



# Strategisk analyse av Aker Solutions ASA

*En fundamental verdsettelsestilnærming*

**Forfattere: Lise Børresen og Petter Idar Rolland Bruåsdal**

**Veileder: Klaus Mohn**

Masteroppgave innenfor finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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 inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

I denne masteroppgaven var målet å avdekke Aker Solutions ASAs konkurranseposisjon ved bruk av en fundamental verdsettelse. Gjennom den strategiske analysen ble det kartlagt at selskapet innehar konkurransefordeler som dynamiske skalafordeler grunnet lang erfaring fra operasjoner på norsk kontinentalsokkel, er en stor leverandør i den norske oljeservicebransjen, har gode kunderelasjoner til petroleumsselskapene Statoil ASA og Aker BP ASA og dermed potensiale til å utnytte stordriftsfordeler, og er ledende innenfor teknologi og innovasjon. Disse fordelene er sett i forhold til en konkurranseutsatt norsk oljeservicebransje som er preget av dårlige tider. Samtidig har Aker Solutions ASA en konkurranseulempen knyttet til at deres hovedvirksomhet er i Norge. Dette fordi de står ovenfor et høyere relativt kostnadsnivå enn flere av deres konkurrenter. Selskapets satsning på teknologisk utvikling og innovasjon kan i tillegg gi dem en konkurranseulempen dersom kostnadene er større enn avkastningen.

I regnskapsanalysen ble konkurransefordelene til Aker Solutions ASA bekreftet ved at de historisk har levert en betydelig høyere netto driftsavkastning enn medianen i bransjen. Dette underbygges videre med en høyere relativ omløpshastighet til netto driftseiendeler. Videre ble det avdekket en konkurranseulempen knyttet til at de har lavere netto driftsmargin enn median i bransjen. En annen konkurranseulempen for Aker Solutions ASA ligger i deres finansiering, da de i mindre grad har mulighet til å håndtere kortsiktige og langsiktige finansielle forpliktelser og tap.

Konkurransefordelene og -ulempene ble videre uttrykt i form av en aksjeverdi. Verdien ble estimert gjennom å implementere fordelene og ulempene i en frikontantstrømverdsettelsesmetode. Aksjeverdien vi kom frem til per 01.01.2016 var 35,16 kroner, noe som sammenlignet med den faktiske aksjeverdien på første trading dag i 2016 tilsa at Aker Solutions ASAs aksjeverdi var undervurdert. Dette ble videre underbygget av den relative verdsettelsen, noe som bekreftet rimeligheten av konkurransefordelene og -ulempene vi avdekket i den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

Avslutningsvis utførte vi en sensitivitetsanalyse der vi fikk bekreftet at våre resultater er relativt robuste. Konklusjonen på masteroppgaven er dermed at Aker Solutions ASAs konkurranseposisjon er god sett i forhold til bransjen.

## Forord

Denne masteroppgaven inngår som en del av mastergraden i finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole.

Med denne masteroppgaven ønsket vi å utnytte og gå dypere inn i flere fagområder fra vårt studium. Dette fordi vi fant det interessant og benytte den avsluttende oppgaven til å sette ulike fagfelt i sammenheng. Vi bestemte oss derfor tidlig for at vi ønsket å bruke et rammeverk for fundamental verdsettelse. Etersom rammeverket favner teorier som kan utnyttes til å gjennomføre grundige analyser av et selskap og bransjen det operer i, synes vi det ville være interessant å bruke det til å avdekke et selskaps konkurranseposisjon.

Etter at vi hadde valgt metode, tok det ikke lang tid før vi bestemte oss for at vi ønsket å se nærmere på den norske oljeservicebransjen. En av grunnene til dette er at vi har hatt stor interesse for bransjen i mange år. I tillegg har bransjen de siste årene opplevd store utfordringer som følge av kraftig fall i oljeprisen og betydelige nedskjæringer i petroleumsbransjen. Da oljeservicebransjen også er viktig for norsk økonomi, mener vi det er viktig å ha inngående kunnskap om denne.

Aker Solutions ASA var et naturlig valg som selskap. Dette fordi de er en av de største aktørene på norsk kontinentalsokkel. I tillegg er de den desidert største norske aktøren. Videre er Aker Solutions ASA et selskap i vekst, med et høyt fokus på innovasjon, noe som gjorde det spennende å se nærmere på deres konkurranseposisjon. Selskapet har også nylig vært gjennom store omstillinger for å bedre kunne takle de utfordrende tidene og vi synes derfor det ville være interessant å se hvordan dette påvirker deres posisjon i bransjen.

Prosessen rundt, og arbeidet med masteroppgaven har vært veldig spennende og lærerik. Vi vil gjerne benytte anledningen til å rette en stor takk til vår veileder, professor Klaus Mohn, for nyttige diskusjoner samt gode tilbakemeldinger og innspill.

Bergen, Høsten 2016

Lise Børresen

Petter Idar Rolland Bruåsdal

## Innholdsfortegnelse

|   |    |
|---|----|
| Sammendrag.....                             | 2  |
| Forord.....                                 | 3  |
| Kapittel 1 – Innledning.....                | 7  |
| 1.1 Problemstilling og oppgavestruktur..... | 7  |
| 1.2 Resultater.....                         | 8  |
| 1.3 Potensielle utfordringer.....           | 8  |
| Kapittel 2 – Bransje og bedrift.....        | 10 |
| 2.1 Bransjen.....                           | 10 |
| 2.1.1 Oljeservicenæringen i Norge.....      | 10 |
| 2.1.2 Oljeservicenæringen globalt.....      | 11 |
| 2.1.3 Markedssyn for oppgaven.....          | 12 |
| 2.2 Bedrift.....                            | 14 |
| 2.2.1 Historie.....                         | 14 |
| 2.2.2 Børs og børsutvikling.....            | 15 |
| 2.2.3 Konsernet i dag.....                  | 17 |
| 2.2.4 Konkurrenter.....                     | 19 |
| Kapittel 3 – Teori.....                     | 23 |
| 3.1 Strategiske teorier.....                | 23 |
| 3.1.1 Porters Femkraftsmodell.....          | 23 |
| 3.1.2 PESTLE.....                           | 27 |
| 3.1.3 VRIO.....                             | 30 |
| 3.1.4 Valg av teori.....                    | 33 |
| 3.2 Verdsettelsesteorier.....               | 33 |
| 3.2.1 Fri kontantstrømverdsettelse.....     | 33 |
| 3.2.2 Opsjonsbasert verdsettelse.....       | 36 |
| 3.2.3 Relativ verdsettelse.....             | 38 |

