatsen (ndss) er å ta et gjennomsnitt av den driftsrelaterte skattesatsen gjennom hele analyseperioden. Alternativt kan vi også finne medianverdien av de ulike årene, og velge den verdien som er minst ekstreme av disse (Knivsflå, 2015 c). Vi har i vår utregning konkludert med at disse metodene gir en urealistisk høy ndss. Vi har derfor vurdert skattesatsen til å være på 25% i våre videre beregninger.

$$\text{Normal driftsrelatert skattesats (ndss)} = 25\%$$

Formel 6- 8: Normal driftsrelatert skattesats (ndss)

Fordeling av normal skattekostnad over alle resultatpostene sees i tabell 6-17.

Fordeling av skattekostnad		2011	2012R	2013	2014	2015T
Beløp i MNOK						
Normal skattekostnad	NSK	344	179	160	301	111
- 25% skatt finansinntekt	0,25*FI	17	8	3	4	20
+ 25% skatt finanskostnad	0,25*FK	14	9	17	15	23
- 25% skatt unormalt finansresultat	0,25*UFR	-31	18	42	-39	33
= Skatt på DR	dss*(DR+UDR)	372	163	132	351	82
- Skatt på UDR	dss*UDR	0	0	0	-216	0
= Skatt på NDR	dss*DR	372	163	132	567	82
- Unormal skatt på NDR	(dss-ndss)*DR	118	75	9	392	13
= Normal driftskattekostnad	ndss*DR	253	88	124	175	68

Tabell 6- 17: Fordeling av Kværners skattekostnad

Nå som vi har alle skattepostene kan vi regne ut netto unormalt og netto normalt driftsresultat over analyseperioden.

Unormale driftsposter		2011	2012R	2013	2014	2015T
Beløp i MNOK						
Goodwill nedskrivning		0	0	0	-266	0
= Unormalt driftsresultat før skatt	UDR	0	0	0	-266	0
- Skatt på UDR	dss*UDR	0	0	0	-216	0
= Unormalt nettoresultat etter skatt		0	0	0	-50	0
+ Driftsrealtert "Dirty surplus"	DDSP	14	-56	155	234	43
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	(dss-ndss)*DR	118	75	9	392	5
= Unormale netto driftsresultat	UNDR	-104	-131	147	-209	38

Tabell 6- 18: Kværners unormale driftsposter

Netto normalt driftsresultat (NDR)		2011	2012R	2013	2014	2015T
Beløp i MNOK						
Salgsinntekt		13099	8360	12169	13362	
Annen driftsinntekt		196	507	791	583	
Driftsinntekter	DI	13295	8867	12960	13945	12806
Resultat fra tilknyttet selskap		-6	-8	-78	-59	-58
Varekostnad ink. Vareendring og tjenester		-8885	-5827	-9579	-10144	-9582
Lønnskostnad		-2881	-2014	-2194	-2345	-2215
Annen driftskostnad		-339	-609	-439	-518	-593
Avskrivning		-51	-54	-63	-70	-84
Amortisering		-3	-3	0	0	0
Driftskostnader	DK	-12282	-8515	-12466	-13246	-12532
Driftsresultat	DR	1013	352	494	699	273
Driftsrelatert skattekostnad	DSK	253	88	124	175	68
Netto driftsresultat for Kværner	NDR	760	264	371	524	205

Tabell 6- 19: Kværners nettodriftsresultat

6.4.5 Omgruppert resultatregnskap

Vi er nå komst til det punktet der vi kan presentere det fullstendige omgrupperte resultatregnskapet. I resultatregnskapet skilles det mellom hva som er normale og hva som er unormale resultatposter, samt hva som er driftsrelatert og hva som er finansrelatert.

Omgruppert resultatregnskap		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Beløp i MNOK						
Driftsinntekter	DI	13295	8867	12960	13945	12806
Driftskostnader	DK	-12282	-8515	-12466	-13246	-12532
Normalt driftsresultat før skatt	DR	1013	352	494	699	273
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	253	88	124	175	68
Netto driftsresultat	NDR	760	264	371	524	205
Netto finansinntekt	NFI	51	23	8	11	60
Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	811	287	378	536	265
Netto finanskostnader	NFK	-41	-28	-50	-45	-69
Netto resultat til EK	NRE	770	259	328	491	196
Unormalt DR etter skatt (ink DS)	UNDR	-104	-131	147	-209	38
Netto unormalt finansresultat	UNFR	-90	37	151	-120	98
Fullstendig nettoresultat til EK	FNR	575	165	625	162	331
Netto utbytte	NBU	-589	-417	-308	-336	-232
Endring i EK	ΔEK	-14	-252	317	-174	99

Tabell 6- 18: Kværners omgrupperte resultatregnskap

Vi ser av tabell 6-20 at nettoresultat til sysselsatt kapital er positivt i hele analyseperioden. Dette er verdiskapningen i bedriften. Dette skal så fordeles ut til investorene og kredittinstitusjonene. Når vi trekker fra netto finanskostnader, som tilfaller kreditorene, får vi det normale nettoresultat til egenkapitalen. Dette er det normale resultatet som tilfaller investorene. Videre justerer vi for unormale drifts- og finansposter og sitter igjen med det fullstendige nettoresultatet til egenkapital. Vi ser at dette er positivt over hele analyseperioden. Dette forklarer hvorfor Kværner ikke har hatt behov for å hente inn mer kapital, og har kunnet betale ut utbytte til investorene i alle analyseårene. Når vi så trekker fra netto utbyttebetalingen så får vi endringen i egenkapitalen.

Vi ser at endring i balanseført egenkapital samsvarer med verdiene vi har beregnet ovenfor. Det er verdt å merke seg at netto utbytte for trailingåret 2015 er beregnet som en restverdi.

6.5 Omgruppering av balansen

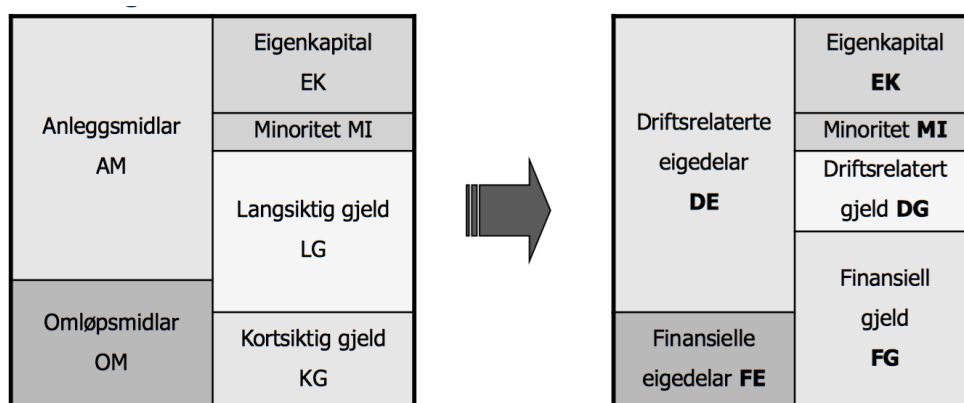
Balansen må i likhet med resultatregnskapet også omgrupperes. Etter god regnskapsskikk og IFRS er balansen gruppert etter likviditet på eiendeler og etter forfallstidspunkt på gjeld. Dette er en gruppering som er kreditororientert ved at kredittinstitusjonene enkelt kan få oversikt over risiko ved utlån til bedriften. For en investor er det mer sentralt å få oversikt over verdiskapningen i bedriften. Balansen omgrupperes for å få oversikt over kapitalen som skaper verdier, altså den sysselsatte kapitalen. For å få verdiskapningen klarere frem må vi omgruppere balansen for å finne netto driftskapital. Dette skal gjøres steg for steg i dette delkapittelet.

6.5.1 Avsatt utbytte tilbake til egenkapital

Etter norsk regnskapsskikk skal foreslått utbytte legges inn som en kortsiktig gjeldspost. Når balansen omgrupperes til en investororientert balanse, vil dette være egenkapital for investorene. Derfor må eventuelt avsatt utbytte omgrupperes fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Kværner rapporterer etter IFRS, og da vil det ikke bli avsatt for foreslått utbytte. Derfor vil det heller ikke være nødvendig å omgruppere denne posten.

6.5.2 Drift og finansiering

For å gjøre balansen investororientert må vi omgruppere for å skape et klart skille mellom drift og finansiering. Dette fordi det er avkastningen fra drift som er det relevante for en investor. Vi må derfor foreta følgende omgruppering:



Figur 6- 3: Omgruppering av balansen (Knivsflå, 2015 d)

Det er mulig å ivareta både investors og kreditors interesser ved å få frem inndelingen mellom anleggsmidler og omløpsmidler i eiendelene, samt å få frem hvilken gjeld som er langsiktig og hvilken som er kortsiktig. Denne omgrupperingen har vi tenkt å utføre, og vi vil da få en balanse etter følgende modell:

DE = DAM + DOM	EK
	MI
	DG = LDG + KDG
FE = FAM + FOM	FG = LFG + KFG

Forkortelser:

DAM = driftsrelaterte anleggsmiddel

DOM = driftsrelaterte omløpsmiddel

LDG = langsiktig driftsrelatert gjeld

KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

LFG = langsiktig finansiell gjeld

KFG = kortsiktig finansiell gjeld

Figur 6- 4: Omgruppering av balansen (Knivsflå, 2015 d)

6.5.2.1 Omgrupperte eiendeler

Fullstendig omgruppert balanseregnskap ser slik ut for eiendelssiden:

Omgruppert balanseregnskap		2010	2011	2012R	2013	2014	2015T
Beløp i MNOK							
Driftsrelaterte anleggsmidler		357	468	620	713	736	697
Utsatt skattefordel		12	104	254	193	123	18
Immaterielle eiendeler		1189	1186	1157	1080	850	883
Rentebærende fordringer nærstående parter		0	15	44	1	0	0
Tilknyttet selskap		121	119	106	132	288	114
Annen driftsrelatert eiendel		32	64	37	30	13	11
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	1711	1956	2218	2149	2010	1723
Betalbar skatt		107	168	91	93	31	31
Kundefordringer		3641	2135	2654	3102	3268	2332
Andre fordringer		327	121	6	20	0	0
Fordringer nærstående parter		1120	0	0	0	0	0
Rentebærende lån til kontraktører		0	25	0	0	0	0
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	5195	2449	2751	3215	3299	2363
Driftsrelaterte eiendeler	DE	6906	4405	4969	5364	5309	4086
Bankinnskudd		2677	2418	1069	1545	1208	1043
Rentebærende fordringer		902	0	0	0	0	0
Solgte anleggsmidler		0	0	0	916	906	618
Finansielle omløpsmidler	FE	3579	2418	1069	2461	2114	1661
Totalkapital (DE+FE)	TK	10485	6823	6038	7825	7423	5747

Tabell 6- 19: Omgrupperte eiendeler for Kværner

Som vi ser av tabell 6-21 så har vi vurdert alle anleggsmiddel som driftsrelaterte. Dette gjelder også investeringer i tilknyttet selskap. Vi har dermed vurdert alle anleggsmiddel som nødvendige for den daglige driften av Kværner. Når det gjelder investeringen i tilknyttet selskap har vi vurdert denne investeringen som så tett knyttet til driften i Kværner at det ville fått implikasjoner for driften om eierandelen ble solgt ut. Vi har tilsvarende ført inntekter fra denne investeringen inn under driftsrelaterte inntekter i resultatregnskapet.

Vi har vurdert kontantbeholdningen til i sin helhet å være finansiell. Dette er teoretisk ikke helt korrekt, men en mer praktisk gjennomførbar løsning. I teorien er det kun overskuddslikviditeten som er finansiell. Vi har i resultatregnskapet ført renteinntekter fra bankinnskudd som finansielt. Ved å splitte bankinnskudd i en driftsrelatert og en finansiell del hadde vi også måttet fordele renteinntektene fra bankinnskuddet. Dette har vi valgt å ikke gjøre, ettersom det hadde blitt ren spekulasjon, og dermed vanskelig i praksis.

Fordringer har vi hovedsakelig vurdert til å være driftsrelaterte. Dette fordi de er relatert til driften av selskapet, og ikke til spekulasjon. Unntaket er posten "rentebærende fordringer" som er en fordring mellom Kværner og morselskapet Aker Solutions før Kværner ble skilt ut. Denne fordringen har vi vurdert til å være av finansiell karakter, siden den er knyttet opp mot utskillingen av Kværner som et frittstående selskap.

6.5.2.2 Omgruppert egenkapital og gjeld

På gjeld og egenkapitalsiden har vi vurdert ansattforpliktelser som en nødvendighet for å ha ansatte i arbeid, og dermed kategorisert den posten som driftsrelatert. Det samme har vi for alle skatteposter. Dette er også fordi vi vurderer skatt som en nødvendighet for den normale driften i selskapet.

Omgruppert balanseregnskap		2010	2011	2012R	2013	2014	2015T
Beløp i MNOK							
Egenkapital (innskutt)		0	91	91	91	91	91
Overkurs		0	729	729	729	729	729
Opptjent egenkapital		0	1757	1578	1715	1309	1366
Kombinert egenkapital fra tidligere morselskap		2598	0	0	0	0	0
Annen egenkapital		-139	-132	-204	-24	208	250
Egenkapital	EK	2459	2445	2195	2511	2337	2436
Ansattforplitelser		110	151	171	170	176	210
Utsatt skatt		75	10	1	0	0	0
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	185	161	172	170	176	210
Betalbar skatt		0	257	28	56	182	85
Mottat forskudd		2796	1281	1024	1696	1533	1043
Leverandørgjeld		392	115	19	8	0	0
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	3188	1653	1071	1760	1715	1128
Driftsrelatert gjeld	DG	3373	1814	1243	1930	1891	1338
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	530	460	469	479	487	0
Kortsiktig rentebærende gjeld		18	8	0	0	0	0
Provisjoner		503	414	338	330	81	175
Kreditorgjeld og avgifter		1341	1682	1794	2353	2576	1752
Gjeld solgt virksomhet		2261	0	0	223	51	46
Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	4123	2104	2132	2906	2708	1973
Finansiell gjeld	FG	4653	2564	2601	3385	3195	1973
Totalkapital (EK+DG+FG)	TK	10485	6823	6039	7826	7423	5747

Tabell 6- 20: Omgruppert egenkapital og gjeld for Kværner

Vi har vurdert posten provisjoner, eller avsetninger, som en finansiell eiendel. Dette er en post som det kan argumenteres for at også kan være driftsrelatert. Når vi likevel har besluttet at denne posten er finansiell er det fordi det kan argumenteres for at det ikke er en nødvendighet for driften av selskapet. Vi gjør her likevel oppmerksom på at denne posten kan endres til å være driftsrelatert gjeld.

6.5.3 Sysselsatt kapital

Nå som vi har gruppert balansen etter totalkapital vil den driftsrelaterte gjelden inngå som en del av finansieringssiden av balansen. Dette er misvisende i en investororientert analyse. Det er fordi den driftsrelaterte gjelden ikke kan klassifiseres som et kapitalinnskudd i selskapet, men snarere en nødvendig og naturlig del av den daglige driften. Det vi da må gjøre er å danne en netto driftspost på eiendelssiden ved å trekke fra den driftsrelaterte gjelden fra de driftsrelaterte eiendelene. Den nye balansen er et mål på den sysselsatte kapitalen. Altså kapital som er "aktivt" plassert gjennom kapitalmarkedet. Dette vil i større grad vise

avkastningen på den kapitalen som er investert av eierne i selskapet (Knivsflå, 2015 d). Det vi ønsker å finne er følgende balanse:

Netto drifts- eigedelar NDE = DE - DG	Eigenkapital EK
	Minoritet MI
Finansielle eigedelar FE	Finansiell gjeld FG

Figur 6- 5: Sysselsatt kapital, (Knivsflå, 2015 d)

Det er flere metoder å komme frem til sysselsatt kapital (SSK) på. Disse er oppsummert i følgende formler (Knivsflå, 2015 d):

$$1: SSK = EK + MI + FG$$

$$2: SSK = SSE = (DE - DG) + FE = NDE + FE$$

$$3: SSK = TK - DG = E - DG$$

Formel 6- 9: Sysselsatt kapital

Av disse metodene er den mest intuitive metode 1 der vi tar verdien av egenkapital og legger til minoritetsinteresser samt kapital fra kreditorer. Vi kan også benytte metode 2 der vi benytter det faktum at sysselsatte eiendeler (SSE) må være lik sysselsatt kapital. Vi tar da netto driftseiendeler (NDE=DE-DG) og legger til finansielle eiendeler. Den siste metoden er å trekke driftsrelatert gjeld fra totalkapitalen på begge sider av balansen.

Netto drifts- eigedelar NDE = DE - DG	Eigenkapital EK	Netto anleggsmidler NAM	Eigenkapital EK
	Minoritet MI		Minoritet MI
Finansielle eigedelar FE	Finansiell gjeld FG	Driftsrelatert arbeidskapital DAK	Finansiell gjeld FG
		Finansielle eigedelar FE	

Figur 6- 6: Sysselsatt kapital, (Knivsflå, 2015 d)

Videre kan vi splitte netto driftseiendeler inn i netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital. Vi finner da netto anleggsmidler (NAM) ved å trekke langsiktig driftsrelatert gjeld fra driftsrelaterte anleggsmidler. Dette er kapitalinvesteringer som er gjort for å være i stand til å bedrive den daglige driften. Driftsrelatert arbeidskapital (DAK) finnes ved å trekke kortsiktig driftsrelatert gjeld fra de driftsrelaterte omløpsmidlene. Dette er investeringer i driftssyklusen som går med til driften fra dag til dag. Dette er vist i tabell 6-23.

NDAM og DAK		2010	2011	2012R	2013	2014	2015T
Beløp i MNOK							
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	1711	1956	2218	2149	2010	1723
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	185	161	172	170	176	210
= Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NDAM	1526	1795	2046	1979	1834	1513
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	5195	2449	2751	3215	3299	2363
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	3188	1653	1071	1760	1715	1128
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	2007	796	1680	1455	1584	1235

Tabell 6- 21: Kværners driftsrelaterte arbeidskapital

Vi ser av tabell 6-23 at Kværner gjennom hele analyseperioden har hatt en positiv driftsrelatert arbeidskapital. Positiv driftsrelatert arbeidskapital er positivt for driften, da det viser at Kværner har midler til å håndtere de kostnader de har i den daglige driften av selskapet. Vi kan så beregne sysselsatt kapital i Kværner:

Omgruppert sysselsatt kapital		2010	2 011	2012R	2 013	2 014	2015T
Beløp i MNOK							
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NDAM	1526	1795	2046	1979	1834	1513
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	2007	796	1680	1455	1584	1235
= Netto driftseiendeler	NDE	3533	2591	3726	3434	3418	2748
+ Finansielle eiendeler	FE	3579	2418	1069	2461	2114	1661
= Sysselsatte eiendeler	SE	7112	5009	4795	5895	5532	4409
Egenkapital	EK	2459	2445	2195	2511	2337	2436
+ Finansiell gjeld	FG	4653	2564	2601	3385	3195	1973
= Sysselsatt kapital	SSK	7112	5009	4796	5896	5532	4409

Tabell 6- 22: Kværners sysselsatte kapital

6.5.4 Netto driftskapital

Den siste omgrupperingen vi gjør er å omgruppere fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Ved å gjøre dette finner vi den kapitalen som er investert i driften av Kværner og ikke i finansielle eiendeler (Knivsflå, 2015 d). Dette gjøres ved å trekke fra finansielle eiendeler på begge sider av balansen. Da sitter vi igjen med

netto driftseiendeler på eiendelssiden, og egenkapital, minoritetsinteresser samt netto finansiell gjeld på den andre siden av balansen.

Årsaken til at vi utfører denne omgrupperingen er at finansielle eiendeler i prinsippet er eiendeler som selskapet besitter som de ikke trenger til den daglige driften (Knivsflå, 2015 d). De kan dermed sees på som likvide midler som bedriften kan benytte til å nedbetale den finansielle gjelden. Derfor vil netto finansiell gjeld gi et mål for den gjelden bedriften faktisk trenger for å kunne bedrive sine aktiviteter. Vi finner netto finansiell gjeld (NFG) ved å trekke finansielle eiendeler fra den finansielle gjelden:

NFG		2010	2011	2012R	2013	2014	2015T
Beløp i MNOK							
Finansiell gjeld	FG	4653	2564	2601	3385	3195	1973
- Finansielle eiendeler	FE	3579	2418	1069	2461	2114	1661
= Netto finansiell gjeld	NFG	1074	146	1532	924	1081	312

Tabell 6- 23: Kværners netto finansielle gjeld

Vi ser at Kværner har gjeld som er høyere enn sine finansielle eiendeler i alle regnskapsårene vi har analysert. Dette har sammenheng med at Kværner har generelt lite finansielle eiendeler. Hoveddelen er i form av kontanter, som vi tidligere også har argumentert for at delvis er driftsrelatert. Samtidig er Kværner avhengig av å hente inn kapital i form av finansiell gjeld for å kunne opprettholde driften, dette er derfor et naturlig funn.

På samme måte som for den sysselsatte kapitalen kan vi også beregne netto driftsrelatert kapital på tre ulike måter. Disse tar alle utgangspunkt i de allerede forklarte metodene for å beregne sysselsatt kapital (SSK) og forklares derfor ikke nærmere her.

$$1: NDK = EK + MI + NFG$$

$$2: NDK = NDE = DE - DG$$

$$3: NDK = SSK - FE = SSE - FE$$

Formel 6- 10: Netto driftskapital

Vi benytter så formlene til å beregne netto driftskapital og netto driftseiendeler (NDE):

Omgruppert netto driftskapital		2010	2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T
Beløp i MNOK							
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NDAM	1526	1795	2046	1979	1834	1513
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	2007	796	1680	1455	1584	1235
= Netto driftseiendeler	NDE	3533	2591	3726	3434	3418	2748
Egenkapital	EK	2459	2445	2195	2511	2337	2436
+ Netto finansiell gjeld	NFG	1074	146	1532	924	1081	312
= Netto driftskapital	NDK	3533	2591	3727	3435	3418	2748

Tabell 6- 24: Kværners netto driftskapital

Vi ser av tabell 6-26 at netto driftseiendeler i hovedsak er egenkapitalfinansiert hos Kværner. Med unntak av det noe ekstraordinære året 2011, da Kværner ble skilt ut som eget selskap har egenkapital utgjort mellom 59% og 89% av netto driftskapital.