|   |    |
|---|----|
| 3.2.4 Valg av teori .....   | 40 |
| Kapittel 4 – Strategisk analyse med Porters Femkraftsmodell ..... | 41 |
| 4.1 Konkurransesituasjon .....                                    | 41 |
| 4.1.1 Delkonklusjon .....   | 43 |
| 4.2 Inngangsbarrierer .....                                       | 44 |
| 4.2.1 Stordriftsfordeler .....                                    | 44 |
| 4.2.2 Produktdifferensiering .....                                | 45 |
| 4.2.3 Kapitalkrav og kostnadsulemper .....                        | 45 |
| 4.2.4 Distribusjonskanaler og politikk .....                      | 46 |
| 4.2.5 Delkonklusjon .....   | 47 |
| 4.3 Substitutter .....  | 47 |
| 4.3.1 Delkonklusjon .....   | 49 |
| 4.4 Kundernes forhandlingsmakt.....                               | 50 |
| 4.4.1 Delkonklusjon .....   | 52 |
| 4.5 Leverandørens forhandlingsmakt .....                          | 52 |
| 4.5.1 Delkonklusjon .....   | 54 |
| 4.6 Konklusjon .....  | 54 |
| Kapittel 5 – Regnskapsanalyse.....                                | 56 |
| 5.1 Teori og rammeverk .....                                      | 56 |
| 5.1.1 Valg av analysenivå, analyseperiode og benchmark.....       | 56 |
| 5.1.2 Omgruppering .....  | 58 |
| 5.1.3 Regnskapsanalyse.....                                       | 61 |
| 5.2 Omgruppering av Aker Solutions ASAs regnskap .....            | 64 |
| 5.2.1 Presentasjon av resultatregnskap.....                       | 65 |
| 5.2.2 Omgruppering av resultatregnskapet .....                    | 65 |
| 5.2.3 Omgruppering av balansene.....                              | 68 |
| 5.3 Regnskapsanalyse av Aker Solutions ASA.....                   | 70 |

|  |     |
|--|-----|
| 5.3.1 Analyse av kortsiktig likviditetsrisiko.....                       | 71  |
| 5.3.2 Analyse av langsiktig likviditetsrisiko .....                      | 73  |
| 5.3.3 Syntetisk kredittrating - Oppsummering av likviditetsanalyse ..... | 75  |
| 5.3.4 Lønnsomhetsanalyse .....   | 77  |
| Kapittel 6 – Verdsettelse .....  | 82  |
| 6.1 Fundamental verdsettelse .....                                       | 82  |
| 6.1.1 Tidshorisont for budsjetteringsperioden.....                       | 82  |
| 6.1.2 Netto driftseiendeler .....  | 83  |
| 6.1.3 Driftsinntekter .....  | 85  |
| 6.1.4 Netto driftsresultat.....  | 87  |
| 6.1.5 Fri kontantstrøm til selskapet .....                               | 90  |
| 6.1.6 Avkastningskrav .....  | 91  |
| 6.1.7 Verdsettelse ved bruk av fri kontantstrøm fra driften .....        | 93  |
| 6.2 Relativ verdsettelse .....   | 94  |
| 6.2.1 Pris/Fortjeneste.....  | 94  |
| 6.2.2 Pris/Salg .....  | 95  |
| 6.2.3 Pris/Bok.....  | 95  |
| 6.2.4 Selskapsverdi/EBITDA .....   | 96  |
| Kapittel 7 – Sensitivitetsanalyse .....                                  | 97  |
| 7.1 Omløpshastighet til netto driftseiendeler .....                      | 98  |
| 7.2 Inntektsvekst.....   | 99  |
| 7.3 Netto driftsmargin .....   | 100 |
| 7.4 WACC.....  | 101 |
| 7.5 Konklusjon .....   | 102 |
| Kapittel 8 - Konklusjon .....  | 104 |
| Litteraturliste .....  | 107 |
| Appendiks.....   | 115 |

## Kapittel 1 – Innledning

### 1.1 Problemstilling og oppgavestruktur

Målet med denne masteroppgaven er å avdekke Aker Solutions ASAs konkurransefordeler og -ulempers. Dette vil vi gjøre ved å benytte et rammeverk for fundamental verdsettelse. Med utgangspunkt i dette er vår problemstilling:

«Hvilke konkurransefordeler og -ulempers kan vi avdekke hos Aker Solutions ASA, med utgangspunkt i en fundamental verdsettelse»

For å skape en best mulig sammenheng og bakgrunn for analysen, vil vi først legge frem relevant informasjon om oljeservicebransjen og Aker Solutions ASA. Videre vil vi presentere ulike teorier som kan benyttes til analyse av bransjens lønnsomhet og selskapets strategiske konkurranseposisjon, samt styrker og svakheter ved disse. Med strategisk konkurranseposisjon menes den posisjonen et selskap har i en bransje, gitt de konkurransefordelene og -ulempene selskapet besitter. I neste steg vil vi velge den teorien vi mener er best egnet til en strategisk analyse av bransjen og selskapet. Deretter presenterer vi verdsettelsesteorier, med tilhørende styrker og svakheter, som kan benyttes til å uttrykke Aker Solutions ASAs konkurransefordeler og -ulempers i form av en aksjeverdi. Videre velger vi den metoden som er best egnet for en slik analyse.

I kapittel 4 og 5 vil vi utføre den strategiske analysen, samt en regnskapsanalyse av Aker Solutions ASA, før vi i kapittel 6 estimerer en aksjeverdi for selskapet. For å vurdere rimeligheten av konkurransefordelene og -ulempene som er reflektert i aksjeverdien, vil vi i neste steg utføre en sensitivitetsanalyse. Avslutningsvis vil vi kort oppsummere de konkurransefordelene og -ulempene vi har kartlagt for Aker Solutions ASA, samt rimeligheten av disse.

## 1.2 Resultater

I denne masteroppgaven har vi avdekket at Aker Solutions ASA innehar konkurransefordeler som at de har lang erfaring og er en stor leverandør på norsk kontinentalsokkel, har gode kunderelasjoner som blant annet kan gi stordriftsfordeler og økt tilgang på kontrakter, og er ledende på teknologi og innovasjon. Samtidig er det også avdekket konkurranseulemper som et høyt relativt kostnadsnivå forbundet med at deres hovedvirksomhet er i Norge, lavere marginer, og en mer risikabel finansiering enn medianen i bransjen. I tillegg kan deres fokus på innovasjon og teknologi gi en ytterligere konkurranseulempe dersom det ikke generer en avkastning utover investeringskostnaden.

Konkurransefordelene gir Aker Solutions ASA en høyere fremtidig omsetningsvekst og omløpshastighet enn medianen i bransjen. Dette vil påvirke selskapets verdi positivt. Samtidig innehar Aker Solutions ASA konkurranseulemper som vil ha en negativ effekt på aksjeprisen. Totalt sett er det avdekket en overvekt av konkurransefordeler for selskapet, noe som kommer til uttrykk i en estimert aksjepris som er 17,20 % høyere enn børsverdien per 04.01.2016. Rimeligheten av våre resultater er videre underbygget i den relative verdsettelsen og sensitivitetsanalysen. Den relative verdsettelsen viser imidlertid en urimelig sterk oppside, noe som kan tyde på at det eksisterer underliggende forhold som ikke fanges opp av denne modellen.

Ved å bruke en fundamental verdsettelsesmetode har vi avdekket at Aker Solutions ASA har en god konkurranseposisjon i bransjen. Før vi presenterer informasjon om oljeservicebransjen og Aker Solutions ASA, vil vi presentere potensielle utfordringer ved oppgaven.

## 1.3 Potensielle utfordringer

Det er potensielle utfordringer ved vår masteroppgave som kan kreve nærmere analyse. For det første har vi begrenset den strategiske analysen til å gjelde den norske oljeservicebransjen. Dette kan være en svakhet da vi kan ha utelatt konkurransefordeler og -ulemper for Aker Solutions ASA som kun eksisterer i andre markeder de opererer i. Svakheten vil til dels utjevnes i regnskapsanalysen, hvor man analyserer regnskapene for hele selskapet, og ikke



bare resultatene som kommer fra driften i Norge. For det andre kan det være en potensiell svakhet med oppgaven at vi ikke inkluderer en ren intern strategisk analyse av Aker Solutions ASA. Dette kan føre til at vi ikke får kartlagt alle konkurransefordelene og -ulempene til selskapet. Interne forhold blir likevel hensyntatt i regnskapsanalysen og den eksterne strategiske analysen.

Hele oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. I tillegg har Aker Solutions ASA, slik vi kjenner det i dag, bare eksistert i to år. Dette vil til sammen føre til en begrenset tilgang på informasjon, noe som vil kunne svekke oppgavens resultater. For eksempel skulle budsjetteringshorisonten på 10 år teoretisk sett vært kortere, da vi bare har en analyseperiode på 2 år for selskapet. Resultatene vil også være begrenset i form av gyldighet da selskapet opererer innenfor en svært volatil bransje.

## Kapittel 2 – Bransje og bedrift

I de følgende delkapitlene vil det bli presentert relevant informasjon om bransjen og selskapet som senere vil bli brukt i analysene.

### 2.1 Bransjen

Aker Solutions ASA opererer innenfor oljeservicenæringen. Selskaper som opererer innen oljeservicenæringen leverer olje- og gassrelaterte produkter og tjenester til petroleumsnæringen (Olje og energidepartementet, 2016). Leveranser av mer generell karakter, slik som kontortjenester og eiendom, defineres ikke som en del av næringen. Vi skal først se på oljeservicenæringen i Norge, da Aker Solutions ASA er et norsk stiftet selskap og det er her største delen av deres omsetning genereres. Deretter skal vi se på den globale oljeservicenæringen, som følge av at Aker Solutions ASA opererer i 20 land på verdensbasis. Til slutt vil kort drøfte betydningen av sentrale makrovariabler, som senere vil danne grunnlaget for våre analyser.