Avslutningsvis må det presiseres at vi med denne omgrupperingen ikke har endret noe på verdien bak tallene i regnskapet. Det vi har gjort er å omgruppere tallene på en måte som er mer relevant for en investororientert analyse. Vi har vurdert hvilke eiendeler som er driftsrelaterte og hvilke som er finansielle, samt vurdert hendelser etter hvilke som er normale og hvilke som er unormale. Dette gir oss et bedre fundament for å vurdere risiko og avkastning på investert kapital i virksomheten.

6.6 Målefeil og justering av målefeil

Målefeil er avvik mellom selskapets virkelige tall, det vil si selskapets underliggende økonomiske forhold og det som blir regnskapsmessig rapportert. Det er i hovedtrekk 3 forskjellige målefeil som kan oppstå (Knivsflå, 2015 e):

- Målefeil 1: er et resultat av at regnskapet føres til historisk kost. Målefeilen vil være differansen mellom kapitalens virkelige verdi og dens historisk bokførte verdi.

-
- Målefeil 2: er hovedsakelig feilmåling i regi av at rammeverket tillater en uegnet måling i regnskapet. Den vanligste feilen er manglende balanseføring av kostnader.
 - Målefeil 3: er enkelt sagt kreativ bokføring fra selskapets side. Det vil si at det er avviket mellom de rapporterte tallene og regelverket. Dette er den mest alvorlige formen for målefeil. Her er det et skille mellom regnskapstilpasning og regnskapsmanipulasjon.

Målefeil av type 1 er en fordelaktig målefeil da det forteller oss noe om selskapets strategiske fordel. Målefeil 2 og 3 skaper støy i målingen av selskapets rentabilitet og dets strategiske posisjon gjennom manipulering av resultat og balanse (Knivsflå, 2015 e). Det skal nevnes at det ikke er uproblematisk å justere for målefeil, da det i verste fall kan føre til at du får enda mer målestøy i tallene.

Generelt er Kværners årsregnskap utarbeidet etter IFRS-standarden. Derfor tar vi utgangspunkt i at tallene er korrekte. Likevel er det utallige justeringer som kan gjøres i regnskapet for å komme frem til en fornuftig verdi. Vanlige justeringer er (Knivsflå, 2015 e):

- Forskning og utvikling (FoU) aktiviteter. Siden IFRS bare tillater å balanseføre FoU i enkelttilfeller, kostnadsføres mye FoU direkte. En korreksjon for dette er å balanseføre alle FoU kostnader og avskrive kostnadene over analyseperioden. Dette har vi valgt å ikke gjøre ettersom balanseførte FoU-kostnader utgjør helt ubetydelige beløp i Kværners tilfelle.
- Markedsføringskostnader. Vi finner ikke denne typen kostnader spesifisert i regnskapet, og kan dermed ikke gjøre justeringer på dette.
- Leiekostnader. Her har vi valgt å ikke justere, da vi mener selskapets vurderinger om å kostnadsføre er mer relevant, da de besitter mer innsideinformasjon enn det vi gjør. Det er også vanskelig å utføre denne justeringen på en fornuftig måte med den informasjonen vi har tilgang på. Dette utgjør også relativt små beløp, og vil dermed ikke påvirke resultatene i betydelig grad.

Når det kommer til målefeil av type 3, går vi ut fra at dette ikke forekommer. Dette er på grunn av at Kværners regnskap er revidert av et stort og anerkjent revisjonsselskap (KPMG). Denne typen målefeil forekommer også sjeldent. Det har dermed vært analysert for den type målefeil. Vi tar derfor revisors beretning til grunn og konkluderer med at vi forutsetter at målefeil av type 3 ikke forekommer.

7 Forholdstallanalyse (risikoanalyse)

Risiko er en kombinasjon av muligheter og fare (Damodaran A. , 2012 b). Risiko består av både systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko er risiko knyttet til markedsmessige faktorer, og som dermed har en innvirkning på hele markedet. Usystematisk risiko er risiko knyttet til det enkelte selskap, og som ikke har innvirkning på resten av markedet. Det er for en vanlig investor vanlig å bare være opptatt av systematisk risiko siden investoren kan diversifisere bort den usystematiske risikoen i et perfekt marked. Den usystematiske risikoen (selskapsrisiko) vil derfor være uten betydning for den diversifiserte investor. Men det er viktig å huske at usystematisk risiko er høyst relevant ved markedssvikt siden selskapet vil være utsatt for kredittrisiko i form av konkursfare (Knivsfå, 2015 g). Den systematiske risikoen er derfor relevant i en verdsettelsessammenheng.

Kredittrisiko er basert på sannsynligheten for konkurs multiplisert med tap ved en eventuell konkurs. Ved å beregne ulike forholdstall på Kværner knyttet til bransjens likviditet samt soliditet vil vi kunne si noe om Kværner og bransjens risiko. Resultatene kan deretter benyttes til å utarbeide en syntetisk rating som mål på Kværners kredittrisiko. Ratingen vi utleder vil så brukes videre ved prising av Kværners risikopremie og ved beregning av krav til finansiell gjeld.

I forholdstallanalysen vil vi sammenligne forholdstallene til Kværner med bransjen for å kunne si noe om hvordan Kværner er finansielt stilt sammenlignet med sine konkurrenter. Forholdstall beregnes for hvert av årene 2011-2015 for

Kværner og for årene 2011-2014 for bransjen. Vi beregner så et tidsvektet gjennomsnitt for hvert av forholdstallene. Tidsvektene vi benytter er vist i figur 7-1. Som det går frem av tabellen veker vi de eldre årene lavere enn de siste årene ettersom de ikke er like relevante i dag. Dette er fordi bransjen er utsatt for konjunktursvinger slik at nyere tall er av større betydning for analysen. Vi veker kun verdiene for årene 2011-2014 i tidsvektet gjennomsnitt siden vi ikke har tilstrekkelig med data fra de andre selskapene til å danne et trailing-regnskap for 2015. Bransjen i denne sammenheng består av Kværner, Petrofac, Hyundai HI og Samsung HI.

År	Vekt	Prosentandel
2011	2	13 %
2012	4	25 %
2013	5	31 %
2014	5	31 %
Sum	16	100 %

Tabell 7- 1: Tidsvekting i analyseperioden

Følgende nøkkeltall brukes til å beregne den syntetiske ratingen:

- Likviditetsgrad 1
- Egenkapitalprosent
- Rentedeckningsgrad
- Netto driftsrentabilitet

7.1 Likviditetsanalyse – kortsiktig risiko

Den kortsiktige risikoen avdekkes gjennom en likviditetsanalyse og analyse av Kværners kontantstrøm. Likviditeten til et selskap vil fortelle i hvilken grad selskapet er i stand til å innfri sine kortsiktige forpliktelser når de forfaller.

De likvide eiendelene til en bedrift vil være omløpsmidlene. De finansielle omløpsmidlene kan vanligvis omsettes i markedet i løpet av veldig kort tid, mens de driftsrelaterte omløpsmidlene vil normalt være noe vanskeligere å avhende. Et mål på selskapets risiko for konkurs er graden av omløpsmidler sammenlignet med kortsiktig gjeld.

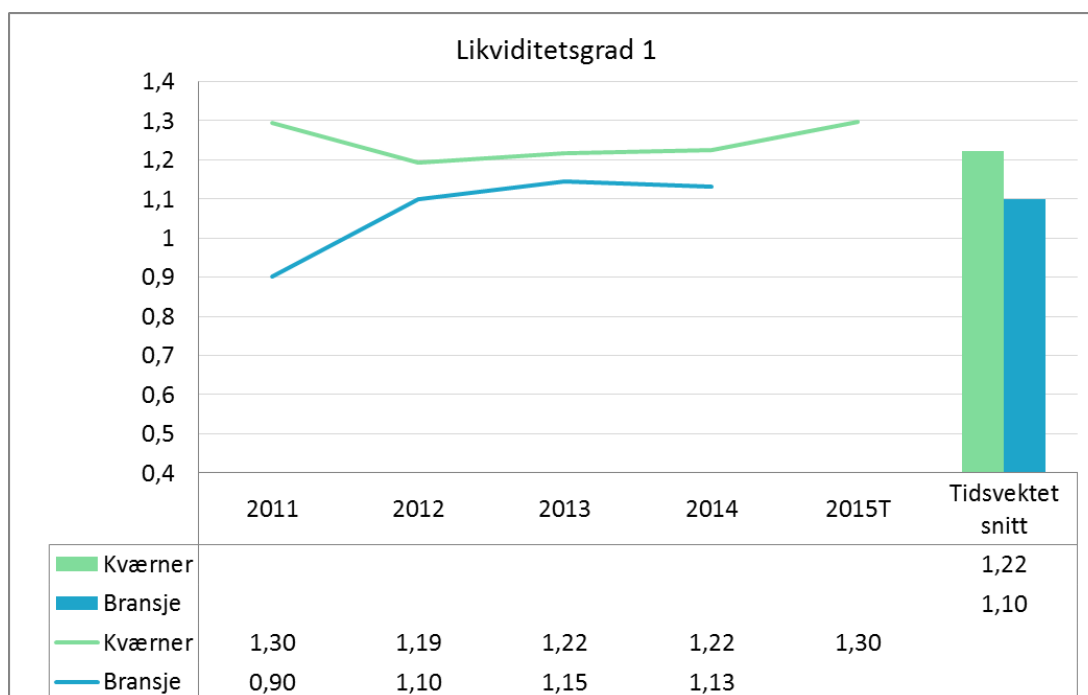
7.1.1 Likviditetsgrad 1

Forholdstallet beregnes ved å sammenligne verdien på omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden. Vi kan splitte opp forholdstallet i finansielle/driftsrelaterte omløpsmidler og kortsiktig finansiell/driftsrelatert gjeld. En regel som ble mye brukt før sa; «likviditetsgrad 1 bør være minimum 2», men den beste målestokken er bransjegjennomsnittet (Knivsfå, 2015 g). Vi beregner likviditetsgraden med formel 7-1.

$$\text{Likviditetgrad 1} = \frac{\text{omløpsmidler}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{driftsomløpsmidler} + \text{finansielle omløpsmidler}}{\text{kortsiktig driftsgjeld} + \text{kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Formel 7- 1: Likviditetsgrad 1



Figur 7- 1: Likviditetsgrad 1

Figuren forteller oss at likviditetsgraden til Kværner har holdt seg ganske stabil rundt 1,2-1,3 gjennom hele analyseperioden. Dette er noe høyere enn for bransjen, som etter 2011 har holdt seg rundt 1,1. Vi ser derfor at tidsvektet snitt er noe høyere for Kværner enn for bransjen.

7.1.2 Kontantstrømanalyse

Fri kontantstrøm til egenkapital er et forholdstall som kan si oss noe om hvordan Kværners finansielle posisjon er. Den frie kontantstrømmen gir et innblikk i Kværners regnskapsmessige stilling, og hvorvidt de har behov for å hente inn mer kapital eller ikke. Dersom Kværners investeringsbehov er høyere enn netto driftsresultat må de normalt finansiere driften med å ta opp gjeld. Dette vil for en investor være negativt, da det gjør egenkapitalen mer risikabel. Det har en negativ effekt på Kværners soliditet og konkursrisikoen vil øke.

Fra tabell 7-1 ser vi at Kværner har positiv kontantstrøm for alle år. I de årene som Kværner har store investeringer i driftseiendeler finansierer de investeringene med salg av finansielle eiendeler. Kværner finansierer driften i veldig lav grad gjennom opptak av lån, noe som ansees som positivt. Oppsummert kan vi si at driften finansierer i stor grad utbytte og den underliggende kontantstrømmen er positiv.

Omgruppert kontantstrøm		2012R	2013	2014	2015T
Beløp i MNOK					
Netto driftsresultat	NDR	264	371	524	205
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-131	147	-209	38
- Økning i netto driftseiendeler	ΔNDE	1136	-292	-16	-670
= Fri kontantstrøm fra drift	FKD	-1003	809	332	913
+ Netto finansinntekter	NFI	23	8	11	60
- Økning i finansielle eiendeler	ΔFE	-1349	1392	-347	-453
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	369	-575	690	1426
+ Netto finanskostnader	NFK	-28	-50	-45	-69
+ Unormale netto finansinntekter	UNFI	37	151	-120	98
+ Økning i finansiell gjeld	ΔFK	38	784	-190	-1222
= Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	416	309	335	232
Netto utbetalt utbytte	NBU	417	308	336	232

Tabell 7- 2: Omgruppert kontantstrøm for Kværner

7.2 Soliditetsanalyse – langsiktig risiko

Hensikten med soliditetsanalysen er å analysere om Kværner er rustet økonomisk til å stå i mot fremtidige tap som følge av uventede eller ventede hendelser. Selskap med høy gjeldsgrad vil være dårligere rustet til å takle dårlige tider enn

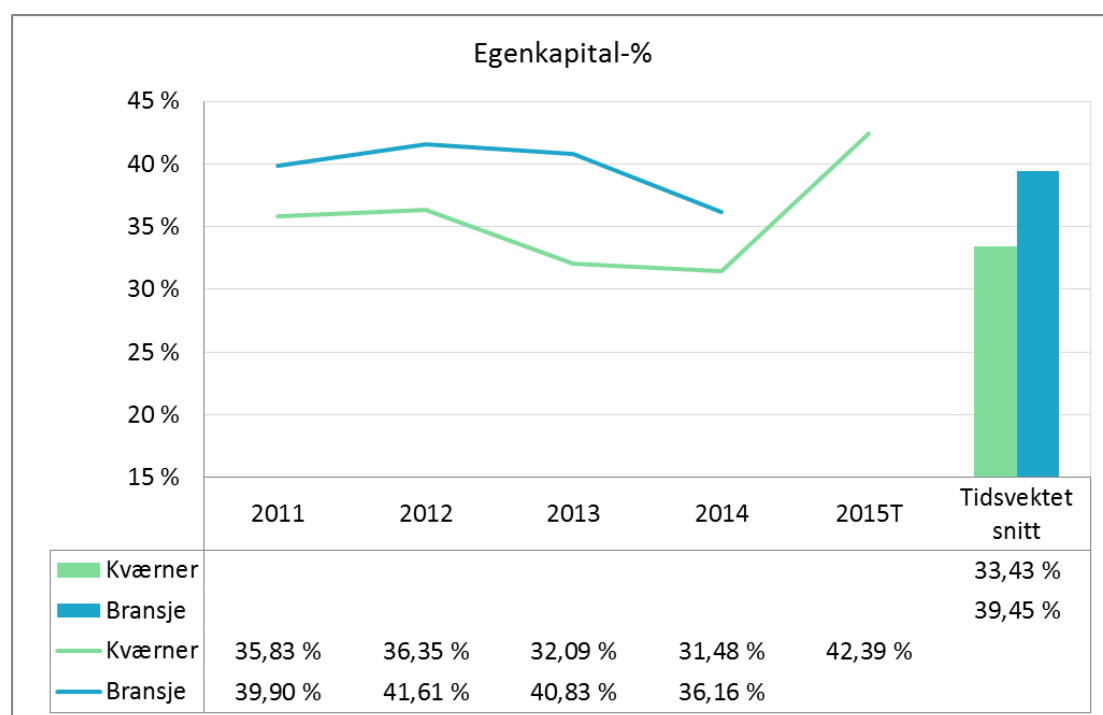
selskaper med lav gjeldsgrad. Dette er fordi egenkapitalen utgjør en slags buffer som selskapet kan ta av for å motstå dårlige tider. For selskap med høy gjeldsgrad vil denne bufferen raskt spises opp i dårlige tider. Dette har en effekt på konkursrisikoen til selskapet, da denne i økonomiske nedgangstider vil være tilsvarende høy.

7.2.1 Egenkapitalprosent

Ved å beregne egenkapitalandelen, det vil si egenkapitalen som andel av totalkapitalen, får vi et nøkkeltall som forteller oss i hvilken grad långiverne til Kværner er dekket mot tap. Egenkapitalandelen kan også beregnes mot sysselsatt kapital eller mot driftskapital. Vi benytter totalkapital da de andre metodene ikke avdekker selskapets totale risikobilde. Formel 7-2 viser hvordan vi beregner egenkapitalandel.

$$Egenkapital \text{ i } \% = \frac{Egenkapital}{Totalkapital}$$

Formel 7- 2: Egenkapitalprosent



Figur 7- 2: Egenkapitalprosent

Egenkapitalandelen til Kværner har holdt seg rimelig stabil gjennom analyseperioden. Selskapet så en nedgang i egenkapitalandel i 2013 og 2014. Etter dette ser vi en kraftig økning i 2015. Dette forklares hovedsakelig av at Kværner

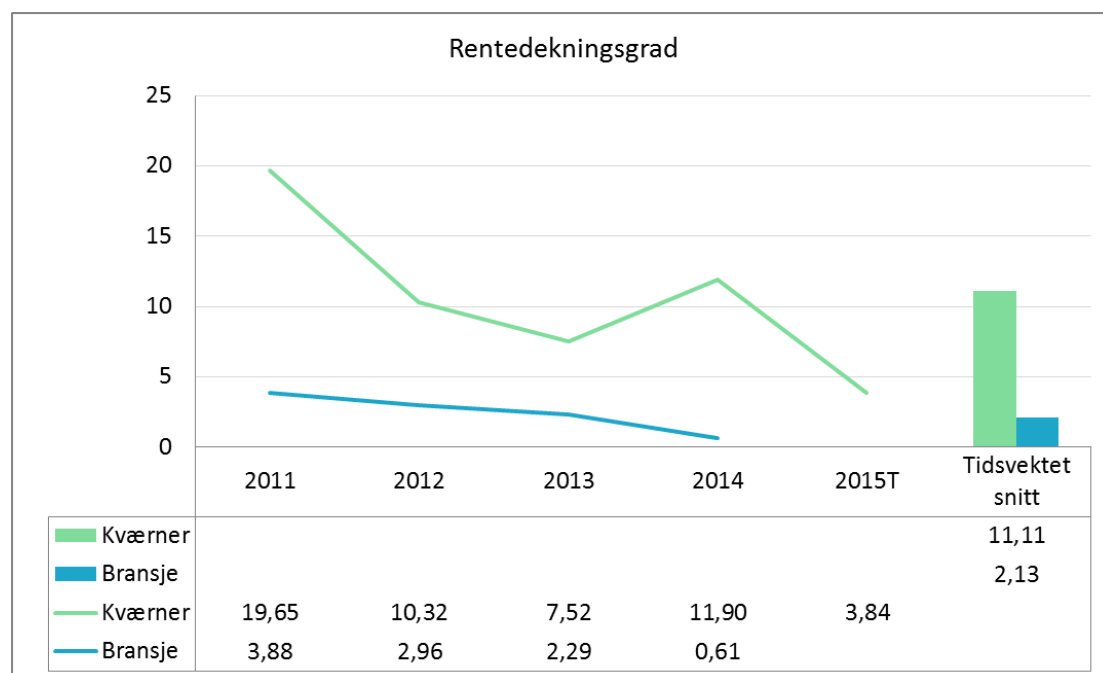
har redusert gjelden betraktelig i 2015. Bransjen har gjennomgående en høyere egenkapitalandel i alle år. Bransjen ser derimot en negativ trend etter 2012. Mye av grunnen til at bransjen har en høy egenkapitalandel er knyttet til finansieringsstrukturen til Hyundai. De har en egenkapitalandel på rett i underkant av 50%. Siden Hyundai er det selskapet som har den største totalkapitalen, vil dette selskapet også ha den største innvirkningen på bransjegjennomsnittet.

7.2.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden er et måltall på selskapets evne til å dekke sine finansielle kostnader. Måltallet sier også noe om hvorvidt et selskap kan øke sin lønnsomhet gjennom en økt gjeldsfinansiert investeringseksponering. Dersom selskapet har en lav rentedeckningsgrad vil selskapet ikke ha midler til å dekke lånenes kostnad, og dermed ikke kunne foreta større gjeldsfinansierte investeringer. Rentedeckningsgrad er beregnet som et selskaps rentekostnad sammenlignet med selskapets netto driftsresultat. Vi beregner rentedeckningsgrad via følgende formel:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Resultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Formel 7- 3: Rentedeckningsgrad



Figur 7- 1: Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden til Kværner svinger i stor grad fra år til år. Den høyeste dekningsgraden finner vi i 2011 med en verdi på 19,65, mens rentedekningsgraden er på sitt laveste i 2015 med 3,84. Vi ser her en tydelig nedadgående tendens. Dette medfører at Kværners evne til å betjene gjeldskostnader har blitt redusert. Den samme tendensen ser vi også på bransjenivå. Vi ser at rentedekningsgraden til bransjen har falt i alle år i vår analyse. Bransjen har også en veldig lav rentedekningsgrad for alle årene. Det er Hyundai som drar ned snittet for bransjen med en rentedekningsgrad mellom 1 og 2. Petrofac er i den andre delen av skalaen med størst rentedekningsgrad.

7.2.3 Netto driftsrentabilitet

Et mål på driftens lønnsomhet er netto driftsrentabilitet. Netto driftsrentabilitet sier noe om rentabiliteten eller avkastningen til kapitalen som er bundet opp til driften. Måltallet viser forholdet mellom driftens nettoresultat og driftskapitalen. I vår regnskapsanalyse beregner vi alle inntekter som om at de inntreffer i sin helhet midt i året. Vi beregner dermed kapitalbinding som den gjennomsnittlige kapitalbindingen gjennom regnskapsåret. Rentabilitet vil analyseres videre i kapittel 9.