#### 2.1.1 Oljeservicenæringen i Norge

Oljeservicenæringen i Norge ble etablert på 1970-tallet for å bidra til fremveksten av norsk petroleumsnæring, og har siden den gang vært viktig for selskapene som selger olje og gass (Olje og energidepartementet, 2016). I dag er næringen den nest største i Norge målt i omsetning etter salg av olje og gass, og den består av over 1250 selskaper. En stor del av omsetningen til norskbaserte selskaper stammer fra internasjonale markeder, der de viktigste markedene er Sør-Korea, Storbritannia, Brasil, USA og Australia. At den norskbaserte oljeservicenæringen er såpass stor på verdensbasis kan skyldes flere faktorer. Blant annet har Norge et av verdens største offshoremarkeder basert på omsetning (Stangeland, Offshore.no, 2012). I tillegg har Norge en bakgrunn som industri- og shippingnasjon og Nordsjøen er kjent for sine tøffe forhold, noe som gjør at man har måttet fokusere på teknologisk utvikling for å kunne utvinne petroleumssressursene. Strenge lover og regler har også stilt krav til innovasjon og utvikling av norske selskaper. Videre har man i Norge innført noe som omtales som

Skattefunn (Skatteetaten). Dette gir skatteyttere på norsk sokkel muligheten til å få skattefradrag for kostnader tilknyttet forskning og utvikling (FoU), noe som har gitt incentiver for selskaper til å flytte FoU-avdelinger til Norge og gjort Norge til en forskningsstasjon for å drive frem ny teknologi.

I Norge har oljeservicenæringen dannet grunnlag for sysselsetting i alle landets 19 fylker (Olje og energidepartementet, 2016). Sysselsettingen er derimot ikke jevnt regionalt fordelt, da majoriteten av selskapene er lokalisert på Vestlandet. I Stavanger-regionen er sysselsettingen størst, men man ser også tegn til klynger rundt de andre store byene i landet. I Trondheim er forskningen og utdanning viktig, mens i Bergen og Hordaland står vedlikeholdssegmentet sterkt. Selv om oljeservicenæringen henger tett sammen med petroleumsnæringen og oljeprisen, har man sett at teknologi utviklet av oljeserviceselskapene også har blitt anvendt andre steder enn det opprinnelig ble utviklet for. Enkelte mener derfor at man skal være forsiktig med å basere den norske oljeservicenæringens fremtid på bare oljeprisen (GCE Subsea, 2012).

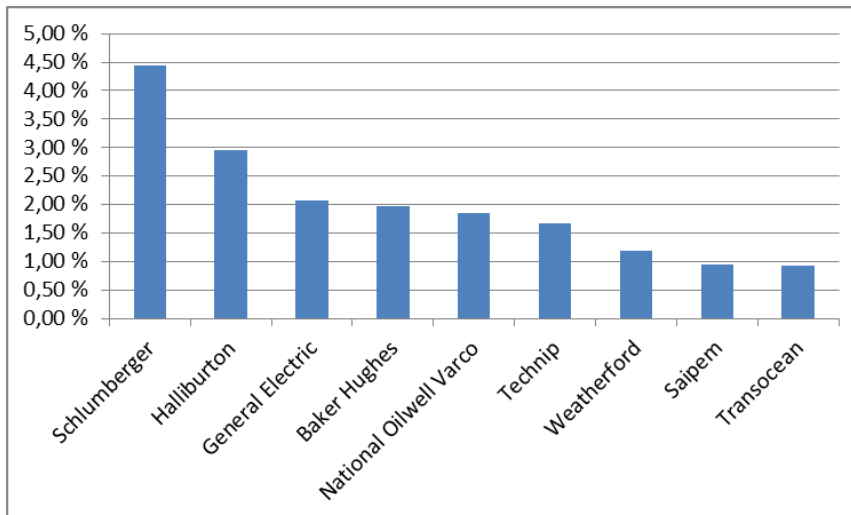
### 2.1.2 Oljeservicenæringen globalt

I likhet med den norske næringen har den internasjonale oljeservicenæringen utviklet seg i tråd med den internasjonale petroleumsnæringen (Olje og energidepartementet, 2016). Den globale oljeservicenæringen er enorm, og det finnes mange selskaper på verdensbasis. Bare i USA alene finnes det over 10 000 selskaper innen bransjen (API Energy). Noen selskaper er også lokalisert i regionene som har mest olje, slik som for eksempel i Midtøsten og de Arabiske Emirater (GN Solids Control America, 2016). I tillegg ser vi at land som USA og Storbritannia har noen av de ledende selskapene innen næringen. Derimot er Afrika, til tross for at de har et av verdens største oljereservater, dårlig representert.

På verdensbasis er selskapet Schlumberger regnet som den største aktøren innen oljeservicenæringen basert på omsetning (Schlumberger, 2016). Schlumberger er et amerikanskbasert selskap som opererer i over 85 land. Tett etter følger Halliburton, også et amerikanskbasert selskap, som operer i rundt 80 land (Halliburton, 2016). Aker Solutions ASA kommer langt ned på listen over de største selskapene innen den globale oljeservicenæringen, til tross for deres lange erfaring i bransjen (Aker Solutions ASA, 2016).

I figuren nedenfor ser vi en fremstilling av de største selskapene i verden fordelt på omsetning, som del av den totale omsetningen for den globale oljeservicenæringen (Rystad Energy, 2015). Av en total omsetning på rundt 800 milliarder kroner i 2015, står subsea for ca. 330 milliarder og segmentene field design, seismikk, frakt og lignende for de resterende 470 milliardene.

Figur 1. De største oljeserviceselskapene i verden basert på omsetning



Kilder: Årsrapporter fra 2015 samt egne beregninger

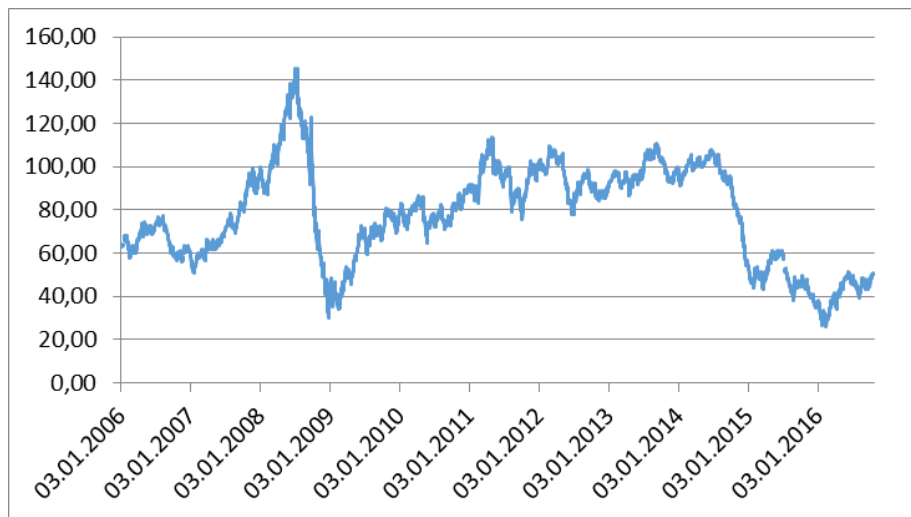
### 2.1.3 Markedssyn for oppgaven

I oppgaven har vi valgt å ta utgangspunkt i et generelt syn på følgende makrofaktorer: Brent-oljeprisen i amerikanske dollar, dollarkursen i norske kroner, risikofri rente og økonomisk vekst. Vi vil i det følgende diskutere relevans av faktorene, hvordan disse påvirker oljeservicebransjen og Aker Solutions ASA, samt fremtidsutsiktene vi legger til grunn for vår analyse. Avslutningsvis oppsummerer vi antagelsene i tabell 1.

I figur 2 ser vi oljeprisens utvikling de siste ti årene. Oljeprisen vil i stor grad påvirke oljeserviceselskapenes lønnsomhet og verdi da de leverer teknologi og kompetanse til selskaper innen petroleumsnæringen. Er oljeprisen lav, vil dette påvirke petroleumsselskaper negativt da de vil ha færre muligheter til å gjøre investeringer og igangsette prosjekter på grunn av en svekket lønnsomhet. Dette vil igjen ha en negativ innvirkning på selskaper innen oljeservicenæringen som får en lavere tilgang på kontrakter. Færre kontrakter vil føre til mer

effektiv konkurranse i markedet, noe som vil påvirke deres inntekter og marginer negativt. I tillegg vil de ha ubenyttet kapasitet, som vil ha liknende konsekvenser for deres marginer. Selv om oljeprisen nå er relativt sett lav, tyder mye på at den vil stige noe og stabilisere seg på sikt. En analyse gjort av meglerhuset Nordea Markets viser at oljeprisen vil stabilisere seg over 60 dollar fatet i 2017, før markedet blir strammere i 2018 (TDN Finans, 2016). Også andre meglerhus og analysebyråer tror oljeprisen vil ha en lignende utvikling (Petro Media AS, 2016) (Statistisk sentralbyrå, 2016). Futuresprisen på olje er ventet å stige jevnt opp mot 60 dollar fatet på sikt (CME Group, 2016). Vi antar derfor at oljeprisen vil være ustabil i noen år fremover, før den stiger mot 60 dollar fatet på sikt.

Figur 2. Oljeprisens utvikling de siste 10 år



Kilde: (U.S. Department of Energy, 2016)

Ettersom Aker Solutions ASA også opererer utenfor Norge, vil deres inntekter og kostnader være påvirket av svingninger i blant annet amerikanske dollar (USD). Det vil være mulig for selskapet og delvis sikre seg mot en slik usikkerhet gjennom futures og forwardkontrakter, eller andre typer kontrakter som tar hensyn til store svingninger i valutakursene. Det er ventet at dollarkursen vil fortsette å stige i perioden fremover (Trading Economics, 2016) (Takla, 2016). Futuresprisen på norske kroner i forhold til dollar er ventet å stige til over 8 norske kroner (Investing.com, 2016) (CME Group, 2016). Vi velger derfor å anta en dollarkurs på 8,50 norske kroner på sikt.

Det norske rentenivået vil påvirke selskapers muligheter til og blant annet låne penger. Er renten lav vil det være positivt for investeringer da det blir billigere å låne penger, i tillegg vil

en lav rente gi en lavere «Weighted Average Cost of Capital» (WACC) og en høyere nåverdi for selskapet. I denne masteroppgaven har vi tatt utgangspunkt i et langsiktig norsk markedssyn på risikofri rente. Denne er i en rapport, utviklet av PWC, anslått til å være 3,5 % på lang sikt (PWC, 2015). Resultatene fra rapporten er basert på medianverdien av normalisert langsiktig risikofri rente oppgitt av 151 medlemmer fra Norske Finansanalytikeres Forening.

Veksten i økonomien vil kunne påvirke Aker Solutions ASAs lønnsomhet og verdi. En høyere vekst vil føre til flere investeringer og økt etterspørsel fra petroleumsnæringen, noe som kan gi oljeserviceselskapene flere kontrakter. I masteroppgaven antar vi en langsiktig nominell vekst i økonomien på 4,5 % (PWC, 2015). I tabellen nedenfor har vi samlet de fire makrofaktorene med tilhørende gjennomsnitt for 2015. I tillegg har vi presentert de fire fremtidsutsiktene diskutert over, og som vi legger til grunn for vår analyse.