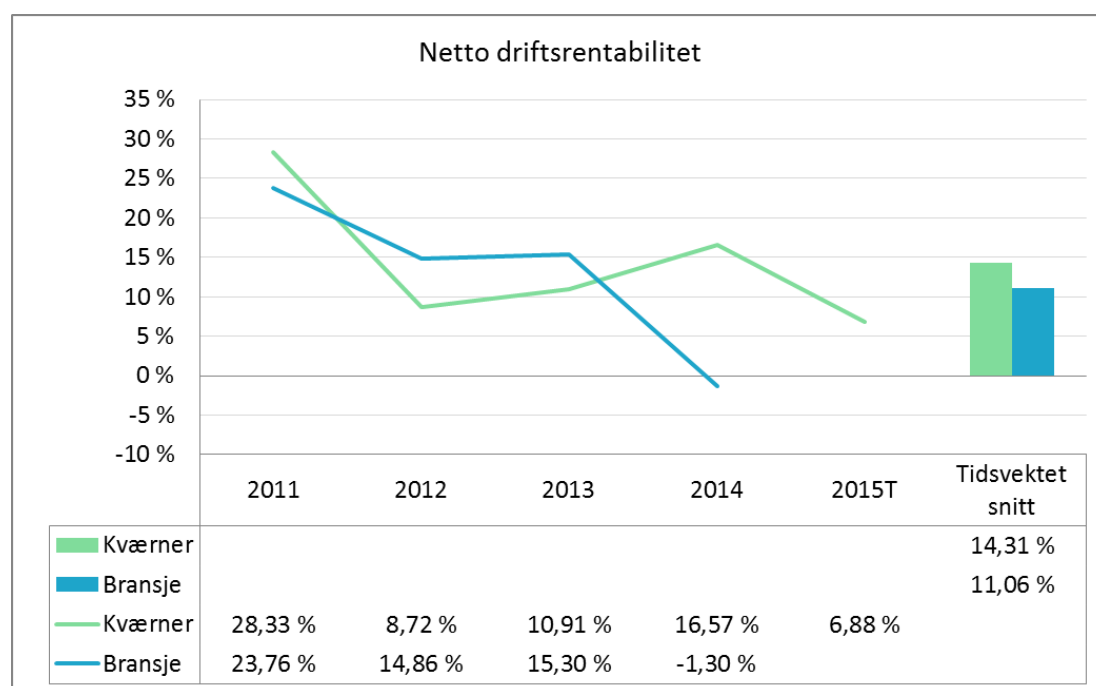
$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig kapital bundet til driften}}$$

Formel 7- 4: Driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet etter skatt		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Tidsvektet snitt
Netto driftsresultat	NDR	760	264	371	524	205	
Gjennomsnittlig NDK	NDK	2682	3027	3396	3164	2980	
Netto driftsrentabilitet etter skatt	ndr	28,33 %	8,72 %	10,91 %	16,57 %	6,88 %	14,31 %
NDK inngående	NDKIB	3533	2591	3727	3435	3418	
NDK utgående	NDKUB	2591	3727	3435	3418	2748	
Nettoresultat til NDK	NRE	760	264	371	524	205	
Gjennomsnittlig NDK	NDK	2682	3027	3396	3164	2980	
Vekting		13 %	25 %	31 %	31 %	0 %	

Tabell 7- 3: Driftsrentabilitet for Kværner

Driftsrentabiliteten til Kværner er ujevn i løpet av analyseperioden, fra en topp på 28,3% i 2011 til en bunn på 6,9% i 2015. Tidsvektet gjennomsnittet for Kværner er 14,3%, det er høyere enn for bransjen som har 11,1%. Vi ser også at bransjen har hatt en klar nedadgående trend gjennom analyseperioden. Den lave verdien for bransjen i 2014 er diktert av Hyundai som hadde et stort underskudd i dette året. Dette underskuddet skyldes i hovedsak tap innen skips-, offshore- og industrianleggsegmentet som et resultat av et kraftig inntektsfall.



Figur 7- 2: Netto driftsrentabilitet

7.3 Syntetisk rating

Formålet med forholdstallanalysen er å ende opp med en syntetisk rating for Kværner. I vår beregning av syntetisk rating benytter vi ratingbyrået Standard & Poor's retningslinjer for rating (Knivsflå, 2015 g). Standard & Poor's bruker en karakterskala på kredittrisiko som går fra AAA, som er særdeles lav risiko, til D som er ekstremt høy risiko. En karakter fra AAA til BBB blir ansett som «investment grade». Det innebærer at kredittrisikoen er så lav at finansielle institusjoner som forsikringsfond/pensjonsfond med flere kan investere i verdipapirene til de selskapene. En karakter mellom BB og C anses som høy risiko med betydelig sannsynlighet for konkurs, mens en karakter på D vil si at selskapet

i realiteten er i en konkurssituasjon. Vi benytter følgende grenseverdier i som utgangspunkt for beregning av syntetisk rating:

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad etter skatt	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,520	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,670	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 7- 4: Grenseverdier for syntetisk rating basert på Standard & Poor's (Knivflå, 2015 g)

	2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Snitt
Likviditetgrad 1	1,30	1,19	1,22	1,22	1,30	1,25
Egenkapitalprosent	35,83 %	36,35 %	32,09 %	31,48 %	42,39 %	35,63 %
Rentedekningsgrad	19,65	10,32	7,52	11,90	3,84	10,65
Netto driftsrentabilitet	28,33 %	8,72 %	10,91 %	16,57 %	6,88 %	14,28 %

	2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Snitt
Likviditetgrad 1	BBB	BB	BB	BB	BB	BB
Egenkapitalprosent	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	AAA	AA	AA	AAA	AA	AA
Netto driftsrentabilitet	AA	BBB	BBB	A	BB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB

Tabell 7- 5: Kværners gjennomsnittsrating

Vi ser ut av tabell 7-4 at Kværner scorer høyest på rentedekningsgrad og lavest på likviditetsgrad 1. Kværner får en gjennomsnittlig snittscore på BBB, som indikerer at Kværner er investment gradert. Renten som assosieres med ratingen er omtalt i kapittel 8.2.1.

8 Analyse av historisk avkastningskrav

Økonomisk teori antar at en investor vil være fornøyd med en investering dersom investeringen gir en avkastning som er over forventet avkastningskrav til investert kapital. Avkastningskravet skal kompensere for alternativkostnaden til den investerte kapitalen, samt risiko som påløper ved investering. For å sjekke om Kværner er et lønnsomt investeringstilfelle trenger vi å utlede et avkastningskrav slik at vi kan sammenligne selskapet med markedet og si om Kværner under- eller overpresterer.

I beregningen av kravet til egenkapital benyttes kapitalverdimodellen (CAPM). CAPM er en mye benyttet modell som benytter risikofri rente, beta samt markedspremie til å utlede et avkastningskrav. Til beregningen av gjeldskrav tar vi utgangspunkt i risikofri rente samt den syntetiske ratingen vi utarbeidet i kapittel 7. Dette reflekterer da prisen andre aktører krever for å investere i Kværner. Avkastningskravet til netto driftskapital (ndk) beregnes så ved å utarbeide et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og kravet til selskapets netto finansielle gjeld.

$$ndk = egenkapitalkrav * \frac{egenkapital}{netto driftskapital} + gjeldskrav * \frac{netto finansiell gjeld}{netto driftskapital}$$

Formel 8- 1: Krav til netto driftskapital (ndk)

8.1 Egenkapitalkrav

Som nevnt benytter vi kapitalverdimodellen (CAPM) som formel for beregning av avkastningskravet til egenkapitalen. En investor vil være eksponert gjennom sin investering for systematisk og usystematisk risiko. Siden investoren kan diversifisere bort den usystematiske risikoen er det kun den systematiske risikoen (markedsrisikoen) som investoren er eksponert for, og som investoren skal kompenseres for. Beta er et mål på den systematiske risikoen til bedriften. Den systematiske risikoen blir da hensynstatt gjennom beta. Kapitalverdimodellen benytter den risikofrie renten (r_f), markedets risikopremie

($MP = E(r_m) - r_f$), illikviditetspremien (I_i) og egenkapitalbetaen (β_i) som variabler til å beregne kravet til egenkapitalen. Vi må derfor utlede disse variablene.

$$E_i = r_f * (1 - s) + \beta_i(E(r_m) - r_f) + I_i$$

Formel 8- 2: CAPM

8.1.1 Risikofri rente (r_f)

En risikofri investering er en investering som har en sannsynlighet for mislighold lik null (Damodaran A., 2012 a). Blant verdipapirene som anses som risikofrie har vi vanligvis obligasjoner/verdipapirene utstedt av solide økonomier. Amerikanske statsobligasjoner anses som risikofrie i det amerikanske markedet. Siden vi analyserer et selskap basert i Norge bruker vi renten på de norske statspapirene (NIBOR) som utgangspunkt for den risikofrie renten. Vi bruker den 3-månedlige NIBOR renten som utgangspunkt (Oslo Børs, 2015 b). For året 2015 bruker vi gjennomsnittet av NIBOR 3-månedlig for månedene jan-sep. Den forventede skattesatsen til Kværner brukes i utregningen av den risikofrie renten etter skatt.

	2011	2012R	2013	2014	2015T	Snitt
NIBOR	2,88 %	2,24 %	1,75 %	1,85 %	1,34 %	2,01 %
kortsiktig KRP før skatt	0,53 %	0,53 %	0,53 %	0,53 %	0,53 %	0,53 %
Risikofri rente før skatt	2,35 %	1,71 %	1,22 %	1,32 %	0,81 %	1,48 %
Skatt	0,63 %	0,46 %	0,33 %	0,36 %	0,22 %	0,40 %
Risikofri rente etter skatt	1,71 %	1,25 %	0,89 %	0,96 %	0,59 %	1,08 %

Tabell 8- 1: Risikofri rente etter skatt

Vi ser en gradvis nedgang i den risikofrie renten. Ofte oppjusteres denne renten i verdsettelsessammenhenger, men (Damodaran A., 2015 a) anbefaler at renten holdes uendret.

8.1.2 Egenkapitalbeta (β_i)

Betaverdien er estimatet som forteller i hvilken grad Kværner fluktuerer sammen med markedet. Beta er avhengig av samvariasjonen mellom avkastningen til markedet og til Kværner relativt til volatiliteten til markedsavkastningen. Beta er således et mål på den systematiske risikoen Kværner utsettes for. En beta rundt 1

betyr at Kværner beveger seg med markedet, mens en lavere beta betyr at risikoen til Kværner er lavere enn markedet og motsatt. Betaverdien er gitt med kovariansen mellom Kværners avkastning og markedsavkastningen, dividert på variansen til markedsavkastningen.

$$\beta_i = \frac{Kov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

Formel 8- 3: Betaverdi

Det første spørsmålet som melder seg er hvordan man skal definere markedet. Markedet skal i prinsippet inneholde alle mulige eiendeler som er mulig å omsette. Det eksisterer i utgangspunktet ingen indeks som inneholder alle omsettelige aktiva. Derfor benyttes som regel godt diversifiserte indekser, som eksempelvis S&P500 og MSCI World Index, som proxyer for markedet (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Det anbefales at lokale marked ikke benyttes siden de ofte er tungt vektet inn mot få industrier. Oslo Børs er for eksempel tungt påvirket av oljeindustrien, og dermed ikke tilstrekkelig diversifisert for å gi korrekte estimater. Dette fordi vi ønsker å analysere Kværners sensitivitet til markedet og ikke til en enkelt industri.

Utrekning av betaverdier for et enkelt selskap er en svært upresis øvelse, da ulike tidshorisonter og intervaller for utregning kan ha stor innvirkning på betaestimatet. Det er derfor enkelt å undervurdere eller overvurdere estimatene. For å forbedre presisjonen i utregning av beta velger vi å heller ta utgangspunkt i en industribeta. Tanken bak dette er at bedrifter i samme industri står ovenfor de samme risikofaktorene. De skal dermed forventes å ha en nokså lik betaverdi. Selv om du over- eller undervurderer betaverdier for enkeltelskap vil de feilaktige estimatene nulles ut mot hverandre dersom du beregner beta for industrien som helhet (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Vi studerer derfor industriens risiko sammenlignet med markedet og ikke den selskapsspesifikke risikoen, da vi ser på alternativkostnaden til investeringen.

Vi tar i våre utregninger utgangspunkt i estimert driftsbeta for oljeserviceindustrien i Europa. Denne betaverdien henter vi ut fra Damodarans

oversikt over industribetaverdier i Europa (Damodaran A. , 2015 c). Vi benytter bransjen Damodaran har kategorisert Kværner inn i. Videre justerer vi driftsbetaen for Kværners netto finansielle gjeld for å finne et estimat for Kværners egenkapitalbeta. Formelen vi benytter til denne justeringen er vist i formel 8-4. Årsaken til at vi utfører denne justeringen er fordi høyere gearing gjør egenkapitalen mer utsatt for risiko, og øker dermed egenkapitalbeta. Vi får da følgende verdier:

Industri	Antall selskap	Driftsbeta
Oljeservice	82	0,9497

Tabell 8- 2: Industribeta (Damodaran A. , 2015 b)

$$\beta_{EK} = \beta_{drift} * \left(1 + \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}}\right)$$

Formel 8- 4: Justering av betaverdi (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010)

	2011	2012R	2013	2014	2015T
NFG/EK	0,06	0,70	0,37	0,46	0,13
Egenkapitalbeta	1,01	1,61	1,30	1,39	1,07

Tabell 8- 3: Kværners egenkapitalbeta

8.1.3 Markedspremie ($E(r_m)-r_f$)

Markedspremien er kompensasjonen utover risikofri rente en investor mottar for å påta seg risiko. Den er definert som forventet markedsavkastning ($E(r_m)$) minus risikofri rente (r_f). Det er flere meninger om hva som er korrekt markedspremie, men det er normalt å anta en fremtidig markedspremie mellom 5-7% (Zenner, Hill, Clark, & Mago, 2008). I tider med en uvanlig lav risikofri rente anbefaler (Damodaran A., 2011) å bruke en markedspremie i det øvre sjiktet, det kan argumenteres for at vi er inne i en slik periode nå. Vi velger å bruke en risikopremie på 6,0% etter skatt i beregningen av egenkapitalkravet på bakgrunn av dagens lave risikofrie rente.

8.1.4 Illikviditetspremie (I_i)

Det kan være aktuelt å legge til en illikviditetspremie på egenkapitalkravet dersom selskapets verdipapir er vanskelige å omsette. Kværner er listet på Oslo Børs, og grafen nedenfor viser at Kværner har hatt en omsetning i aksjen på over 1 MNOK nesten samtlige dager de siste 2 årene. Vi anser aksjen som likvid nok på bakgrunn av disse tallene til å ikke ilegge Kværner en illikviditetspremie.



Figur 8- 1: Aksjevolum for Kværner i tidsperioden 2011-2015 (Netfonds, 2015)

8.1.5 Kværners egenkapitalkrav

Nå som vi har alle variablene som trengs, kan vi beregne egenkapitalkravet til Kværner gjennom hele analyseperioden:

Egenkapitalkrav	2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Snitt
Risikofri rente	1,71 %	1,25 %	0,89 %	0,96 %	0,59 %	1,08 %
Egenkapitalbeta	1,01	1,61	1,30	1,39	1,07	1,28
Markedspremie	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,00 %
Egenkapitalkrav	7,75 %	10,92 %	8,68 %	9,29 %	7,02 %	8,73 %

Tabell 8- 4: Kværners egenkapitalkrav

8.2 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav (nfgk) er et vektet avkastningskrav bestående av avkastningskravet til den finansielle gjelden (fgk) og de finansielle eiendelene (fek) (Knivsflå, 2015 h). Det beregnes på denne måten:

$$nfgk = f_{gk} * \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - f_{ek} * \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}}$$

Formel 8- 5: Netto finansielt gjeldskrav etter skatt (nfgk)

8.2.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet er den avkastningen som Kværners långivere vil forvente på sine finansielle plasseringer hos Kværner, gitt den risikoen de utsettes for. Det optimale ville vært å beregne det finansielle gjeldskravet ved hjelp av forventet rente på Kværners obligasjonslån, slik at vi kan benytte oss av markedets prisede gjeldskrav. Kværner har derimot ingen utestående obligasjonslån. For å beregne kredittrisikopremien (KRP) til Kværners gjeld tar vi derfor utgangspunkt i den kredittratingen vi beregnet for selskapet i kapittel 7. Vi benytter Knivsflås oversikt over kredittrisikopremie etter skatt basert på kredittrating for å finne kredittpremien (Knivsflå, 2015 g).

Rating	Kortsiktig KRP etter skatt	Langsiktig tilleggspremie etter skatt	Langsiktig KRP etter skatt
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,010
BBB	0,010	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,040	0,004	0,044
CCC	0,079	0,004	0,083
CC	0,145	0,004	0,149
C	0,210	0,004	0,214
D	0,276	0,004	0,280

Tabell 8- 5: Anbefalt nfgk basert på syntetisk rating (Knivsflå, 2015 g)

På bakgrunn av kredittratingen som vi ga Kværner kan vi beregne gjeldskravet. Det finansielle gjeldskravet er basert på den risikofrie renten (r_f) og kredittrisikopremie (KRP) (Knivsflå, 2015 h).

$$\text{finansielt gjeldskrav etter skatt} = r_f * (1 - s) + \text{Langsiktig KRP}_{\text{etter skatt}}$$

Formel 8- 6: Finansielt gjeldskrav etter skatt

	2011	2012R	2013	2014	2015T	Snitt
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB
Langsiktig KRP etter skatt	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	3,10 %	1,74 %
Risikofri rente etter skatt	1,71 %	1,25 %	0,89 %	0,96 %	0,59 %	1,08 %
Finansielt gjeldskrav etter skatt	3,11 %	2,65 %	2,29 %	2,36 %	3,69 %	2,82 %

Tabell 8- 6: Finansielt gjeldskrav etter Krav for Kværner.

8.2.2 Finansielle eiendelkrav

Det finansielle eiendelkravet er et vektet snitt av avkastningskravene til Kværners kontantbeholdning (KON), finansielle fordringer (FOR) og finansielle investeringer. De er vektet mot de totale finansielle eiendelene (FE). Ettersom vi ikke har identifisert noen finansielle investeringer vil det leddet falle bort. Vi definerer fordringskravet til solgt virksomhet som en finansiell fordring. Vi beregner så det finansielle eiendelskravet slik:

$$\text{finansielt eiendelskrav} = r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (r_f * (1 - s) + 1\%) * \frac{FOR}{FE}$$

Formel 8- 7: Finansielt eiendelskrav etter skatt (Knivslå, 2015 h)

	2011	2012R	2013	2014	2015T	Snitt
Kontantkrav etter skatt	1,71 %	1,25 %	0,89 %	0,96 %	0,59 %	1,08 %
Kontantvekt	1,00	1,00	0,63	0,57	0,63	0,77
Fordringskrav etter skatt	2,71 %	2,25 %	1,89 %	1,96 %	1,59 %	2,08 %
Fordringsvekt	0,00	0,00	0,37	0,43	0,34	0,23
skatt	1,71 %	1,25 %	1,26 %	1,39 %	0,91 %	1,30 %

Tabell 8- 7: Finansielt eiendelskrav etter skatt

8.2.3 Kværners netto finansielle gjeldskrav

Vi har nå alt vi trenger til å beregne Kværners netto finansielle gjeldskrav etter skatt:

	2011	2012R	2013	2014	2015T	Snitt
Krav til finansiell gjeld etter skatt	3,11 %	2,65 %	2,29 %	2,36 %	3,69 %	2,82 %
Finansiell gjeldsandel	17,60	1,70	3,66	2,96	6,32	6,45
Krav til finansielle eiendeler etter skatt	1,71 %	1,25 %	1,26 %	1,39 %	0,91 %	1,30 %
Finansiell eiendelsandel	16,60	0,70	2,66	1,96	5,32	5,45
Krav til netto finansiell gjeld etter skatt	26,35 %	3,62 %	5,03 %	4,26 %	18,48 %	11,55 %

Tabell 8- 8: Kværners netto gjeldskrav etter skatt

Det netto finansielle gjeldskravet oppsummeres i tabell 8-8. Kværners netto finansielle gjeldskrav svinger mye fra år til år med en topp på 26,4% i 2011 til en bunn på 4,3% i 2014. Dette henger sammen med at den finansielle gjeldsandelen endrer seg mye fra år til år.

8.3 Netto driftskapitalkrav

På bakgrunn av tidligere analyse kan vi nå utarbeide avkastningskravet til Kværners netto driftskapital (ndk). Avkastningskravet er et gjennomsnittsnitt av avkastningskravet til den netto finansielle gjelden (nfgk) og avkastningskravet til egenkapitalen (ekk), vektet med sine relative andeler av netto driftskapital (NDK).

$$ndk = ekk * \frac{Egenkapital}{Netto driftskapital} + nfgk * \frac{Netto finansiell gjeld}{Netto driftskapital}$$

Formel 8- 8: Netto driftskrav etter skatt (ndk)

	2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Snitt
Egenkapitalkrav etter skatt	7,75 %	10,92 %	8,68 %	9,29 %	7,02 %	8,73 %
Egenkapitalandel	0,94	0,59	0,73	0,68	0,89	0,77
Krav til netto finansiell gjeld etter skatt	26,35 %	3,62 %	5,03 %	4,26 %	18,48 %	11,55 %
Netto finansiell gjeldsandel	0,06	0,41	0,27	0,32	0,11	0,23
Netto driftskapitalkrav etter skatt	8,80 %	7,92 %	7,70 %	7,70 %	8,32 %	8,09 %

Tabell 8- 9: Kværners netto driftskapitalkrav etter skatt

Vi ser at Kværners netto driftskapitalkrav varierer noe årlig. Det holder seg derimot rundt 8-9% gjennom hele analyseperioden. Vi har nå et avkastningskrav å vurdere Kværners resultatstørrelser opp mot. Dette skal vi se nærmere på i kapittel 9.