Tabell 1. Våre markedssyn

| <b>Makrofaktor</b>         | <b>Gjennomsnitt 2015</b> | <b>Fremtidsutsikter</b> |
|----------------------------|--------------------------|-------------------------|
| Brent-oljepris, USD        | 53 USD                   | 60 USD                  |
| USD/NOK                    | 8,74 NOK                 | 8,50 NOK                |
| Langsiktig risikofri rente | ---                      | 3,50 %                  |
| Langsiktig økonomisk vekst | ---                      | 4,50 %                  |

Kilder: (Oslo Børs, 2016) (SDØE og Peto, 2016) (DNB Markets, 2016)

## 2.2 Bedrift

### 2.2.1 Historie

Aker Solutions ASA er et norsk industrikonsern som ble opprettet i 2002, da under navnet Aker Kværner ASA (Aker Solutions ASA, 2016) (Bryhn, 2014). Dette skjedde som følge av at offshoreselskapet Aker AS kjøpte opp Kværner AS, og slo sammen de to selskapene. Historien til Aker Solutions ASA går tilbake til 1841 da selskapet Aker Mekaniske Verksted ble opprettet. I begynnelsen drev Aker Mekaniske Verksted med skipsbygging og produksjon av komponenter og annet utstyr til bedrifter innen metallindustrien og skipsindustrien. Etter

hvert økte Aker Mekaniske Verksted sin virksomhet til å omfatte flere industrier. Disse var papir og papirmasse-, kull-, skips-, vannkraft-, fiskeri- og treindustrien.

Da petroleumsselskapene fant olje og gass i Nordsjøen på 60-tallet skiftet det som den gang het Aker AS, fokus mot dette nye markedet (Aker Solutions ASA, 2016). Til å begynne med forbedret de eksisterende plattformer slik at de var kapable til bruk under krevende forhold i Nordsjøen. Etter hvert som kompetansen deres utviklet seg startet de med å bygge sine egne oljerigger. En av de mest kjente er Aker H-3 som til tross for å være over 40 år gammel fortsatt regnes som en av de beste oljeriggene i Nordsjøen (Steen, 2009). I 1967 leverte Aker AS offshore drillriggeren Ocean Viking. Denne ble brukt til å lete etter olje og fant i 1969 det som den gang var verdens største offshore oljefelt, Ekofisk.

Da Aker AS og Kværner AS ble slått sammen til Aker Kværner i 2002 ble resultatet et solid konsern som leverte produkter og tjenester innenfor alt fra olje- og gassindustrien til papir- og skipsindustrien (Aker Solutions ASA, 2016). Fem år senere, i 2007, ble selskapet strømlinjeformet slik at det kunne fokusere på sin kjernevirksomhet som var innenfor oljeservice. De beholdt også sin virksomhet innenfor gruveindustrien. Dette medførte at seksjonen som drev med papir og papirmasse, samt shippingvirksomheten ble fisjonert ut av selskapet.

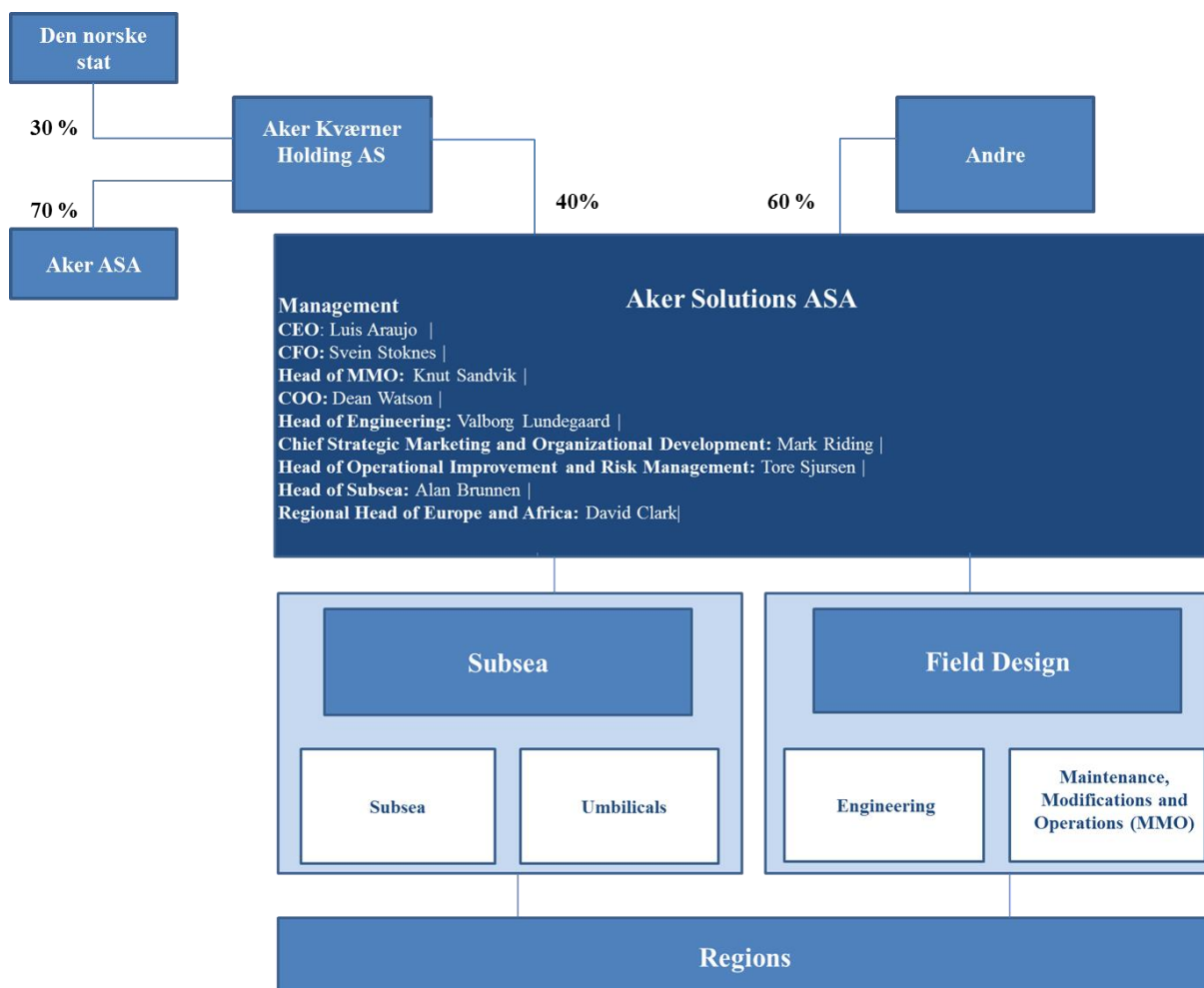
I 2008 skiftet konsernet navn til Aker Solutions (Aker Solutions ASA, 2016). I 2011 solgte de ut delen av virksomheten som drev innenfor gruveindustrien. Samme året fisjonerte de også engineering avdelingen ut av selskapet i et nytt børsnotert selskap Kværner ASA. Videre solgte de i 2013 ut delen av virksomheten som drev med brønnintervensjon. Året etter, i 2014, ble selskapet Aker Solutions ASA børsnotert på nytt etter at drillingvirksomheten ble fisjonert ut i et nytt børsnotert selskap Akastor ASA (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014). Dette ble begynnelsen på det Aker Solutions ASA vi kjenner i dag, som blir presentert i avsnitt 2.2.3.

## **2.2.2 Børs og børsutvikling**

Aker Solutions ASA er notert på Oslo Børs (Byberg, Hegnar.no, 2014). Største eier av konsernet er Aker Kværner Holding AS, med 40 % eierskap, som igjen er eid av Aker ASA

(70%) og den norske stat (30%). Se figur 3. De resterende 60 % av Aker Solutions ASA er eid av flere små og store aksjonærer. Den Norske Stat kjøpte eierandeler i Aker Holding AS i 2007. Hovedgrunnen til at den Norske Stat gikk inn i Aker Holding AS var for å sikre norske arbeidsplasser i fremtiden. Det har vært flere kontroverser i forbindelse med dette oppkjøpet, hvor en spesiell sak skiller seg ut (Sandø, 2009). Denne omhandler salg av en rekke selskaper fra Kjell Inge Røkke kontrollerte Aker ASA i 2009 til Aker Solutions AS, et datterselskap av Aker Solutions ASA. Mange analytikere mener at selskapene ble solgt til en for høy pris, noe som gav gevinst til Aker ASA og tap for Aker Solutions AS. Dette gikk negativt utover Aker Solutions AS og eierne Aker Solutions ASA, som igjen var eid av Aker Holding AS. Staten som var en av hovedeierne tapte på denne transaksjonen.

Figur 3. Eier- og konsernstruktur Aker Solutions ASA 2015

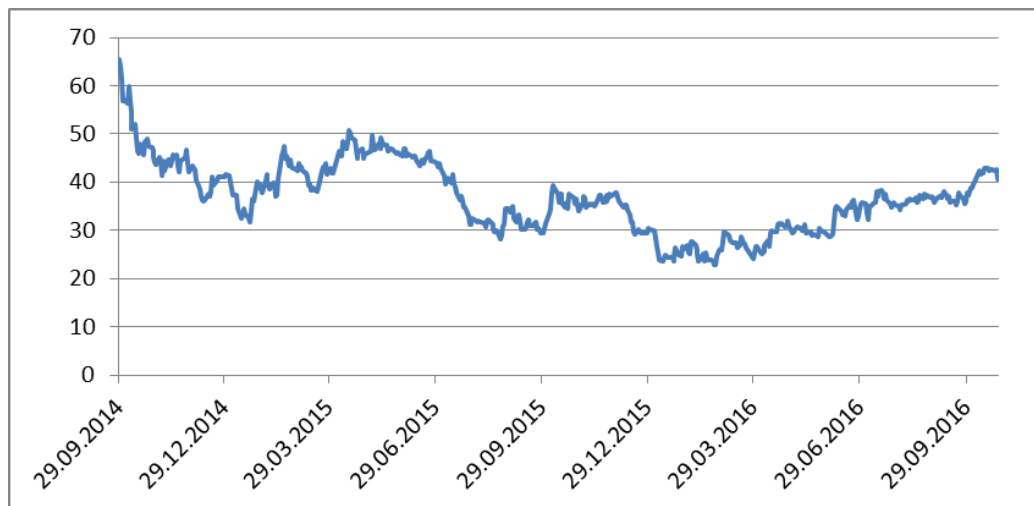


Kilde: (Aker Solutions ASA, 2016)



I 2014 ble det annonsert at Aker Solutions skulle bli splittet i to nye selskaper. Det ene Akastor ASA og den andre Aker Solutions ASA (Byberg, Hegnar.no, 2014). Aker Solutions ASA skulle fortsette å levere produkter, tjenester og systemer til olje- og gassindustrien, mens Akastor ASA skulle fungere som et oljeserviceinvesteringsselskap med mål om å generere avkastning gjennom investeringer og aktivt eierskap i oljeserviceselskaper. Eierforholdet i Aker Solutions ASA før og etter fisjonen ble ikke forandret. Siden den nye børsnoteringen i 2014 har Aker Solutions sin aksjepris falt fra 60,95 kroner til 40,07 kroner i 2016, slik figur 4 viser. Dette henger sammen med blant annet lavere oljepris og mindre investeringer i petroleumsbransjen.