9 Analyse av strategisk rentabilitet

Ordet *rentabilitet* kan løst oversettes til å bety avkastning. Rentabilitet er avkastningen til selskapets kapital. Vi skal i dette avsnittet analysere strategisk rentabilitet. Dette er en nedbryting av rentabiliteten. Ved å gjennomføre analysen kan vi avklare hvilken del av selskapets operasjoner som skaper avkastning. Vi kan også analysere hvordan Kværner presterer i forhold til konkurrentene. Vi kan så benytte resultatene til å avdekke eventuelle strategiske fortrinn Kværner besitter, samt å få et solid fundament for å estimere utviklingen til Kværner videre. Det kan være Kværners rentabilitet er et resultat fra selskapets drift, men avkastningen kan også stamme fra selskapets finansielle virksomhet. Dette skal vi kartlegge inngående. Grunnlaget for en rentabilitetsanalyse er følgende sammenheng:

$$avkastning = \frac{\textit{normalisert nettoresultat}}{\textit{kapital}}$$

Formel 9- 1: Utregning av kapitalavkastning

Vi kan analysere avkastningen til forskjellige kapitalstørrelser som totalkapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Resultatet må da stå i stil til kapitalstørrelsen som er i nevneren. Vi beregner rentabilitetsstørrelsene våre som om at hele resultatet inntreffer midt i året. Derfor benytter vi den gjennomsnittlige kapitalbindingen som har vært gjennom året. Denne regner vi ut med følgende formel:

$$kapitalbinding = IB + \frac{UB - IB - \textit{normalisert nettoresultat}}{2}$$

Formel 9- 2: Utregning av gjennomsnittlig årlig kapitalbinding (Knivsflå, 2015 i)

Vi sammenligner deretter rentabilitetstallet med tilhørende avkastningskrav. Dette gir et mål på hvorvidt Kværner har en strategisk fordel eller en strategisk ulempe. Dersom rentabiliteten er større enn avkastningskravet har vi en strategisk fordel og omvendt. Strategisk fordel blir beregnet slik:

$$\text{strategisk fordel/ulempe} = \text{rentabilitet} - \text{avkastningskrav}$$

Formel 9- 3: Strategisk fordel/ulempe

9.1 Egenkapitalrentabilitet

Avkastningen til egenkapitalen er et måltall på hvilken avkastning en investor mottar på egenkapitalen som investoren har innskutt i selskapet. Den beregnes med netto resultat til egenkapital i teller. Dette er den delen av resultatet som tilfaller egenkapitaleierne. Vi beregner egenkapitalrentabilitet slik:

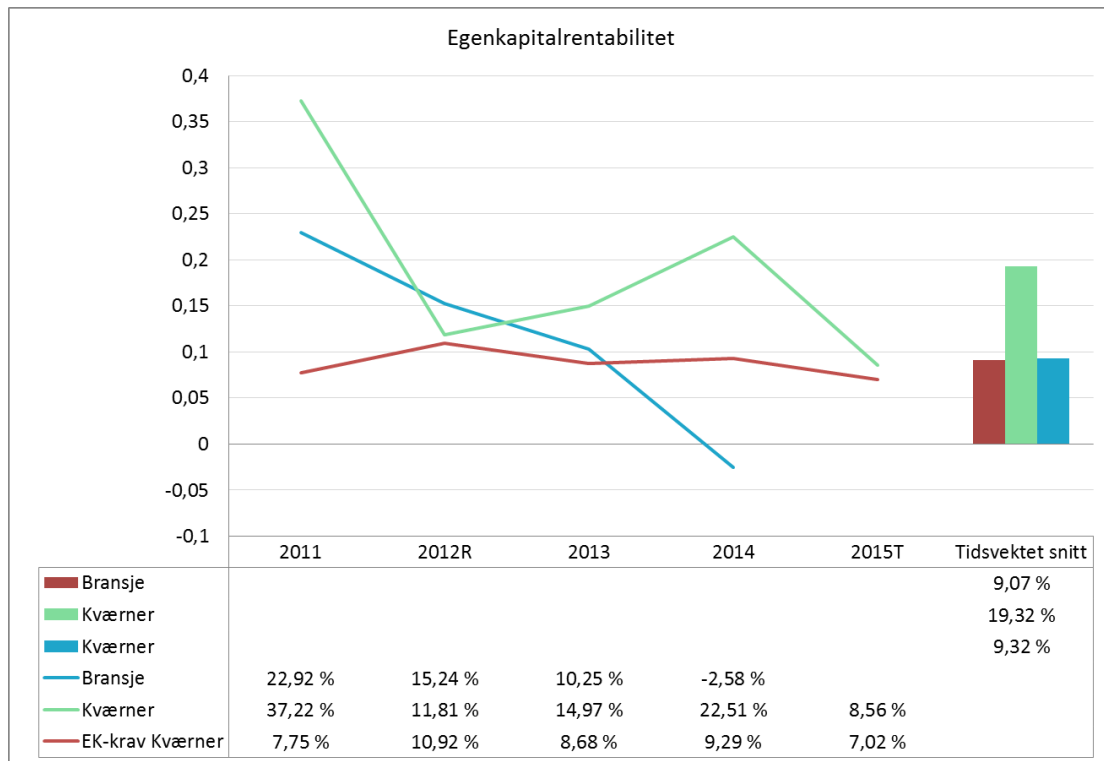
$$ekr = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapital}}{\text{Egenkapital}_{IB} + \frac{\Delta \text{Egenkapital} - \text{Nettoresultat til egenkapital}}{2}}$$

Formel 9- 4: Egenkapitalrentabilitet etter skatt (ekr)

Egenkapitalrentabilitet		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Tidsvektet snitt
Netto resultat til EK	NRE	770	259	328	491	196	
Gjennomsnittlig EK	EK	2067	2191	2189	2179	2289	
Egenkapitalrentabilitet	ekr	37,22 %	11,81 %	14,97 %	22,51 %	8,56 %	19,32 %
EK inngående	EKIB	2459	2445	2195	2511	2337	
EK utgående	EKUB	2445	2195	2511	2337	2436	
Nettoresultat til EK	NRE	770	259	328	491	196	
Gjennomsnittlig EK	EK	2067	2191	2189	2179	2289	
Vekting		13 %	25 %	31 %	31 %	0 %	

Tabell 9- 1: Kværners egenkapitalrentabilitet etter skatt

Vi ser av tabell 9-1 at Kværner har hatt en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen gjennom hele analyseperioden. Unntaket er i 2012, der Kværner lå noe under bransjegjennomsnittet. Bransjen hadde en meget lav rentabilitet i 2014, dette har sammenheng med at Hyundai hadde negativt resultat dette året som dro ned hele bransjens avkastning.



Figur 9- 1: Egenkapitalrentabilitet til Kværner og bransjen

Den strategiske rentabilitetsanalysen forteller oss at Kværner har hatt en strategisk fordel i samtlige år. Dette er svært bra, og tyder på at Kværner har en evne til å generere en strategisk fordel.

Egenkapitalfordel/ulempe		2011	2012R	2013	2014	2015T	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet	ekr	37,22 %	11,81 %	14,97 %	22,51 %	8,56 %	19,32 %
Egenkapitalkrav	ekk	7,75 %	10,92 %	8,68 %	9,29 %	7,02 %	9,32 %
Strategisk fordel/ulempe		29,47 %	0,89 %	6,29 %	13,22 %	1,54 %	10,00 %

Tabell 9- 2: Kværners strategiske fordel/ulempe

9.2 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten kan brytes videre ned i driftsfordel, finansieringsfordel og fordel fra minoritetsaksjonærer. Siden Kværner ikke har minoritetsaksjonærer tar vi ikke med denne fordelten i formel og nedbryting.

$$\text{egenkapitalrentabilitet} = \text{driftsfordel} + \text{finansieringsfordel}$$

Formel 9- 5: Egenkapitalrentabilitet nedbrutt i drift og finansiering

9.2.1 Driftsfordeler, netto driftsrentabilitet

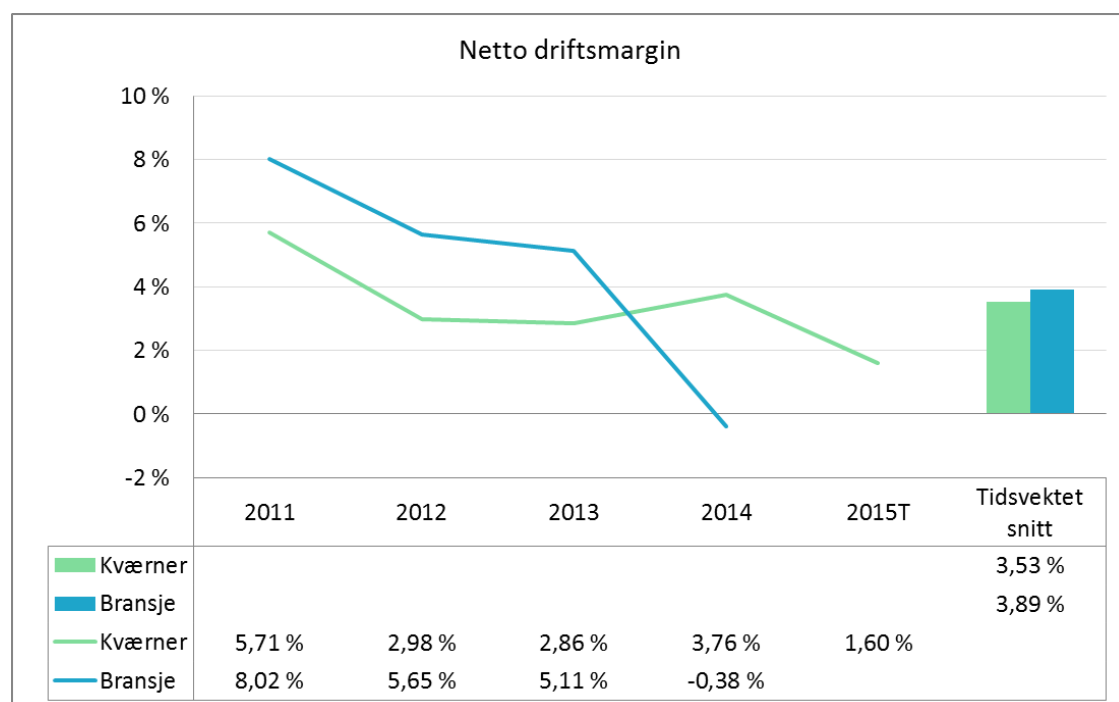
Driftsfordel vil være det samme som netto driftsrentabilitet. Ved å ta utgangspunkt i Du-Pont metoden kan netto driftsrentabilitet deles opp i netto driftsmargin og netto driftskapitalomløpshastighet:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{netto driftsresultat}}{\text{driftsinntekt}} + \frac{\text{driftsinntekt}}{\text{netto dritseiendeler}}$$

Formel 9- 6: Netto driftsrentabilitet nedbrutt i driftsmargin og omløpshastighet

9.2.1.1 Netto driftsmargin

Netto driftsmargin er et forholdstall som indikerer hvor stor del av hver tjente krone som selskapet sitter igjen med etter kostnader og skatt er trukket fra. Det er definert som netto driftsresultat delt på driftsinntekt:



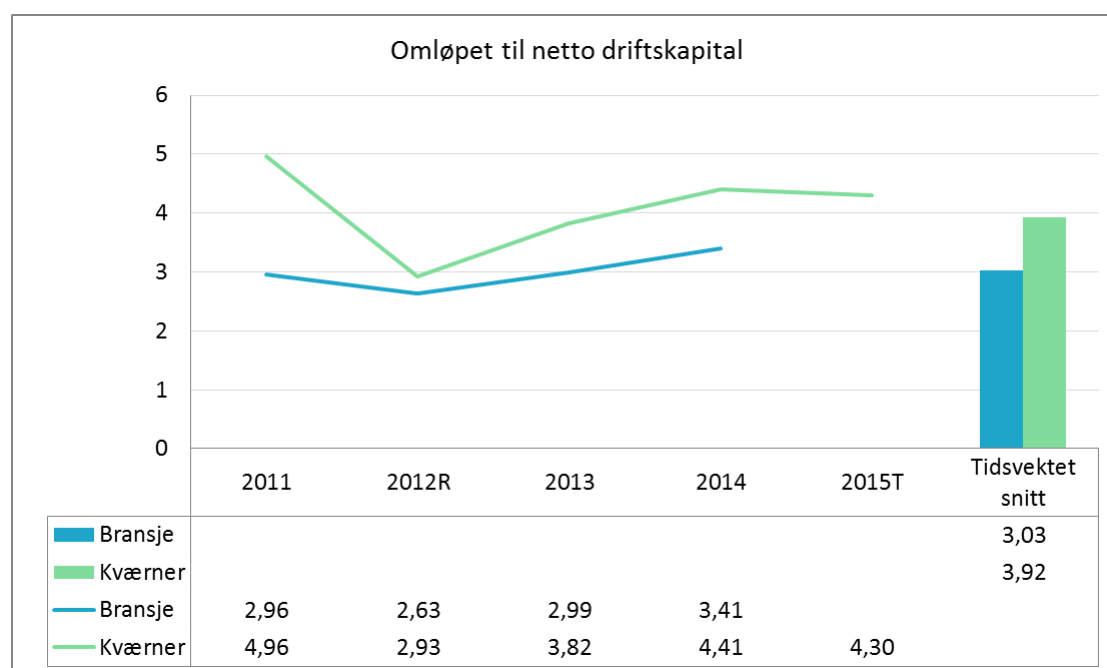
Figur 9- 2: Netto driftsmargin til Kværner og bransjen

Fra grafen kan si se at Kværner har hatt en lavere netto driftsmargin enn bransjen i alle år utenom 2014. Tidsvektet gjennomsnittet er noe lavere for Kværner enn for bransjen. Kværner har sett noe reduksjon i netto driftsmargin gjennom analyseperioden, men vi ser at bransjen har hatt ett enda større fall.

9.2.1.2 Omløpet til netto driftskapital

Forholdstallet omløpet til netto driftskapital viser i hvilken grad den investerte driftskapitalen klarer å generere driftsinntekter. En høy omløpshastighet er fordelaktig da det vil si at selskapet kan generere mye med lite kapital. En høy omløpshastighet gjør det også mulig med en god rentabilitet selv om driftsmarginen er lav.

Kværner har i alle år en høyere omløpshastighet på netto driftskapital enn bransjen, det vil si at Kværner har en bedre evne til å skape inntekter enn bransjen tatt hensyn til investert kapital. Kværner så et stort fall i omløpshastighet i 2012 men har siden hatt en positiv utvikling som gjør at selskapet nærmer seg nivået de lå på i 2011. Vi ser også en svak positiv trend på bransjenivå i løpet av analyseperioden.



Figur 9- 3: Kværner og bransjens omløpshastighet til netto driftskapital

9.2.1.3 Strategisk fordel drift

Netto driftsrentabilitet er beregnet i kapittel 7.2.3. Som nevnt hadde Kværner en netto driftsrentabilitet som var høyere enn bransjen i to av fire år, mens tidsvektet snitt var vesentlig høyere for Kværner enn for bransjen med 14,3% mot 11,1%.

Jamfør Miller og Modiglianis proposisjon er netto driftskrav for Kværner tilnærmet lik driftskravet til bransjen Kværner opererer i (Knivsflå, 2015 j). Vi kan med bakgrunn i driftskravet da se om den strategiske driftsfordelen stammer fra en ressursfordel eller en bransjefordel. Matematisk blir dette utledet slik:

$$\text{Strategisk fordel drift} = \text{netto driftsrentabilitet} - \text{netto driftskrav}$$

$$\text{Strategisk fordel drift} = \text{bransjefordel} + \text{ressursfordel}$$

$$\text{Bransjefordel} = \text{ndr}_B - \text{ndk}_B$$

$$\text{Ressursfordel} = (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndk}_B - \text{ndk})$$

Formel 9- 7: Strategisk fordel for driften

Det eksisterer en bransjefordel dersom avkastningen i bransjen (ndr_B) er høyere enn avkastningskravet (ndk). Netto driftsrentabilitet har vært høyere enn avkastningskravet i alle år foruten om 2014. Tidsvektet snitt er positivt for bransjen og bransjen må da sies å ha en bransjefordel.

Bransjefordel		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet bransje	ndr _B	23,76 %	14,86 %	15,30 %	-1,30 %		11,06 %
Netto driftsrentabilitetskrav	ndk	8,80 %	7,92 %	7,70 %	7,70 %	8,32 %	7,89 %
Bransjefordel/ulempe	sbf	14,97 %	6,94 %	7,61 %	-9,00 %	-8,32 %	3,17 %

Tabell 9- 3: Bransjefordel

En ressursfordel er til stede dersom forskjellen mellom netto driftsrentabilitet for Kværner er større enn netto driftsrentabilitet til bransjen. Kværner har en ressursfordel i 2011 mens ressursfordelen blir til en ressursulempe i 2012 og 2013. Kværner oppnår en ressursfordel i 2014, og gjennom analyseperioden har Kværner en minimal ressursulempe sett ved tidsvektet snitt.

Ressursfordel		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	ndr	28,33 %	8,72 %	10,91 %	16,57 %	6,88 %	14,31 %
Netto driftsrentabilitet bransje	ndr _B	23,76 %	14,86 %	15,30 %	-1,30 %		11,06 %
Ressursfordel/ulempe	srf	4,57 %	-6,14 %	-4,39 %	17,87 %	6,88 %	3,25 %

Tabell 9- 4: Kværners ressursfordel/ulempe

Nedbrytingen i ressursfordel og bransjefordel kan summeres opp til en strategisk fordel drift. Vi ser her samme trend som i bransje- og ressursfordel at Kværner har en strategisk driftsfordel i 2011 og 2014 og et positivt tidsvektet snitt på 6,4%.

Strategisk fordel drift		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	ndr	28,33 %	8,72 %	10,91 %	16,57 %	6,88 %	14,31 %
Netto driftsrentabilitetskrav	ndk	8,80 %	7,92 %	7,70 %	7,70 %	8,32 %	7,89 %
Driftsfordel/ulempe	sfd	19,53 %	0,80 %	3,21 %	8,87 %	-1,44 %	6,42 %

Tabell 9- 5: Kværners strategiske fordel/ulempe

9.2.2 Finansieringsfordeler

En finansiell fordel vil kunne finne sted dersom et selskap kan finansiere sin driftskapital med en rente som er lavere enn selskapets netto driftsrentabilitet (Knivslå, 2015 i).

Det første vi skal se på er netto finansiell gjeldsrente (nfgr). Den er avhengig av Kværners netto finansielle kostnad (NFK), og inntekt (NFI), samt netto finansiell gjeld (NFG). Den regnes ut via følgende formel:

$$nfgr = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG - (NFK_t - NFI_t)}{2}}$$

Formel 9-8: Netto finansiell gjeldsrente (nfgr)

Det gir følgende verdier for Kværners netto finansielle gjeldsrente:

Netto finansiell gjeldsrente		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Tidsvektet snitt
NFK-NFI		-10	5	43	34	9	
Gjennomsnittlig NFG	NFG	615	836	1207	985	692	
Netto finansiell gjeldsrente	nfgr	-1,59 %	0,63 %	3,54 %	3,42 %	1,30 %	2,14 %
NFG inngående	NFGIB	1074	146	1532	924	1081	
NFG utgående	NFGUB	146	1532	924	1081	312	
Netto finansresultat	NFR	-10	5	43	34	9	
Gjennomsnittlig NFG	NFG	615	836	1207	985	692	
Vekting		13 %	25 %	31 %	31 %	0 %	

Tabell 9- 6: Kværners netto finansielle gjeldsrente

Videre skal vi bruke dette til å finne netto finansiell gearing. Dette er et måltall som viser hvordan gjeldsfinansieringen påvirker egenkapitalrentabiliteten. Dersom avkastningen ved å benytte finansiell gjeld er høyere enn kostnaden ved å benytte dette vil det påvirke egenkapitalrentabiliteten i positiv retning. Dette er noe en bedrift kan utnytte til sin fordel ved å ta opp gjeld.

For å beregne netto finansiell gearing må vi også finne netto finansiell gjeldsgrad. Dette finnes ved hjelp av netto finansiell gjeld (NFG), netto finansiell inntekt (NFI) og kostnad (NFK), nettoresultat til egenkapitalen (NRE) samt egenkapitalen (EK). Dette finnes ved følgende utregning:

$$nfgg = \frac{NFG_{t-1} + (\Delta NFG - \frac{NFK_t - NFI_t}{2})}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Formel 9-9: Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)

Netto finansiell gearing		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitetskrav	ndr	28,33 %	8,72 %	10,91 %	16,57 %	6,88 %	
Netto finansiell gjeldsrente	nfgr	-1,59 %	0,63 %	3,54 %	3,42 %	1,30 %	
Netto rentemargin	nrm	29,92 %	8,09 %	7,37 %	13,14 %	5,57 %	
Netto finansiell gjeldsgrad	nfgg	0,30	0,38	0,55	0,45	0,30	
Netto finansiell gearing		8,89 %	3,09 %	4,06 %	5,94 %	1,69 %	5,01 %

Tabell 9- 7: Kværners netto finansielle gearing

Vi ser at netto finansiell gjeldsrente er lavere enn netto driftsrentabilitetskravet gjennom hele analyseperioden. Dette innebærer at gjeldsfinansieringen bidrar positivt til egenkapitalrentabiliteten. Vi ser også at de har en nokså lav netto finansiell gjeldsgrad gjennom hele analyseperioden. Dette gir grunnlag for en strategisk finansieringsfordel hos Kværner.

Videre kan vi bruke funnene vi har utledet til å bryte opp egenkapitalrentabiliteten, for å se hva som er driveren bak den. Dette er vist i tabell 9-8:

Egenkapitalrentabilit nedbrutt		2011	2012 ^R	2013	2014	2015 ^T	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	ndr	28,33 %	8,72 %	10,91 %	16,57 %	6,88 %	
Δ ndr og nfg	nrm	29,92 %	8,09 %	7,37 %	13,14 %	5,57 %	
Netto finansiell gjeldsgrad	nfgg	0,30	0,38	0,55	0,45	0,30	
Egenkapitalrentabilitet	ekr	37,22 %	11,81 %	14,97 %	22,51 %	8,56 %	19,32 %
Netto driftsrentabilitet	ndr	28,33 %	8,72 %	10,91 %	16,57 %	6,88 %	
Finansiell gearing		8,89 %	3,09 %	4,06 %	5,94 %	1,69 %	
Egenkapitalrentabilitet	ekr	37,22 %	11,81 %	14,97 %	22,51 %	8,56 %	19,32 %
Vekting		13 %	25 %	31 %	31 %	0 %	

Tabell 9- 8: Kværners egenkapitalrentabilitet nedbrutt

Vi ser her at egenkapitalrentabiliteten blir påvirket i positiv retning av både driften og av den finansielle gearingen. Vi ser også at Kværner jevnt over har levert en avkastning ut over avkastningskravet.

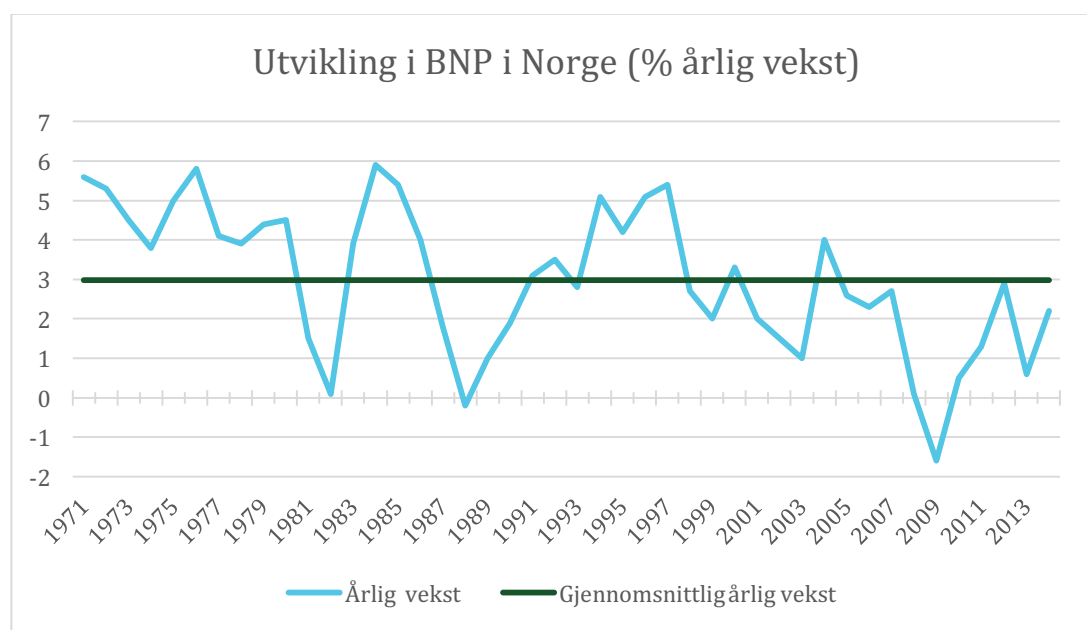
10 Fremtidsregnskap

Neste steg i vår fundamentale verdsettelse av Kværner er å benytte informasjonen fra vår regnskapsanalyse og den strategiske analysen til å utarbeide et fremtidsregnskap for Kværner. Vi skal da benytte den informasjonen vi har utarbeidet til å forsøke å budsjettere og fremskrive resultatstørrelser, balanse og kontantstrøm inn i fremtiden. Basert på denne informasjonen får vi et overblikk over forventet fremtidig inntjening, og dermed også hva egenkapitalen i Kværner er verdt.

Den første vurderingen vi må gjøre er å sette en grense for budsjetthorisonten, T. Budsjetthorisonten er det året vi går over fra detaljert framskriving av regnskapet til enkel framskriving. Når vi har nådd budsjetthorisonten antar vi en konstant vekst i de ulike størrelsene inn i fremtiden. Vi må også sette en grense for den kortsiktige budsjetthorisonten. Den kortsiktige budsjetthorisonten er den tidsperioden vi kan si noe detaljert om utviklingen av regnskapet. Mellom den langsiktige og den kortsiktige budsjetthorisonten antar vi at de ulike størrelsene vi har regnet ut konvergerer inn mot den langsiktige vekstraten i T. Den kortsiktige budsjetthorisonten vår er ut 2018. Altså i tre år etter 2015. Grunnen til at vi setter den kortsiktige budsjetthorisonten til tre år er basert på at det er så

lang tid vi vet noe om inntektene til Kværner. Dette er fordi Kværner har sikret seg kontrakter som strekker seg inn i 2018. Regnskapet vil så konvergere mot en konstant vekst etter 2022. Vi har dermed en budsjettthorisont på 7 år. Dette er en forholdsvis lang budsjettthorisont. Dette har sammenheng med at det er såpass stor usikkerhet i markedet per dags dato, at vi forventer at det er lang tid før Kværner når steady state.

For å regne ut veksten i "steady state", den langsiktige vekstraten, tar vi utgangspunkt i at Kværner vil ha noe lavere vekst enn realveksten i verdensøkonomien pluss inflasjon. Dette bygger på det faktum at en bedrift ikke kan vokse raskere enn verdensøkonomien på lang sikt og at Kværner er i en industri som er moden. Tilsvarende vil den heller ikke kunne ha en vekst lavere enn verdensøkonomien på lang sikt uten å bli slukt av dyktigere aktører i markedet. I en bransje vil dermed bedriftene konvergere mot en gjennomsnittlig likevekt (mean reverting) (Knivsflå, 2015 k). For å regne ut en steady state-vekstrate for Kværner har vi tatt utgangspunkt i den gjennomsnittlige veksten i totalt bruttonasjonalprodukt i Norge siden 1971 og lagt til Norges Banks inflasjonsmål på 2,5% (Knivsflå, 2015 k). Gjennomsnittlig vekstrate i totalt BNP i Norge har vi beregnet til å være på 3%. Dette er vist i tabellen under:



Figur 10- 1: Utvikling i BNP i Norge for årene 1971-2014 (Statistisk Sentralbyrå, 2015)

Når Kværner da når steady state forventer vi at de vil ha en årlig vekst på 4%. I det kortsiktige løpet vil veksten være avhengig av bransjemessige forhold, samt selskapets interne ressurser. For EPC-selskapene inn mot oljesektoren er det i dag en krevende situasjon med lav oljepris, høy konkurranse samt få prosjekter å konkurrere om. Dette forventes å vedvare også i de neste årene. Vi har dermed satt den kortsiktige budsjett horisonten til å være ut 2018. Etter dette er det veldig vanskelig å si noe konkret om utviklingen videre. Vi antar da at veksten videre vil konvergere mot en langsiktig vekstrate i 2023.

I en fundamental verdivurdering med utgangspunkt i fremtidsregnskapet antar vi at alle kontantstrømmer skjer i slutten av året. Altså den 31.12. Derfor skal alle rentabilitetsstørrelser beregnes på bakgrunn av inngående kapital (Knivsflå, 2015 k). Dette er i kontrast til regnskapsanalyse basert på finansregnskap. Der antas alle kontantstrømmer å inntreffe midt i året og man tar derfor utgangspunkt i gjennomsnittlig kapitalbinding i regnskapsåret. Dette er verdt å merke seg i de videre utregningene.

10.1 Driftsinntekter

Den viktigste driveren for verdier i en bedrift er driftsinntektene (DI). Derfor er det dette som blir beregnet først. De andre verdiene som skal beregnes avhenges av utviklingen i Driftsinntektene.

Det første vi beregner er hva gjennomsnittlig årlig vekst i driftsinntektene til Kværner har vært gjennom vår analyseperiode. Årlig vekst regnes ut med følgende formel:

$$Driftsinntektsvekst_t = \frac{Driftsinntekt_t - Driftsinntekt_{t-1}}{Driftsinntekt_{t-1}}$$

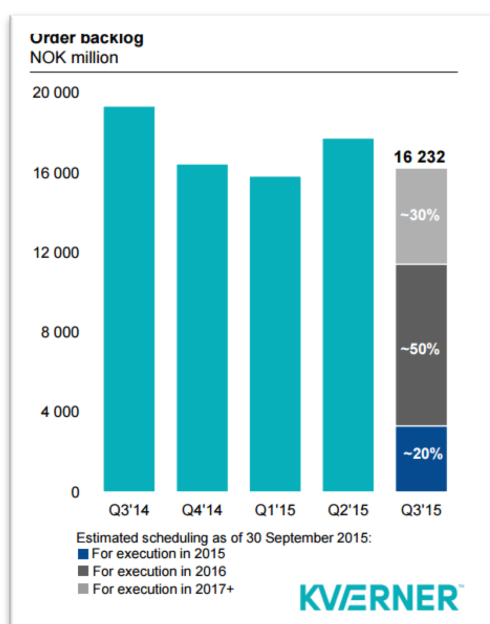
Formel 10- 1: Beregning av driftsinntekstvekst

Vekst i driftsinntekter		2 011	2012R	2 013	2 014	2015T	Tids- vektet
Beløp i MNOK							
Driftsinntekt	DI	13295	8867	12960	13945	12806	
Endring i driftsinntekt	Δ DI	86	-4428	4093	985	-1139	
Vekst	div	0,6 %	-49,9 %	31,6 %	7,1 %	-8,9 %	-0,3 %
Tidsvekting		13 %	25 %	31 %	31 %	0 %	

Tabell 10- 1: Kværners vekst i driftsinntekter i perioden 2011-2015.

Vi ser at tidsvektet gjennomsnittet i vekst i driftsinntekten ligger på -0,3%. Dette er en lav vekst. Årsaken til den lave veksten er at Kværner i denne perioden har sett økt konkurranse fra andre verft. Særlig de Koreanske verftene har vunnet mange av kontraktene Kværner har konkurrert om. Samtidig har det vært relativt få nye kontrakter på markedet i denne perioden.

For å estimere fremtidige inntekter er det viktig å kartlegge det markedet Kværner befinner seg i per dags dato. Den største utbyggingen på norsk sokkel er for øyeblikket Johan Sverdrup-utbyggingen. Her har Kværner vunnet 3 av 4 store kontrakter på stålunderstell (jackets), samt topdekket på boligmodulen. Dette medfører at Kværner vil være sikret inntekter også de neste årene. Totalt har Kværner en "order backlog" på 16,2 milliarder NOK per 3. kvartal 2015.



Figur 10- 2: Ordre backlog i MNOK (Kværner ASA, 2015 b)

Vi ser likevel at dette er en betydelig reduksjon i backlog i forhold til på samme tidspunkt i fjor. Kværner melder også om at den lave oljeprisen medfører stor usikkerhet i markedet, og dermed mindre kontrakter å konkurrere om, så vi forventer at driftsinntektene faller betydelig de neste 3 årene.

Kværner har annonsert at de kommer til å ha en overkapasitet på 250-500 personer ved utgangen av året (Kværner ASA, 2015 b). De forventer dermed

reduisert arbeidsmengde, og dermed reduserte driftsinntekter i årene fremover. Vi mener Kværner ikke vil klare å opprettholde driftsinntektene fra 2015 i 2016. Vi forventer her at driftsinntektene faller med 25%. Dette skyldes at de nye kontraktene Kværner har vunnet hovedsakelig er forholdsvis små kontrakter på understell, og at det ikke kan forventes at de vil kapre noen betydelige nye kontrakter som kan øke driftsinntektene i 2016.

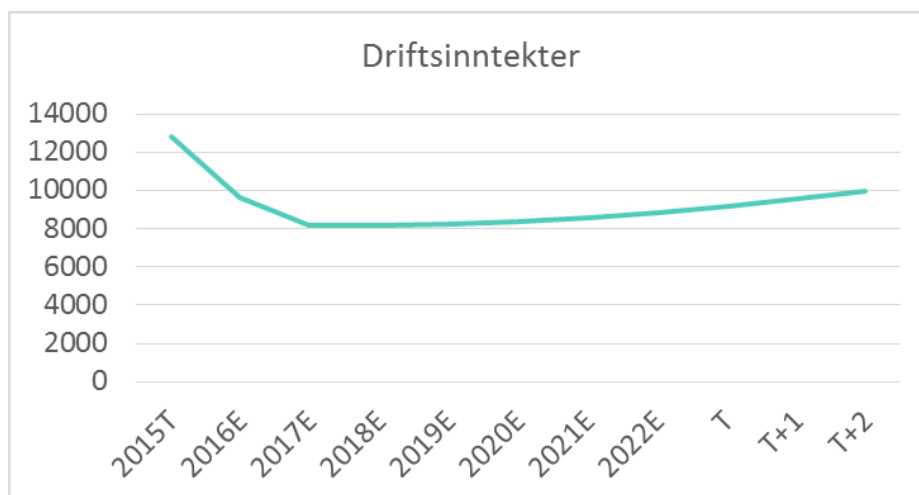
Videre forventer vi at driftsinntektene vil falle enda mer i 2017. Dette er en forlenging av den negative trenden fra 2016. Ettersom Kværner ferdigstiller eksisterende kontrakter, samtidig som de vinner få nye vil dette medføre at driftsinntektene vil falle enda mer. Her forventer vi et fall på 15% i driftsinntektene.

Etter 2017 er situasjonen veldig usikker. Vi mener at Kværner har vist at de er konkurransedyktige, også på pris, etter Johan Sverdrup-tildelingene. Derfor mener vi at de vil klare å opprettholde sin posisjon i markedet. I denne perioden er det også flere store tildelinger i markedet. Eksempelvis har investeringsbeslutningene av Johan Castberg- og Snorre 2040-utbyggingene blitt utsatt til 2017. (Statoil ASA, 2015). Vi forventer også at markedet for tjenestene Kværner leverer på sikt vil stabilisere seg, og at den store nedgangen i driftsinntekter vi så i 2016 og 2017 vil snus til en positiv trend på mellomlang sikt. Kværner besitter en unik kompetanse innen krevende utbygginger, og vil dermed stille sterkt i tildelingen av kontrakter i arktiske strøk. Vi vurderer det dermed til at Kværner vil snu den negative trenden til en positiv trend etter tildelingen av disse kontraktene. Vi har dermed vurdert det til at Kværner etter 2018 vil ha en vekst som konvergerer mot den langsiktige vekstraten vi har beregnet til 4% i løpet av årene mellom 2018 og 2023. Utviklingen i driftsinntekter har vi dermed beregnet til å være som følger:

Driftsinntekt Beløp i MNOK	2015T	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Driftsinntektsvekst	-8,9 %	-25,0 %	-15,0 %	0,0 %	0,8 %	1,6 %	2,4 %	3,2 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Driftsinntekt	12806	9604	8164	8164	8229	8361	8561	8835	9189	9556	9938

Tabell 10- 2: Driftsinntekter for Kværner i fremtidsregnskapet.

Som vi ser vil Kværner måtte forberede seg på betydelige kutt og kostnadsreduksjoner i årene fremover. Driftsinntektene vil ikke forventes å komme opp på dagens nivå i løpet av budsjettperioden. Dette ser vi også om vi illustrerer utviklingen grafisk:

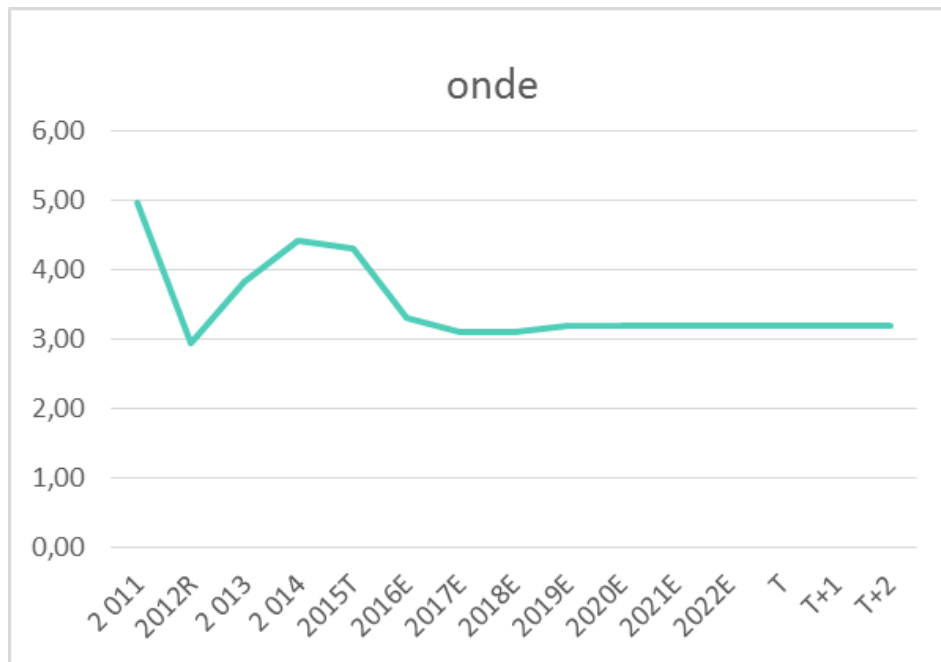


Figur 10- 3: Driftsinntekter for Kværner i fremtidsregnskapet

10.2 Netto driftseiendeler

Historisk ser vi at Kværner har hatt et omløp av netto driftseiendeler (onde) høyere enn gjennomsnittet i bransjen. Dette viser at Kværner har maktet å skape et driftsresultat per krone investert som er høyere enn konkurrentene.

I det kortsiktige bildet mener vi omløpet til netto driftseiendeler vil falle mye de neste par årene. Dette er hovedsakelig drevet av at vi forventer at driftsresultatet faller mye i denne perioden. Etter et betydelig fall mener vi det vil stabilisere seg. Da tror vi at onde vil konvergere mot bransjegjennomsnittlig onde. Vi har i vår regnskapsanalyse beregnet at gjennomsnittlig omløpshastighet for netto driftseiendeler for bransjen ligger på 3,0. Vi mener derfor at onde for Kværner vil konvergere mot bransjegjennomsnittet i steady state. Men siden Kværner har hatt et høyere onde enn bransjen i analyseperioden antar vi at de vil ligge litt over bransjen. Både historisk og fremtidig utvikling er vist i følgende figur:



Figur 10- 4: Kværners utvikling i omløpet til netto driftseiendeler (onde)

Formel for utregning av omløpet til netto driftseiendeler (onde) kan finnes i kapittel 9.2.1.2. Dette gir følgende verdier for netto driftskapital:

Netto driftskapital Beløp i MNOK	2015T	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Driftsinntekt t+1	9604	8164	8164	8229	8361	8561	8835	9189	9556	9938	10336
/ onde t+1	3,3	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
= Netto driftskapital	2748	2633	2633	2572	2613	2675	2761	2871	2986	3106	3230

Tabell 10- 3: Kværners netto driftseiendeler i fremtidsregnskapet

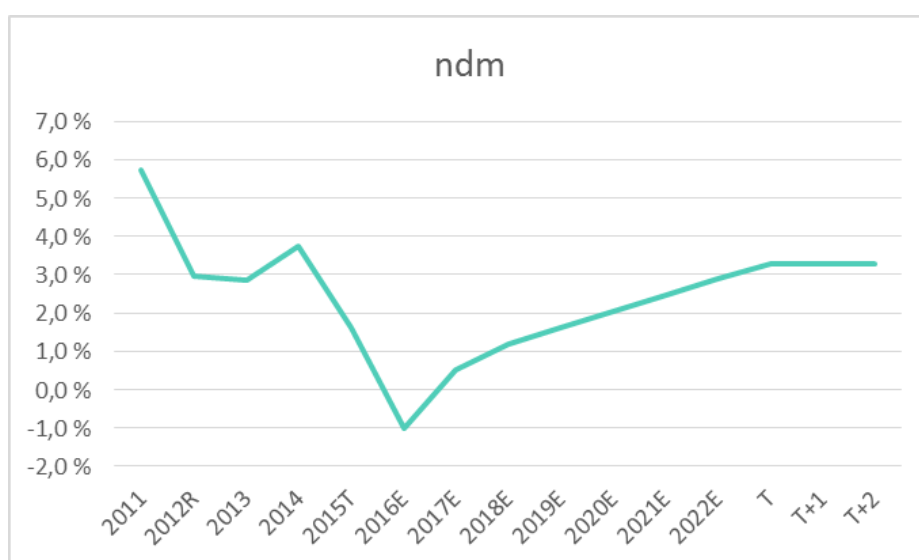
10.3 Netto driftsresultat

For å komme frem til netto driftsresultat må vi vurdere hvordan netto driftsmargin vil utvikle seg i fremtiden. Dette er avhengig av konkurransesituasjonen i bransjen, i tillegg til hvorvidt bedriften har interne ressurser som kan gi konkurransefordeler. I bransjer med høy konkurranse vil netto driftsmargin drives ned mot et bransjegjennomsnitt (Knivsflå, 2015 l). Dersom bedriften har en ressurs som gir et varig konkurransefortrinn vil driftsmarginen kunne ligge over bransjegjennomsnittet i en steady state-tilstand.

For Kværners vedkommende har konkurransen i bransjen intensivert seg etter de asiatiske verftene har kommet inn på nordsjømarkedet. Dette i seg selv medfører

at Kværner må forventes å ha en vedvarende lavere netto driftsmargin enn før de asiatiske verftene kom inn på markedet. Tidsvektet netto driftsmarginen til Kværner er på 3,5%, mens tilsvarende tall for bransjen er 3,9%. For bransjen sin del har netto driftsmargin hatt en markant nedadgående utvikling. Dette tyder på at konkurransesituasjonen har tilspisset seg i bransjen. På kort sikt forventer vi derfor at Kværners netto driftsmargin vil falle ytterligere før det stabiliserer seg og konvergerer mot et bransjegjennomsnitt.

På lang sikt mener vi at steady state-nivå for netto driftsmargin i bransjen vil ligge noe under gjennomsnittet i analyseperioden. Dette er på grunn av at økt konkurranse vil drive marginene ned, og jamfør figur 9-2 ser vi at både bransjen og Kværner har sett en negativ utvikling i driftsmarginen. Vi vurderer derfor netto driftsmargin på lang sikt til å ligge på 3,3% for bransjen, og dermed også for Kværner. Dette er noe lavere enn Kværners gjennomsnitt i analyseperioden. Utviklingen i netto driftsmargin er vist her:



Figur 10- 5: Kværners netto driftsmargin i fremtidsregnskapet

Denne utviklingen gir følgende estimat på netto driftsresultat i budsjettperioden:

Netto driftsresultat Beløp i MNOK	2015T	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Driftsinntekter	12806	9604	8164	8164	8229	8361	8561	8835	9189	9556	9938
* netto driftsmargin	1,6 %	-1,0 %	0,5 %	1,2 %	1,6 %	2,0 %	2,5 %	2,9 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
= Netto driftsresultat	205	-96	41	98	133	171	211	254	303	315	328

Tabell 10- 4: Kværners netto driftsresultat i fremtidsregnskapet

10.4 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell er gitt at differansen mellom finansielle eiendeler (FE) og finansiell gjeld (FG). Disse to størrelsene er gitt av følgende sammenhenger:

$$\text{Finansiell gjeld}_t = \text{finansiell gjeldsdel}_t \times \text{netto driftseiendeler}_t$$

$$\text{Finansielle eiendeler}_t = \text{finansiell eiendelsdel} \times \text{netto driftseiendeler}_t$$

Formel 10- 2: Finansiell gjeld og finansielle eiendeler

Vi må derfor finne mål på finansiell gjeldsdel (fgd) og finansiell eiendelsdel (fed) som andel av netto driftseiendeler (NDE) gjennom budsjettperioden.

Finansiell gjeldsdel og eiendelsdel Beløp i MNOK	2011	2012R	2013	2014	2015T
Finansiell gjeld	2564	2601	3385	3195	1973
Finansielle eiendeler	2418	1069	2461	2114	1661
Netto driftseiendeler	2591	3726	3434	3418	2748
Finansiell gjeldsdel	99,0 %	69,8 %	98,6 %	93,5 %	71,8 %
Finansiell eiendelsdel	93,3 %	28,7 %	71,7 %	61,9 %	60,4 %

Tabell 10- 5: Finansiell gjeldsdel og eiendelsdel for Kværner

Finansiell gjeldsdel har de siste årene ligget forholdsvis høyt, med en verdi på mellom 1 i 2011 og 0,7 i 2013. På sikt forventer vi at denne størrelsen vil nærme seg et mer "normalt" nivå. Et typisk nivå for denne størrelsen på de noterte selskapene på Oslo Børs er omtrentlig 0,5. Vi forventer derfor at finansiell gjeldsdel vil konvergere mot denne andelen på lang sikt.

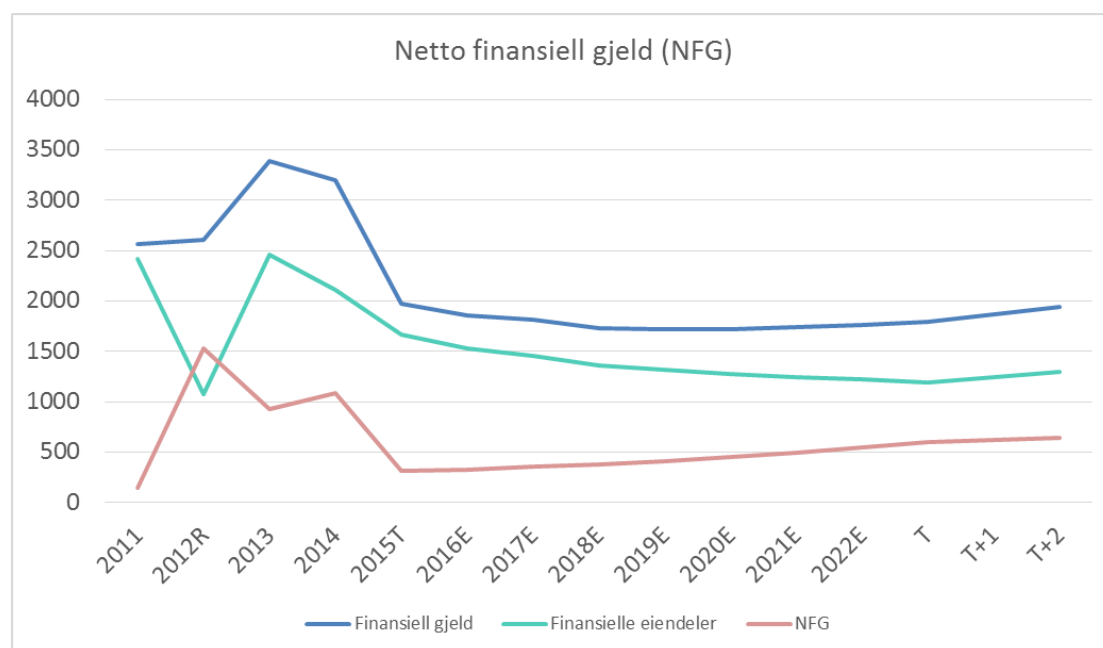
Finansiell eiendelsdel har også ligget ganske høyt for Kværner gjennom hele analyseperioden. Denne størrelsen har også hatt store svingninger med verdier mellom 1 og 0,3. Et normalt nivå for denne størrelsen er rundt 20% (Knivsflå, 2015 l). Dette tyder på at Kværner har betydelig overskuddslikviditet som de kan kvitte seg med. Nå skal det likevel nevnes at vi har regnet hele kontantbeholdningen som en finansiell eiendel. Da noe av kontantbeholdningen også er driftsrelatert vil vi få et feilaktig høy finansiell eiendelsdel. Vi kommer til å regne kontantbeholdning som en finansiell eiendel også i fremtiden og velger derfor å legge steady state-nivået på denne størrelsen være noe over 20%. Vi

mener derfor at denne størrelsen vil konvergere mot 40% på lang sikt. Dette gir følgende beregninger for netto finansiell gjeld:

Netto finansiell gjeld Beløp i MNOK	2015T	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	2748	2633	2633	2572	2613	2675	2761	2871	2986	3106	3230
Finansiell gjeldsdel	72 %	70 %	69 %	67 %	66 %	64 %	63 %	61 %	60 %	60 %	60 %
Finansiell gjeld	1973	1852	1813	1733	1722	1724	1738	1765	1792	1863	1938
Finansiell eiendelsdel	60 %	58 %	55 %	53 %	50 %	48 %	45 %	43 %	40 %	40 %	40 %
Finansielle eiendeler	1661	1524	1457	1357	1312	1275	1246	1222	1195	1242	1292
Netto finansiell gjeld	312	327	356	375	410	448	493	543	597	621	646

Tabell 10- 6: Netto finansiell gjeld for Kværner i fremtidsregnskapet

Det gir følgende utvikling:



Figur 10- 6: Netto finansiell gjeld for Kværner

10.5 Netto finansiell kostnad

For å regne ut netto finansiell kostnad må vi først beregne netto finanskostnader og netto finansinntekter. Da må vi finne et mål på finansiell gjeldsrente (fgr) og finansiell eiendelsrente (fer). Vi antar at finansiell gjeldsrente tilsvarende finansielt gjeldskrav ($fgr = fgk$), og tilsvarende at finansiell eiendelsrente tilsvarende finansielt eiendelskrav ($fer = fek$) (Knivsflå, 2015 I).

For å finne finansiell gjeldsrente må vi først finne et estimat for risikofri rente, r_f etter skatt. Vi må da utarbeide en prediksjon for 3-månder NIBOR-rente på lang sikt, altså i punkt T. Måten vi beregner denne på er via følgende formel (Knivsflå, 2015 m):

$$NIBOR_T = \frac{2}{3} \times (\text{Gj. snittlig Nibor 97} - 15) + \frac{1}{3} \times (\text{10årig statsobligasjonsrente i dag})$$

Formel 10- 3: Beregning av fremtidig risikofri rente

Vi har funnet gjennomsnittlig 3-månedlig NIBOR til å være på 3,9% (Norges Bank, 2015 a). Renten på 10-årig statsobligasjon i Norge er på 1,7% per 4.11.2015 (Norges Bank, 2015 b). Dette gir:

$$NIBOR_T = \frac{2}{3} \times 3,9\% + \frac{1}{3} \times 1,7\% = 3,2\%$$

Formel 10- 4: Beregning av fremtidig risikofri rente

Vi antar en lineær utvikling fra dagens NIBOR 3M på 1,1% (4.11.2015) til tidshorisonten T. Dette gir følgende estimater for risikofri rente:

Estimat risikofri rente	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
NIBOR 3M	1,1 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
Kort krp bank før skatt	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
rf før skatt	0,6 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %	2,1 %	2,4 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
25% skatt	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
rf etter skatt	0,5 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %	1,4 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %

Tabell 10- 7: Risikofri rente (rf) etter skatt

I utregningen av Kværner antar vi at Kværner i fremtiden vil fortsette å ha samme kredittrating som i 2015, BB. Vi beregner derfor finansielt gjeldskrav med en kreditrisikopremie på 3,1%.

Krav finansiell gjeld	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Syntetisk rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Risikofri rente e.skatt	0,5 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %	1,4 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Kreditrisikopremie	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
Krav finansiell gjeld	3,6 %	3,8 %	4,0 %	4,2 %	4,5 %	4,7 %	4,9 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %

Tabell 10- 8: Finansielt gjeldskrav (fgk) for Kværner

Videre må vi beregne forventet finansielt eiendelskrav. Vi benytter i utregningene vektingen fra 2015 for hele perioden:

Krav finansielle eiendeler	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Kontantkrav	0,5 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %	1,4 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Kontantvekt	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
Fordringskrav	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
Fordringsvekt	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34
Krav finansielle eiendeler	1,3 %	1,5 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %

Tabell 10- 9: Finansielt eiendelskrav (fek) for Kværner

For å beregne netto finanskostnad (NFK) og netto finansinntekt (NFI) benytter vi inngående balanser for finansielle eiendeler (FE) og finansiell gjeld (FG). Vi beregner da følgende sammenhenger:

$$NFK_t = fgr_t \times FG_{t-1}$$

$$NFI_t = fgr_t \times FE_{t-1}$$

Formel 10- 5: Beregning av netto finanskostnader og netto finansinntekter

Dette gir følgende verdier for netto finansiell kostnad:

Netto finansiell kostnad Beløp i MNOK	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Finansiell gjeld t-1	1973	1852	1813	1733	1722	1724	1738	1765	1792	1863
Finansielt gjeldskrav	3,6 %	3,8 %	4,0 %	4,2 %	4,5 %	4,7 %	4,9 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %
Netto finanskostnad	70	70	73	73	77	81	85	90	92	96
Finansielle eiendeler t-1	1661	1524	1457	1357	1312	1275	1246	1222	1195	1242
Finansielt eiendelskrav	1,3 %	1,5 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
Netto finansinntekt	22	23	24	24	25	26	27	28	28	29
Netto finansiell kostnad	48	47	49	49	52	55	58	62	64	67

Tabell 10- 10: Kværners netto finansielle kostnad

10.6 Balanse, resultatregnskap og kontantstrøm

Det første vi må gjøre er å beregne egenkapitalverdien for hvert av årene i fremtidsregnskapet. Denne størrelsen er beregnet som en restverdi basert på sysselsatt kapital og finansiell gjeld. Sysselsatt kapital finnes ved å beregne sysselsatte eiendeler. Vi beregner så endringen i egenkapital for hvert av årene. Utregningen er vist i tabellen under:

Sysselsatt kapital Beløp i MNOK	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	2633	2633	2572	2613	2675	2761	2871	2986	3106	3230
Finansielle eiendeler	1524	1457	1357	1312	1275	1246	1222	1195	1242	1292
Sysselsatte eiendeler	4158	4091	3929	3925	3951	4006	4093	4181	4348	4522
Egenkapital	2306	2277	2196	2203	2227	2268	2328	2389	2485	2584
Finansiell gjeld	1852	1813	1733	1722	1724	1738	1765	1792	1863	1938
Sysselsatt kapital	4158	4091	3929	3925	3951	4006	4093	4181	4348	4522
Endring egenkapital	-130	-28	-81	7	24	41	60	61	96	99
Netto driftskapital	2633	2633	2572	2613	2675	2761	2871	2986	3106	3230

Tabell 10- 11: Sysselsatt kapital for Kværner

Vi har nå alle størrelsene vi trenger til å lage et fremtidsresultat. Vi kan estimere netto betalt utbytte som et residual ved å trekke endringen i egenkapital fra fullstendig nettoresultat. Vi får da følgende fremtidsresultat:

Fremtidsresultat Beløp i MNOK	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Driftsinntekt	9604	8164	8164	8229	8361	8561	8835	9189	9556	9938
<i>netto driftsmargin</i>	<i>-1,0 %</i>	<i>0,5 %</i>	<i>1,2 %</i>	<i>1,6 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>3,3 %</i>
Netto driftsresultat	-96	41	98	133	171	211	254	303	315	328
Netto finansinntekt	22	23	24	24	25	26	27	28	28	29
Nettoresultat til SSK	-74	63	122	157	196	237	282	332	343	357
Netto finanskostnader	-70	-70	-73	-73	-77	-81	-85	-90	-92	-96
Netto resultat til egenkapital	-144	-7	49	84	119	156	197	241	251	261
Unormalt driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat	-144	-7	49	84	119	156	197	241	251	261
Netto utbetalt utbytte (NBU)	-14	22	130	77	95	115	137	180	156	162
Endring i egenkapital	-130	-28	-81	7	24	41	60	61	96	99

Tabell 10- 12: Kværners fremtidsresultat

Endringen i netto utbetalt utbytte skal tilsvare fri kontantstrøm til egenkapitalen. Vi setter derfor opp en kontantstrømoppstilling for å kontrollere dette.

Fremtidig kontantstrøm Beløp i MNOK		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Normalt driftsresultat	NDR	-96	41	98	133	171	211	254	303	315	328
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Økning i netto driftseiendeler	ΔNDE	-115	0	-62	41	63	86	110	115	119	124
Fri kontantstrøm fra drift	FKD	19	41	160	92	108	125	144	188	196	204
Netto finansinntekter	NFI	22	23	24	24	25	26	27	28	28	29
Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	-137	-67	-100	-45	-37	-30	-24	-27	48	50
Fri kontantstrøm til SSK	FKSK	177	131	283	161	170	181	195	244	176	183
Netto finanskostnader	NFK	-70	-70	-73	-73	-77	-81	-85	-90	-92	-96
Endring finansiell gjeld	ΔFG	-121	-39	-81	-11	2	14	27	27	72	75
Fri kontantstrøm til egenkapital	FKEK	-14	22	130	77	95	115	137	180	156	162

Tabell 10- 13: Fremtidig kontantstrøm for Kværner

Vi ser at vi får $FKEK = NBU$. Videre ser vi at Kværner har en negativ kontantstrøm til egenkapitalen i 2016 Dette står i kontrast til tidligere år der Kværner har betalt ut betydelig utbytte hvert år. Vi ser også at utbytteutbetalingene snur til å bli positive i tidshorisonten, og at behovet for kapitalinnskudd er på et mye lavere nivå enn utbytteutbetalingene tidligere år.

10.7 Avkastningskrav

For å beregne verdien av Kværner må vi fremskrive avkastningskravene til Kværner inn i fremtiden. For å beregne egenkapitalkravet trenger vi et estimat på fremtidig risikofri rente, beta samt markedets risikopremie. Estimat på fremtidig risikofri rente er foretatt ved beregning av netto finansiell kostnad i kapittel 10.5. Resultatet er gjengitt her:

Estimat risikofri rente	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
NIBOR 3M	1,1 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
Kort krp bank før skatt	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
rf før skatt	0,6 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %	2,1 %	2,4 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
25% skatt	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
rf etter skatt	0,5 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %	1,4 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %

Tabell 10- 14: Risikofri rente for Kværner

Videre må vi beregne markedets risikopremie (MP). Gjennomsnittlig risikopremie på Oslo Børs mellom 1958 og 2004 er på 5,5% (Kinserdal, 2015). Den varierer derimot med sykluser i markedet. Når markedet er usikkert og renten er lav vil risikopremien normalt ligge noe over normalnivået. Vi vil derfor benytte en markedsrisikopremie på 6% i vår beregning. Se kapittel 8.1 for fremgangsmåten vi bruker for å beregne egenkapitalkravet. Det er kun resultatene for fremtidsregnskapet som vises her.

Egenkapitalbeta	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Egenkapitalbeta	1,08	1,10	1,11	1,13	1,14	1,16	1,17	1,19	1,19	1,19
NDK/EK	0,14	0,16	0,17	0,19	0,20	0,22	0,23	0,25	0,25	0,25

Tabell 10- 15: Egenkapitalbeta for Kværner

Krav til egenkapital	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Risikofri rente	0,5 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %	1,4 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Egenkapitalbeta	1,08	1,10	1,11	1,13	1,14	1,16	1,17	1,19	1,19	1,19
Markedsrisikopremie	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Egenkapitalkrav (ekk)	6,96 %	7,26 %	7,57 %	7,88 %	8,20 %	8,51 %	8,83 %	9,15 %	9,15 %	9,15 %

Tabell 10- 16: Kravet til Kværners egenkapital

Videre må vi beregne krav til netto finansiell gjeld (nfgk). Fremgangsmåte for beregning kan sees i kapittel 8.2. Utrekningene gir følgende resultater:

Netto finansielt gjeldskrav	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Krav til finansiell gjeld	3,6 %	3,8 %	4,0 %	4,2 %	4,5 %	4,7 %	4,9 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %
<i>FG/NFG</i>	5,7	5,1	4,6	4,2	3,8	3,5	3,2	3,0	3,0	3,0
Krav til finansielle eiendeler	1,3 %	1,5 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
<i>FE/NFG</i>	4,7	4,1	3,6	3,2	2,8	2,5	2,2	2,0	2,0	2,0
Krav til netto finansiell gjeld	13,9 %	13,2 %	12,6 %	12,1 %	11,7 %	11,3 %	11,0 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %

Tabell 10- 17: Kværners netto finansielle gjeldskrav

Vi kan nå finne avkastningskravet til netto driftskapital (ndk). Fremgangsmåte for beregning av kravet til netto driftskapital kan sees i kapitel 8-3. Beregningen gir følgende verdier på avkastningskrav til netto driftskapital:

Krav til netto driftskapital	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1	T+2
Krav til egenkapital	6,96 %	7,26 %	7,57 %	7,88 %	8,20 %	8,51 %	8,83 %	9,15 %	9,15 %	9,15 %
<i>EK/NDK</i>	0,86	0,84	0,83	0,81	0,80	0,78	0,77	0,75	0,75	0,75
Krav til netto finansiell gjeld	13,9 %	13,2 %	12,6 %	12,1 %	11,7 %	11,3 %	11,0 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %
<i>NFG/NDK</i>	0,12	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	0,19	0,20	0,20	0,20
Krav til netto driftskapital	7,7 %	7,9 %	8,1 %	8,3 %	8,5 %	8,7 %	8,9 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %

Tabell 10- 18: Krav til Kværners netto driftskapital

Vi har nå alle størrelser vi trenger for å utføre den fundamentale verdsettelsen av Kværner.

11 Verdssettelse av Kværner

Vi skal i dette kapitlet finne en verdi på egenkapitalen til Kværner. Ved å finne denne kan vi også beregne vårt estimat på verdien på en Kværner-aksje. Den estimerte verdien kan vi så sammenligne med markedsverdi av aksjen for å komme frem til en handlingsstrategi for en egenkapitalinvestor.

11.1 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen tar utgangspunkt i fremtidsregnskapet og de fremtidige avkastningskravene vi utledet i kapittel 10. Disse størrelsene er igjen dannet på bakgrunn av våre tidligere analyser av regnskap, bransje, makroøkonomiske størrelser samt Kværners ressurser og posisjon i markedet.

For å beregne verdien av egenkapital skal vi benytte to metoder for verdsettelse, henholdsvis egenkapital- og selskapskapital-metoden. Egenkapitalmetoden beregner verdien av egenkapitalen direkte. Selskapskapitalmetoden beregner egenkapitalen indirekte ved å først finne en verdi av selskapet (enterprise value). Ved å trekke verdi av netto finansiell gjeld fra enterprise value får vi verdien av egenkapitalen. Vi kan innenfor begge metodene benytte flere modeller for å beregne verdien, men vi skal fokusere på to modeller basert på henholdsvis fri kontantstrøm og superprofitt. Disse skal gi samme verdi dersom alle utregninger er gjort korrekt. Superprofittmodellen er dermed hovedsakelig benyttet for å kontrollere at utregningene våre er korrekte. Grunnen til at vi benytter flere modeller som i prinsippet skal gi samme svar er for å kontrollere at det ikke er gjort feil i tidligere utregninger.

Vi vil i alle modeller først beregne nåverdien av resultatet i budsjettperioden, for så å benytte Gordons formel for evig vekst i terminalleddet. For alle modeller er veksten i terminalleddet satt til 4%. Dette er argumentert for i kapittel 10.

11.1.1 Egenkapitalmetoden

Vi skal nå beregne verdien av egenkapitalen direkte med fri kontantstrømmodellen samt superprofittmodellen. Det er egenkapitalen vi fokuserer på i disse beregningene, derfor benytter vi avkastningskravet til egenkapitalen (ek) som diskonteringsrente.

11.1.1.1 Fri kontantstrømmodellen

I denne modellen beregner vi egenkapitalverdien ved å benytte følgende formel:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Fri kontantstrøm til EK}_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{\text{Fri kontantstrøm til EK}_{T+1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ek_{T+1} - ekv)}$$

Formel 11- 1: Verdi av egenkapital med fri kontantstrømmodellen (Knivsfå, 2015 n)

Første leddet i denne formelen er nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapital i budsjettperioden. Det andre leddet er den diskonterte nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapital i terminalleddet med konstant vekst tilsvarende ekv. I våre utregninger tilsvarende fri kontantstrøm til egenkapital utbytteutbetalingene til selskapet. Denne modellen er derfor i vårt tilfelle ekvivalent med diskontert dividende-modellen. Verdien av egenkapitalen er nåverdien av fremtidig avkastning på egenkapitalen. Ved å dividere dette på antall aksjer får vi da verdien per aksje.

Fri kontantstrøm til egenkapital Beløp i MNOK	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1
Fri kontantstrøm til egenkapital		-14	22	130	77	95	115	137	180	156
Egenkapitalkrav (ek)		7,0 %	7,3 %	7,6 %	7,9 %	8,2 %	8,5 %	8,8 %	9,1 %	9,1 %
Diskonteringsfaktor		1,070	1,147	1,234	1,331	1,441	1,563	1,701	1,857	
Nåverdi	487	- 13	19	106	58	66	73	80	97	
Nåverdi terminalledd	1630									1630
Verdi av egenkapital	2 116								ekv T+1	4,0 %
Antall aksjer (i millioner)	269									
Verdi per aksje	7,87									

Tabell 11- 1: Kværners verdi per aksje beregnet ved fri kontantstrøm til EK

Denne modellen gir en aksjeverdi på 7,87 NOK.

11.1.1.2 Superprofitt til egenkapital-modellen

I denne modellen beregner vi verdien av egenkapital ved å ta balanseført verdi av egenkapitalen i dag, og legge til superprofitt til egenkapitalen i fremtidige år. Ved konstante forutsetninger vil denne modellen gi samme svar som fri kontantstrøm til egenkapitalen. Vi kontrollerer dermed svaret fra fri kontantstrømmodellen med å beregne superprofitt. Verdt å merke seg er at egenkapitalrentabiliteten (ekr) er beregnet på inngående egenkapital. Modellen er formulert slik:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T EK_0 + \frac{(ekr_t - ekk_t) \times EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr_{T+1} - ekk_{T+1}) \times EK_T}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t) \times (ek_{T+1} - ekv)}$$

Formel 11- 2: Verdi av egenkapitalen med superprofitt-modellen (Knivsflå, 2015 n)

Superprofittmodellen Beløp i MNOK	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1
Netto resultat til egenkapital		-144	-7	49	84	119	156	197	241	251
Egenkapitalkrav (ekk)		7,0 %	7,3 %	7,6 %	7,9 %	8,2 %	8,5 %	8,8 %	9,1 %	9,1 %
Diskonteringsfaktor		1,070	1,147	1,234	1,331	1,441	1,563	1,701	1,857	
Inngående egenkapital		2436	2306	2277	2196	2203	2227	2268	2328	2389
Egenkapitalrentabilitet (ekr)		-5,9 %	-0,3 %	2,2 %	3,8 %	5,4 %	7,0 %	8,7 %	10,4 %	10,5 %
Superprofitt til egenkapital		-313	-174	-123	-89	-62	-33	-4	28	33
Nåverdi av superprofitt	-663	-293	-152	-100	-67	-43	-21	-2	15	
Nåverdi terminalledd	343									343
Egenkapital per 31.12.2015	2436								ekv T+1	4,0 %
Verdi av egenkapital	2 116									
Antall aksjer (i millioner)	269									
Verdi per aksje	7,87									

Tabell 11- 2: Kværners verdi per aksje beregnet superprofittmodellen

De to egenkapitalmodellene gir samme svar. Dette underbygger beregningene ved fri kontantstrøm-modellen.

11.1.2 Selskapskapitalmetoden

I selskapskapitalmetoden finner vi først netto driftskapital som er summen av egenkapital og netto finansiell gjeld (NFG). Egenkapital finnes så ved å trekke NFG fra netto driftskapital. Da vi ved å benytte denne metoden fokuserer på netto driftskapital må vi benytte avkastningskravet til netto driftskapital (ndk) som diskonteringsrente. Tilsvarende som for egenkapitalmetoden skal vi også her beregne egenkapital ved å benytte både fri kontantstrøm til netto driftskapital- og superprofitt til netto driftskapital-modellen til å finne Kværners aksjeverdi. Veksten i netto driftskapital (ndv) er også her satt til 4,0% i terminalleddet.

11.1.1.1 Fri kontantstrøm til netto driftskapital-modellen

Denne modellen er nesten helt ekvivalent med den tilsvarende modellen for egenkapitalmetoden. Forskjellen er at vi her benytter fri kontantstrøm til netto driftskapital (FKD) for å finne et mål på netto driftskapital. Vi benytter følgende modell:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Fri kontantstrøm til } NDK_t}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_t)} + \frac{\text{Fri kontantstrøm til } NDK_{T+1}}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_t) \times (ndk_{T+1} - ndv)} - NFG_0$$

Formel 11-3: Verdi av egenkapital med fri kontantstrøm til netto driftskapital (Knivsfå, 2015 o)

Fri kontantstrøm til NDK Beløp i MNOK	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1
Fri kontantstrøm fra drift		19	41	160	92	108	125	144	188	196
Krav til netto driftskapital (ndk)		7,3 %	7,9 %	8,1 %	8,3 %	8,5 %	8,7 %	8,9 %	9,0 %	9,0 %
Diskonteringsfaktor		1,073	1,157	1,251	1,355	1,471	1,598	1,740	1,897	
Nåverdi	582	17	35	128	68	73	78	83	99	
Nåverdi terminalledd	2064									2064
Nåverdi av netto driftskapital	2 645									ndv T+: 4,0 %
Netto finansiell gjeld 31.12.2015	312									
Verdi av egenkapital	2 333									
Antall aksjer (i millioner)	269									
Verdi per aksje	8,67									

Tabell 11- 3: Kværners aksjeverdi beregnet med fri kontantstrøm til netto driftskapital

Denne metoden gir en aksjeverdi på 8,67 NOK.

11.1.1.2 Superprofitt til netto driftskapital-modellen

Denne modellen er også ekvivalent med tilsvarende modell for egenkapitalmetoden. Forskjellen er her at vi ser på superprofitt til netto driftskapital i stedet for til egenkapital, og trekker fra netto finansiell gjeld for å finne verdien av egenkapitalen. Vi benytter følgende formel i utregningene:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T EK_0 + \frac{(ndr_t - ndk_t) \times NDK_{t-1}}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr_{T+1} - ndk_{T+1}) \times NDK_T}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_t) \times (ndk_{T+1} - ndv)} - NFG_0$$

Formel 11-4: Beregning av egenkapital med superprofitt til netto driftskapital (Knivsfå, 2015 o)

Superprofittmodellen		2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	T	T+1
Beløp i MNOK											
Netto driftsresultat			-96	41	98	133	171	211	254	303	315
Krav til netto driftskapital (ndk)			7,3 %	7,9 %	8,1 %	8,3 %	8,5 %	8,7 %	8,9 %	9,0 %	9,0 %
Diskonteringsfaktor			1,073	1,157	1,251	1,355	1,471	1,598	1,740	1,897	
Inngående netto driftskapital			2748	2633	2633	2572	2613	2675	2761	2871	2986
Driftskapitalrentailitet (ndr)			-3,5 %	1,6 %	3,7 %	5,2 %	6,5 %	7,9 %	9,2 %	10,6 %	10,6 %
Superprofitt til netto driftskapital			-296	-167	-116	-81	-52	-22	10	45	46
Nåverdi av superprofitt	-592		-276	-145	-93	-59	-35	-14	6	24	
Nåverdi terminalledd	489										489
Netto driftskapital per 31.12.2015	2748									ndv T+:	4,0 %
Verdi av netto driftskapital	2645										
Netto finansiell gjeld 31.12.2015	312										
Verdi egenkapital	2333										
Antall aksjer (i millioner)	269										
Verdi per aksje	8,67										

Tabell 11- 4: Aksjeverdien til Kværner beregnet med superprofitt til netto driftskapital

Som forventet får vi samme verdi her som med fri kontantstrøm-modellen.

11.1.2 Oppsummering av de ulike metodene

Vi har nå gjennom fire ulike modeller beregnet en verdi på egenkapitalen til Kværner. Vi ser at egenkapitalmetoden og selskapskapitalen gir noe ulike verdier. Årsaken til denne differansen er at vi i utregningen av avkastningskrav har benyttet oss av budsjetterte vekter i stede for virkelige vekter. Dette kan vi korrigere ved å justere vektene i flere omganger helt til begge metodene gir samme verdi. Vi ser derimot at differansen i verdi med de ulike metodene vi har benyttet er liten. Den er langt innenfor et intervall som aksjekursen kan bevege seg mellom i løpet av et år. Vi har derfor valgt å ikke utføre denne justeringen av vekter for å få verdiene til å konvergere. Vi har i stedet valgt å ta et gjennomsnitt av resultatet fra de ulike metodene for å komme frem til et enkelt verdierestimert på en Kværner-aksje.

Fundamental verdivurdering	EK	NDK	Snitt
Fri kontantstrøm-modell	7,87	8,67	8,27
Superprofittmodell	7,87	8,67	8,27
Gjennomsnitt	7,87	8,67	8,27

Tabell 11- 5: Gjennomsnittlig verdierestimert av Kværner

Vi ser her at gjennomsnittet av de ulike metodene er på 8,27 NOK. Dette er rett under børskursen per 02.12.15 som er på 8,31 NOK (Oslo Børs, 2015 a). Vi ser at Kværner-aksjen er på vei opp igjen etter å ha falt betydelig det siste året i takt med

at oljeprisen har stupt. Våre analyser viser dermed at verdistigningen Kværner-aksjen har sett de siste månedene er i tråd med vår verdivurdering av selskapet.

11.2 Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet som vi har beregnet er i grunnen et punkttestimat siden det er en forventet verdi basert på de forutsetninger som vi har tatt vedrørende de sentrale budsjett- og verdidrivere i fremtidsregnskapet (Knivsflå, 2015 p). Vi vil i dette kapittelet undersøke i hvilken grad verdien endrer seg ved hjelp av en sensitivitetsanalyse. Usikkerhetene rundt verdiestimatet vil da avdekkes og påvirkningskraften til de forskjellige variablene avdekkes.

Variablene som vi analyserer er den langsiktige driftsinntektsveksten, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og egenkapitalkravet. Egenkapitalkravet analyseres ved å se på usikkerheten rundt både driftsbetaen og markedsrisikopremien. Vi tar utgangspunkt i verdiestimatet beregnet ved fri kontantstrøm til egenkapitalen.

11.2.1 Budsjett drivere

Tabell 11-6 viser hvordan aksjekursen til Kværner endres ved å endre på netto driftsmargin og driftsinntektsveksten.

		Netto driftsmargin										
		0,80 %	1,30 %	1,80 %	2,30 %	2,80 %	3,30 %	3,80 %	4,30 %	4,80 %	5,30 %	5,80 %
Driftsinntektsvekst	0,0 %	1,36	2,53	3,70	4,87	6,04	7,21	8,38	9,55	10,72	11,89	13,06
	0,5 %	1,04	2,29	3,53	4,77	6,01	7,26	8,50	9,74	10,98	12,23	13,47
	1,0 %	0,69	2,01	3,34	4,66	5,99	7,31	8,64	9,96	11,29	12,61	13,94
	1,5 %	0,28	1,70	3,12	4,54	5,95	7,37	8,79	10,21	11,63	13,04	14,46
	2,0 %	-0,18	1,35	2,87	4,39	5,92	7,44	8,97	10,49	12,01	13,54	15,06
	2,5 %	-0,71	0,94	2,59	4,23	5,88	7,52	9,17	10,82	12,46	14,11	15,75
	3,0 %	-1,32	0,47	2,26	4,04	5,83	7,62	9,41	11,20	12,98	14,77	16,56
	3,5 %	-2,04	-0,09	1,87	3,82	5,78	7,73	9,69	11,64	13,60	15,55	17,51
	4,0 %	-2,91	-0,75	1,40	3,56	5,71	7,87	10,02	12,18	14,33	16,49	18,64
	4,5 %	-3,96	-1,56	0,84	3,24	5,63	8,03	10,43	12,83	15,22	17,62	20,02
	5,0 %	-5,26	-2,56	0,14	2,84	5,54	8,24	10,93	13,63	16,33	19,03	21,73
	5,5 %	-6,92	-3,84	-0,75	2,33	5,41	8,50	11,58	14,66	17,75	20,83	23,91
	6,0 %	-9,11	-5,52	-1,93	1,66	5,25	8,84	12,43	16,02	19,61	23,20	26,79
6,5 %	-12,12	-7,83	-3,54	0,74	5,03	9,32	13,60	17,89	22,18	26,47	30,75	
7,0 %	-16,53	-11,22	-5,91	-0,60	4,71	10,02	15,33	20,64	25,95	31,26	36,57	

Tabell 11- 6: Endring i netto driftsmargin og driftsinntektsvekst

Vi kan se at en liten endring i netto driftsmargin har stor påvirkning på aksjekursen. En endring i driftsinntektsveksten i steady state gir ikke et like stort

utslag, dette viser effektivt at Kværner må ha god kontroll på kostnadene i fremtiden og påse at marginen ikke utvikler seg i en negativ retning.

Omløpet til netto driftseiendeler har også stor påvirkningskraft på aksjekursen ref tabell 11-2. Dette henger sammen med at Kværner vil måtte investere mye mer for å kunne opprette samme inntekt dersom omløpshastigheten faller. Finansiell gjeldsdel har liten innvirkning på verdiestimatet grunnet den lave andelen netto finansiell gjeld hos Kværner.

		Omløpet til netto driftseiendeler										
		1,70	2,00	2,30	2,60	2,90	3,20	3,50	3,80	4,10	4,40	4,70
Finansiell gjeldsdel	42,5 %	-7,13	-1,82	2,11	5,13	7,52	9,46	11,07	12,42	13,58	14,57	15,44
	45,0 %	-6,95	-1,77	2,04	4,98	7,30	9,19	10,76	12,07	13,20	14,17	15,01
	47,5 %	-6,75	-1,72	1,99	4,84	7,10	8,94	10,46	11,74	12,83	13,77	14,60
	50,0 %	-6,55	-1,66	1,94	4,72	6,91	8,70	10,18	11,42	12,48	13,40	14,20
	52,5 %	-6,34	-1,59	1,91	4,60	6,74	8,47	9,91	11,12	12,15	13,04	13,81
	55,0 %	-6,13	-1,52	1,89	4,50	6,58	8,26	9,65	10,83	11,83	12,69	13,44
	57,5 %	-5,91	-1,43	1,87	4,41	6,42	8,06	9,41	10,55	11,52	12,36	13,09
	60,0 %	-5,68	-1,34	1,87	4,33	6,28	7,87	9,18	10,28	11,23	12,04	12,75
	62,5 %	-5,45	-1,24	1,87	4,26	6,15	7,69	8,96	10,03	10,94	11,73	12,42
	65,0 %	-5,22	-1,13	1,88	4,20	6,03	7,52	8,75	9,79	10,68	11,44	12,11
	67,5 %	-4,97	-1,02	1,90	4,14	5,92	7,36	8,56	9,56	10,42	11,16	11,80
	70,0 %	-4,73	-0,90	1,93	4,10	5,82	7,21	8,37	9,34	10,17	10,89	11,51
	72,5 %	-4,48	-0,78	1,96	4,06	5,72	7,07	8,19	9,13	9,94	10,63	11,24
	75,0 %	-4,23	-0,65	2,00	4,03	5,64	6,94	8,03	8,94	9,71	10,38	10,97
	77,5 %	-3,98	-0,51	2,04	4,00	5,56	6,82	7,87	8,75	9,50	10,15	10,71

Tabell 11- 7: Endring i omløpet til NDE og finansiell gjeldsdel

11.2.3 Egenkapitalkrav

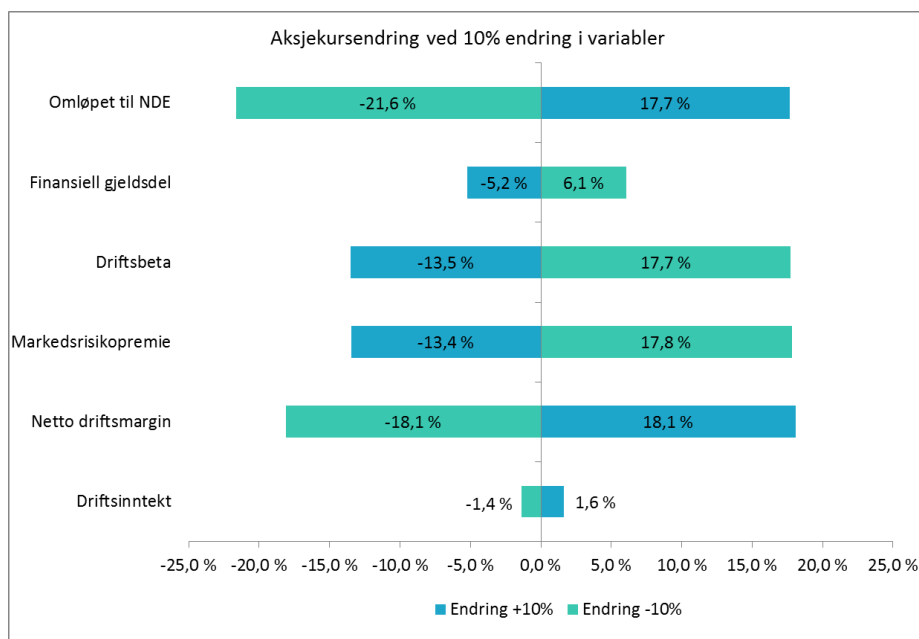
Som nevnt manipulerer vi driftsbetaen til industrien og markedsrisikopremien for å se hvordan det gjør utslag på verdiestimatet. Driftsbetaen har en del å si for verdiestimatet, men markedsrisikopremien har på sin side veldig mye å si på verdiestimatet. En nedgang til 5% i markedsrisikopremie gir en økning i estimatet på hele 33%. Dersom vi ser verdiestimatet i lys av spennet 5-7% i markedsrisikopremie som det er stor diskusjon rundt i akademia ser vi at aksjekursen kan svinge fra 10,48 NOK til 6,24 NOK. Det er med andre ord stor usikkerhet til verdiestimatet på 7,87 NOK.

		Driftsbeta								
		0,8	0,85	0,9	0,95	1	1,05	1,1	1,15	1,2
Markedsrisikopremie	4,25 %	18,92	16,85	15,17	13,78	12,61	11,61	10,75	10,01	9,35
	4,50 %	16,96	15,17	13,70	12,49	11,45	10,57	9,80	9,14	8,55
	4,75 %	15,35	13,78	12,48	11,40	10,48	9,69	9,00	8,40	7,86
	5,00 %	14,00	12,61	11,45	10,48	9,65	8,93	8,31	7,76	7,27
	5,25 %	12,86	11,61	10,57	9,69	8,93	8,28	7,71	7,20	6,76
	5,50 %	11,89	10,75	9,80	9,00	8,31	7,71	7,18	6,72	6,30
	5,75 %	11,04	10,01	9,14	8,40	7,76	7,20	6,72	6,29	5,90
	6,00 %	10,30	9,35	8,55	7,87	7,27	6,76	6,30	5,90	5,54
	6,25 %	9,65	8,77	8,02	7,39	6,84	6,36	5,93	5,56	5,22
	6,50 %	9,07	8,25	7,56	6,97	6,45	6,00	5,60	5,25	4,93
	6,75 %	8,55	7,78	7,14	6,58	6,10	5,67	5,30	4,97	4,67
7,00 %	8,08	7,36	6,76	6,24	5,78	5,38	5,03	4,71	4,43	

Tabell 11- 8: Endring i driftsbeta og markedsrisikopremie

11.2.3 Oppsummering sensitivitetsanalyse

Vi kan oppsummere sensitivitetsanalysen i et tornadodiagram der vi ser hvor stor endring vi får i verdiestimatet ved en 10% endring i variablene vi har analysert. Vi ser fra figur 11-1 at det er omløpet til netto driftseiendeler tett fulgt av markedsrisikopremien og netto driftsmargin, som har høyest påvirkning på verdiestimatet. Driftsbetaen har også en del å si på verdiestimatet. Vi kan konkludere med at det er stor usikkerhet til det beregnede verdiestimatet, spesielt med tanke på forutsetningen om en god netto driftsmargin i fremtiden. I tillegg er det stor usikkerhet i finansmiljøet om hva som er korrekt markedsrisikopremie, og den premien ser vi som sagt at har veldig mye å si på verdiestimatet til Kværner.



Figur 11- 1: Sensitiviteten til verdiestimatet

11.2 Komparativ verdsettelse

En komparativ verdsettelse bruker forholdstall til å indirekte estimere verdien av et selskap. Ved å bruke forholdstall til konkurrentene til Kværner, kan et estimat beregnes for hva som er forventet verdi basert på industrien selskapet opererer i. Det antas da at gjennomsnittlige forholdstall for industrien vil eliminere selskapsesifikke feil, for slik å kunne beregne en forventet verdi av Kværner.

Vi henter ut våre multipler fra Reuters og Yahoo!Finance for selskapene for å slik bruke likt utgangspunkt for selskapene. Informasjonen er også lett tilgjengelig og siden Yahoo!Finance vektet en del av multiplene fra flere kilder blir informasjonen mer pålitelig.

Vi har både resultat- og kontantstrømmultipler, og balansebaserte multipler. Ved å benytte seg av flere multipler og gjøre et vektet snitt elimineres en del av svakhetene ved de forskjellige multiplene. Vi nøyer oss med de følgende 4 multipler for våre selskap:

- Price/Earnings (P/E): markedsbasert egenkapitalverdi over resultatet
- Price/Sales (P/S): markedsbasert egenkapitalverdi over driftsinntekter
- Price/Book (P/B): markedsbasert egenkapitalverdi over bokført verdi
- EV/EBITDA: selskapsverdien over resultat før ned- og avskrivninger og skatt

Yahoo!Finance	Kværner	Petrofac	Hyundai HI	Samsung HI	Snitt
Price/Book (siste kvartal)	0,86	180,27	0,56	0,36	45,51
Price/Sales (ttm)	0,16	38,93	0,25	0,1	9,86
EV/EBITDA (ttm)	1,85	492,12	-4,7	-48,63	110,16

*markedsverdi og multipler er per 21.11.15

*ttm = trailing 12 måneder

Tabell 11- 9: Multipler hentet fra Yahoo!Finance

Ut fra tabell 11-9 kan vi se at de vektete snitt tallene ikke er brukende på grunn av de høye verdiene til Petrofac. Hos Reuters er det mulig å hente ut multiplertall for det de betegner som Kværners industri, vi har valgt å ta de

forholdstallene med i tallmaterialet. Reuters beregner P/E verdier for selskapene, men selskap som har negative resultat vil ikke ha en P/E-ratio.

Reuters	Kværner	Petrofac	Hyundai HI	Samsung HI	Industri	Snitt
Price/Sales (ttm)	0,16	0,58	0,14	0,29	1,73	0,58
Price/Book (siste kvartal)	0,86	2,66	0,41	0,56	1,42	1,18
P/E (ttm)	-	-	-	-	32,06	32,06
Markedsverdi (i millioner)	NOK 2 109	2 624 \$	KRW 7 052 800	KRW 2 740 818		
EPS (tts)	-NOK 0,35	-0,38 \$	-KRW 18 535	-KRW 5 483		
Antall aksjer (i millioner)	269,00					

*markedsverdi og multipler er per 21.11.15

*ttm = trailing 12 måneder

Tabell 11- 10: Multipler hentet fra Reuters

Ut fra de multiplene som vi har tilgjengelig er det kun Price/Sales og Price/Book fra Reuters som vi bruker videre til å beregne et verdiestimat for Kværner siden de andre snittverdiene er såpass urimelige.

Kværner	Faktor	Variabel	Verdiestimat Beløp i MNOK	Aksjekurs Beløp i NOK
Price/Sales	0,58	12806	7427	27,61
Price/Book	1,18	5747	6793	25,25
Snitt			7110	26,43

Tabell 11- 11: Komparativ verdsettelse av Kværner

Vi ender opp med et verdiestimat på Kværner som er 3 ganger så høyt som dagens aksjekurs. Det virker veldig urimelig, spesielt med tanke på dagens situasjon med uroligheter i markedet. Kværner har heller ikke hatt en så høy aksjekurs noensinne. Grunnen til dette kan være at det er for store fundamentale forskjeller mellom selskapene, slik at å bruke snittet av deres multipler til å verdsette Kværner blir helt urimelig. Det kan være at det faktisk at selskapene Hyundai HI og Samsung HI er store konsern gjør at selskapene ikke kan sammenlignes direkte. En justering for selskapsspesifikke forhold vil da være nødvendig.

Siden tanken med en komparativ verdsettelse var å kun supplere den fundamentale verdsettelse ser vi det ikke som noe problem at de to verdsettelsesmetodene ga helt forskjellige verdiestimat. I vår videre konklusjon

av verdiestimatet under kapittel 12 kommer vi derfor til å se bort fra den komparative analysen.

12 Konklusjon og oppsummering

Vi har nå gjennom en grundig prosess kommet frem til et verdiestimat på en Kværner-aksje. Dette har vi gjort gjennom å foreta en strategisk analyse, for så å utføre en regnskapsanalyse. Dette har dannet en innsikt vi har benyttet til å utforme et fremtidsregnskap som har dannet et estimat for egenkapitalen til Kværner.

Innsikten vi har tatt med oss fra den strategiske analysen er at det for øyeblikket er en overkapasitet i bransjen som kombinert med lav oljepris vil by på store utfordringer for Kværner i årene som kommer. Det er også få kontrakter å konkurrere om i nærmeste fremtid. Dette forventer vi vil endre seg på lang sikt. Videre ser vi at Kværner innehar et varig fortrinn i sin kompetanse og erfaring innenfor utbygginger på norsk sokkel. Dette vises igjen i at de i den siste tiden har vært høyst konkurransedyktige i den internasjonale konkurransen. Dette gjør at vi er positive til Kværners utsikter for fremtiden, men innser at de vil måtte gjennomføre betydelige kutt i de nærmeste årene for å kompensere for et inntektsfall. Vi ser også at Kværner scorer greit på risikoanalysen med en gjennomsnittsrating på BB. De har også hatt en vesentlig høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen i analyseperioden vår.

Dette har dannet grunnlag for fremtidsregnskapet vårt. Der har vi vurdert det til at Kværner vil få et kraftig fall i driftsinntekten de neste 3 årene. Deretter vil markedet bedre seg igjen, og vi vil se en vekst i driftsinntekter de neste årene. Ved å utforme en fremtidsbalanse, regnskap og kontantstrøm har vi deretter benyttet to ulike metoder til å danne et estimat for en Kværner-aksje. Ved å benytte egenkapitalmetoden kom vi frem til en verdi på 7,87 kr. Tilsvarende verdi for selskapskapitalmetoden var på 8,67 kr. Verdiestimatet fra den fundamentale analysen vår er gjennomsnittet av disse verdiene som er 8,27 NOK per aksje. Da den komparative analysen ble forkastet grunnet for ulik selskapsstruktur med

mer, så er det resultatet fra den fundamentale verdivurderingen som blir stående som vårt endelige verdiestimat.

Verdiestimatet er utelukkende basert på offentlig informasjon. Kværner er også et selskap som baserer seg på få, men svært omfattende kontrakter. Derfor er det stor usikkerhet knyttet til våre verdiestimater. En kontrakt fra eller til kan ha svært stor påvirkning på selskapets kontantstrøm. Dette er verdt å ha i bakhodet når vi nå skal komme frem til en handlingsstrategi for Kværner.

12.1 Handlingsstrategi

Som nevnt vil vi legge full vekt på den fundamentale verdivurderingen i vår verdivurdering av Kværner. Dette medfører at vi får følgende vurdering av verdien til Kværner:

Verdivurdering	EK	NDK	Gjennomsnitt
Fundamental verdivurdering	NOK 7,87	NOK 8,67	NOK 8,27

Tabell 12- 1: Fundamental verdivurdering av Kværner

Det som er normalt er å gi en "hold"-anbefaling så lenge børsprisen er innenfor et intervall på 10% i begge retninger av verdiestimatet. Ved en børsverdi under dette intervallet anbefaler vi en kjøp-strategi. Tilsvarende vil vi anbefale en selg-strategi dersom verdien ligger over dette intervallet. Dette gir følgende terskelverdier for de ulike handlingsstrategiene:

Handlingstrategi	Verdi
Kjøp	NOK 7,44
Hold	NOK 8,27
Selg	NOK 9,10

Tabell 12- 2: Handlingsstrategi for Kværner-aksjen

Børsverdi av en Kværner-aksje er 8,31 NOK per 02.12.2015. Denne aksjeverdien ligger innenfor intervallet for vår hold-anbefaling. Det skal legges til at Kværner-aksjen har mer enn doblet seg i perioden vi har verdivurdert selskapet. Dette viser at det er stor usikkerhet knyttet til Kværners fremtid. Likevel ser vi at markedet er enige i våre verdiestimater. Dette tyder på at verdiestimatet vi har kommet frem til er et fornuftig verdiestimat. Våre vurderinger og markedets vurderinger av Kværners fremtidige inntjening samsvarer derfor i stor grad.

13 Referanseliste

- Aibel AS. (2015). *Facts and figures*. Hentet fra Aibel.com:
<http://aibel.com/en/about/facts-and-figures>
- Dagens Næringsliv. (2013). *Alltid et spørsmål om hva som er risiko*. Hentet 2015, fra Dn.no: <http://www.dn.no/nyheter/energi/2013/04/18/-alltid-et-sporsmal-om-hva-som-er-risiko>
- Dagens Næringsliv. (2015). *Oljeprisutvikling*. Hentet 2015, fra Dn.no:
<http://www.dn.no/finans/#/energi>
- Damodaran, A. (2011). *Risk free rates and value: Dealing with historically low risk free rates*. Hentet 2015, fra www.aswathdamodaran.blogspot.no:
<http://aswathdamodaran.blogspot.no/2011/09/risk-free-rates-and-value-dealing-with.html>
- Damodaran, A. (2012 a). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012 b). *Understanding Risk*. Hentet 2015 fra
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/invphiloh/risk.pdf>
- Damodaran, A. (2015 a). *Dealing with Low Interest rates: Investing and Corporate Finance Lessons*. Hentet 2015, fra [aswathdamodaran.blogspot.no](http://www.aswathdamodaran.blogspot.no):
<http://aswathdamodaran.blogspot.no/2015/04/dealing-with-low-interest-rates.html>
- Damodaran, A. (2015 b). *Data*. Hentet 2015, fra [stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu):
http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
- Damodaran, A. (2015 c). *Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe*. Hentet 2015, fra Damodaran Online:
<http://www.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>
- Electric Vehicles Initiatives. (2015). *Global EV Outlook 2015*. Hentet 9 2, 2015, fra cleanenergyministerial.org:
<http://cleanenergyministerial.org/Portals/2/pdfs/EVI-PR-GlobalEVOutlook2015-v14-landscape.pdf>
- enerWe. (2014). *Mister store kontrakter til Asia*. Hentet 2015, fra [enerwe.no](http://www.enerwe.no):
<http://www.enerwe.no/leverandor/konjunkturrapporten-med-viktig-budskap/>
- Finansdepartementet. (2015). *Skattesatser, fradrag og beløpsgrenser i 2015 og forslag for 2016*. Hentet 2015, fra [Statsbudsjettet.no](http://statsbudsjettet.no):

<http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2016/Artikler/Skattesatser-2016/>

Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans, nr 2/2007*, pp. 3-17.

Hyundai Heavy Industries. (2012). *Consolidated Financial Statements 2011*. Hentet fra hhiir.com:
http://www.hhiir.com/Upload/IR/Board/2011%20HHI_Consolidated.pdf

Hyundai Heavy Industries. (2013). *Consolidated Financial Statements 2012*. Hentet fra hhiir.com:
<http://www.hhiir.com/Upload/IR/Board/2012%20HHI%20Consolidated%20Financial%20Statements%20.pdf>

Hyundai Heavy Industries. (2014). *Consolidated Financial Statements 2013*. Hentet fra hhiir.com:
http://www.hhiir.com/Upload/IR/Board/2013%20HHI%20Audit%20Report_Consolidated.pdf

Hyundai Heavy Industries. (2015). *Consolidated Financial Statements 2014*. Hentet fra hhiir.com:
[http://www.hhiir.com/Upload/IR/Board/•FY2014_HHI_English%20FS\(consolidated\)_FIN_20150617_1.pdf](http://www.hhiir.com/Upload/IR/Board/•FY2014_HHI_English%20FS(consolidated)_FIN_20150617_1.pdf)

ITRVP. (2015, januar 1). *Reports 2015*. Hentet fra International Technology Roadmap for Photovoltaic:
<http://www.itrpv.net/Reports/Downloads/2015/>

Jacobsen, E. W., & Lien, L. B. (2001). *Ekspansjon*. Gyldendal Akademisk.

Kinserdal, F. (2015). BUS425 N 9 kapitalkostnad 2015.pdf. Bergen, Norge.

Knivsflå, K. (2015 a). *Strategi, rekneskap og verdi*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2002.pdf>

Knivsflå, K. (2015 b). *Rekneskapsanalyse ramme og "trailing"*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2003.pdf>

Knivsflå, K. (2015 c). *Omgruppering for analyse*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2004.pdf>

-
- Knivsfå, K. (2015 d). *Omgruppering, balanse og kontantstrøm*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2005.pdf>
- Knivsfå, K. (2015 e). *Rekneskapsbasert måling og målefeil*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2006.pdf>
- Knivsfå, K. (2015 f). *Justering av målefeil*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2007.pdf>
- Knivsfå, K. (2015 g). *Kredittvurdering, syntetisk rating*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2008.pdf>
- Knivsfå, K. (2015 h). *Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2009.pdf>
- Knivsfå, K. (2015 i). *Strategisk rentabilitetsanalyse*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2010.pdf>
- Knivsfå, K. (2015 j). *Strategisk driftsanalyse*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2011.pdf>
- Knivsfå, K. (2015 k). *Framtidsrekneskap, ramme og driftsinntekter*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2013.pdf>
- Knivsfå, K. (2015 l). *Framtidsrekneskap, andre budsjettdriverarar*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2014.pdf>
- Knivsfå, K. (2015 m). *Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2015.pdf>

-
- Knivsflå, K. (2015 n). *Fundamental verdivurdering, egenkapitalmetoden*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2016.pdf>
- Knivsflå, K. (2015 o). *SK - Metoden og Verdikonvergens*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2017.pdf>
- Knivsflå, K. (2015 p). *Uvisse i verdiestimatet og "some topics in valuation"*. Hentet 2015, fra nhh.no:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/utskrift/BUS440%20-%2018.pdf>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Kværner ASA. (2011 a). *Prospectus Kværner ASA*. Hentet 2015, fra kvaerner.com:
<http://www.kvaerner.com/Documents/Investors/Shareholder%20services/Kvaerner%20Listing%20Prospectus.pdf>
- Kværner ASA. (2011 b). *Det var en gang. Aker og Kværners felles historie*. Hentet 2015, fra kvaerner.com:
http://www.kvaerner.com/Documents/Kvaernerhistorie_norsk.pdf
- Kværner ASA. (2012). *Annual Report 2011 - interactive PDF*. Hentet 2015, fra kvaerner.com:
<http://www.kvaerner.com/Documents/Investors/Annual%20reports/Annual%20Report%202011%20iPdf.pdf>
- Kværner ASA. (2013). *Annual Report 2012 - interactive PDF*. Hentet 2015, fra kvaerner.com:
http://www.kvaerner.com/Documents/Investors/Annual%20reports/2121132_Kvaerner_annual_report_2012%20iPDF-Versjon.pdf
- Kværner ASA. (2014). *Annual Report 2013 - interactive PDF*. Hentet 2015, fra kvaerner.com:
<http://www.kvaerner.com/Global/images/Investors/FINAL%20Annual%20Report%202013%20iPDF.pdf>
- Kværner ASA. (2015 a). *Annual report 2014 - interactive PDF*. Hentet 2015, fra kvaerner.com:
http://www.kvaerner.com/Documents/Investors/Annual%20reports/Kvaerner-AR_2014_iPDF_.pdf

-
- Kværner ASA. (2015 b). *Second quarter results 2015*. Hentet 2015, fra kvaerner.com:
<http://www.kvaerner.com/Global/PRAttachments/699458.pdf>
- Kværner ASA. (2015 c). *3rd quarter report 2015*. Fornebu: Kværner ASA.
- Lewis, H. Ø. (2015). *Milliardkontrakt til Kværner på Johan Sverdrup*. Hentet 2015, fra Aftenbladet.no: <http://www.aftenbladet.no/energi/Milliardkontrakt-til-Kvarner-pa-Johan-Sverdrup-3785830.html>
- Netfonds. (2015). *Teknisk analyse Kværner*. Hentet 2015, fra hegnar.no: <http://quotes.hegnar.no/analysis.php?paper=KVAER.OSE>
- Nilsen, T., & Braadland, M. (2014). *EPC som kontraktstrategi i offshore-prosjekter*. Hentet 2015, fra magma.no: <http://www.magma.no/epc-som-kontraktstrategi-i-offshore-prosjekter>
- Norges Bank. (2015 a). *NIBOR renter i Norge fra 1982 - 2013 / NIBOR interest rates in Norway from 1982 - 2013*. Hentet 2015, fra Norges-Bank.no: <http://www.norges-bank.no/en/Statistics/Historical-monetary-statistics/Short-term-interest-rates/>
- Norges Bank. (2015 b). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Hentet 2015, fra Norges-Bank.no: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- Norsk Petroleum. (2015). *Leverandørindustrien*. Hentet 2015, fra Norskpetroleum.no: <http://www.norskpetroleum.no/okonomi/leverandorindustrien/>
- Oslo Børs. (2015 a). *Kværner*. Hentet 2015, fra Oslobors.no: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/KVAER.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2015 b). *Nibor 3 month*. Hentet 2015, fra Oslobors.no: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NIBOR3M.NIBOR/overview>
- Park, K. (2009). *Daewoo Ship Leads Korean Yard Gains on Cheaper Steel (Update1)*. Hentet 2015, fra bloomberg.com: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aau_Zeq74Z9k
- Petrofac. (2012). *2011 Annual Report*. Hentet 2015, fra Petrofac.com: <http://www.petrofac.com/media/44065/Petrofac-Annual-report-and-accounts-2011.pdf>

-
- Petrofac. (2013). *2012 Annual Report*. Hentet 2015, fra Petrofac.com:
http://www.petrofac.com/media/1081/pdf_146.pdf
- Petrofac. (2014). *2013 Annual Report*. Hentet 2015, fra petrofac.com:
<http://www.petrofac.com/media/54713/petrofac-annual-report-2013.pdf>
- Petrofac. (2015 a). *Vision and strategy*. Hentet 2015, fra Petrofac.com:
<http://petrofac.com/about/vision-and-strategy.aspx>
- Petrofac. (2015 b). *2014 Annual Report*. Hentet 2015, fra Petrofac.com:
http://www.petrofac.com/media/106649/petrofac_ar14_reduced.pdf
- Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces that Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 78-97.
- Rystad Energy. (2013). *Aktiviteten i den petroleumsrettede leverandørindustrien i landets ulike regioner*. Oslo: Regjeringen.no.
- Rystad Energy. (2015 a). *Offshore Europe is only losing relevance short term*. Hentet 2015, fra Rystad Energy:
<http://www.rystadenergy.com/AboutUs/NewsCenter/PressReleases/offshore-europe-is-only-losing-relevance-short-term>
- Rystad Energy. (2015 b). *Offshore still cheaper than shale, oil sands is struggling*. Hentet 2015, fra Rystadenergy.com:
<http://www.rystadenergy.com/AboutUs/NewsCenter/PressReleases/offshore-still-cheaper-than-shale>
- Rystad Energy. (2015 c). *Arctic offshore oil and gas outlook*. Hentet 2015, fra Rystadenergy.com:
<http://www.rystadenergy.com/AboutUs/NewsCenter/PressReleases/arctic-offshore-oil-and-gas-outlook>
- Samsung Heavy Industries. (2012). *Annual Report 2011*. Hentet 2015, fra samsungshi.com:
http://www.samsungshi.com/Eng/Common/Downfile/SHI_Annual_Report_2011.zip
- Samsung Heavy Industries. (2013). *Annual Report 2012*. Hentet 2015, fra samsungshi.com:
http://www.samsungshi.com/Eng/Common/Downfile/Sustainabilityreport_2012.zip
- Samsung Heavy Industries. (2014). *Annual Report 2013*. Hentet 2015, fra samsungshi.com:

http://www.samsungshi.com/Eng/Common/Downfile/Sustainabilityreport_2013.zip

Samsung Heavy Industries Co., Ltd. (2015 a). *Overview*. Hentet 2015, fra Samsunghi.com:

http://www.samsungshi.com/Eng/Company//info_overview.aspx

Samsung Heavy Industries. (2015 b). *Annual Report 2014*. Hentet 2015, fra samsungshi.com:

http://www.samsungshi.com/Eng/Common/Downfile/Sustainabilityreport_2014.zip

Statistisk Sentralbyrå. (2015). *Årlig nasjonalregnskap*. Hentet 2015, fra SSB.no:

<https://www.ssb.no/statistikkbanken/selecttable/hovedtabellHjem.asp?KortNavnWeb=nr&CMSSubjectArea=nasjonalregnskap-og-konjunkturer&checked=true>

Statoil ASA. (2015). *Tredje kvartal 2015*. Hentet 2015, fra Statoil.com:

<http://www.statoil.com/no/investorcentre/quarterlyresults/2015/Pages/3Q2015.aspx>

Stensaker, I. (2014). SOL040 2 Eksternanalyse nett. Bergen, Norge.

Teknisk Ukeblad. (2014 a). *Melder om kaos på Goliat*. Hentet 2015, fra tu.no:

<http://www.tu.no/petroleum/2014/02/11/melder-om-kaos-pa-goliat>

Teknisk Ukeblad. (2014 b). *Norsk selskap risikerer milliardregning etter YME-fiaskoen*. Hentet 2015, fra tu.no:

<http://www.tu.no/petroleum/2014/11/10/norsk-selskap-risikerer-milliardregning-etter-y-me-fiaskoen>

Zenner, M., Hill, S., Clark, J., & Mago, N. (2008). *The Most Important Number in Finance*. Hentet 2015, fra jpmorgan.com:

https://www.jpmorgan.com/cm/BlobServer/JPMorgan_CorporateFinanceAdvisory_MostImportantNumber.pdf?blobkey=id&blobwhere=1320675769380&blobheader=application/pdf&blobheadername1=Cache-Control&blobheadervalue1=private&blobcol=urldata&blohtable=MungoBlobs