Figur 4. Aksjeprisutvikling for Aker Solutions ASA 2014-2016



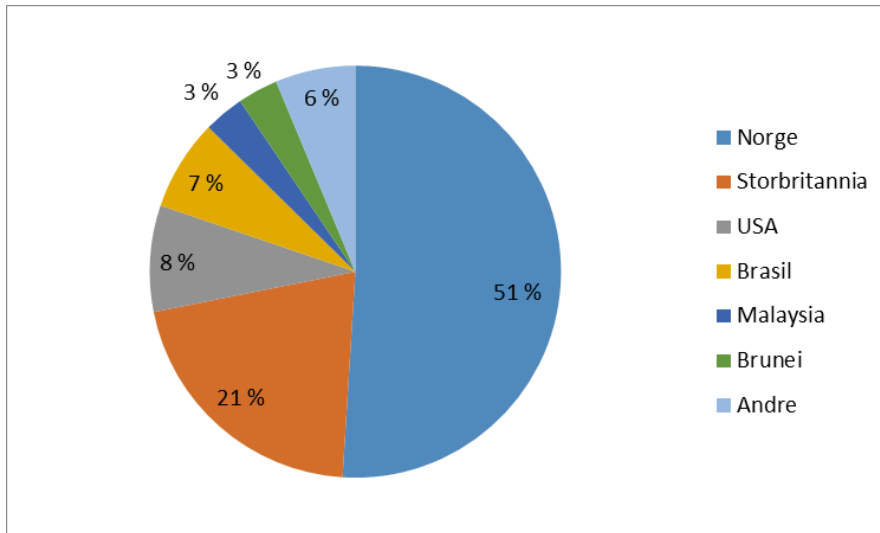
Kilde: (Nordnet, 2016)

### 2.2.3 Konsernet i dag

Aker Solutions ASA har i 2016 ca. 13 000 ansatte fordelt på 20 land og 48 lokasjoner (Aker Solutions ASA, 2016). Hovedkontoret er plassert på Fornebu utenfor Oslo. Majoriteten av kundene til Aker Solutions ASA er internasjonale, nasjonale og uavhengige petroleumsselskaper som for eksempel Statoil ASA, Petrobras og Lundin (Hirth, 2016) (Aker Solutions ASA, 2016) (Aker Solutions ASA, 2016). Leveransen av produkter og tjenester er i hovedsak rettet mot kontinentene Afrika, Amerika, Asia og Europa, men det er i Norge de har den største delen av sin drift. I figuren nedenfor ser vi Aker Solutions ASAs omsetning fordelt

på geografiske områder for år 2015, og som vi ser stammer største delen fra norsk kontinentalsokkel.

Figur 5. Aker Solutions ASAs omsetning i 2015 fordelt på geografiske områder



Kilde: (Aker Solutions ASA, 2016)

### 2.2.3.1 Tjenester, produkter og systemer

Aker Solutions ASA leverer i dag ingeniørtjenester og teknologiprodukter innenfor prosjektering, bygging, drift og vedlikehold av mange typer industrianlegg innen olje- og gassproduksjon (Aker Solutions ASA, 2016) (Bryhn, 2014). Tjenestene og produktene de leverer, kan deles inn i to kjerneområder, Subsea og Field Design (Aker Solutions ASA, 2016).

### 2.2.3.2 Subsea

Subsea-avdelingen omfatter alt Aker Solutions ASA leverer av tjenester og systemer til undervannsprosjekter (Aker Solutions ASA, 2016). Her tilbyr selskapet sin ekspertise til alt fra design og utvikling av undervannsanlegg, til vedlikehold og modifikasjoner på eksisterende anlegg. De leverer alt fra hele systemer til enkeltprodukter og tjenester. Et eksempel på produkter Aker Solutions ASA utvikler og leverer er det de kaller «juletrær»

(Aker Solutions ASA, 2016). Disse er montert på brønnhodene under vann for å sikre trygg og effektiv drilling og produksjon.

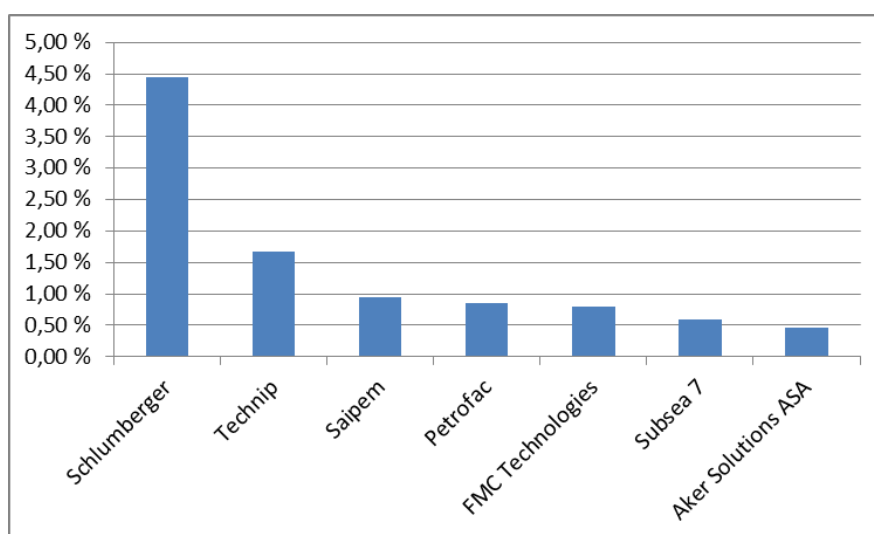
### 2.2.3.3 Field Design

Innenfor Field Design leverer Aker Solutions ASA vedlikehold og modifikasjonstjenester på eksisterende anlegg over havet (Aker Solutions ASA, 2016). I tillegg planlegger, designer og utvikler de helt nye systemer og produkter spesielt tilpasset hver enkelt kunde. Slike systemer kan for eksempel være plattformer.

### 2.2.4 Konkurrenter

I 2015 kom ca. 60 % av Aker Solutions ASAs omsetning fra Subsea avdelingen (Aker Solutions ASA, 2016). De resterende 40 % kom fra Field Design. Noen av selskapets konkurrenter innenfor Subsea og Field Design er FMC Technologies, Schlumberger, Technip, Saipem, Petrofac og Subsea 7. I 2015 hadde de ulike selskapene omsetning i prosent av totalomsetning for bransjen som illustrert i figuren under (Rystad Energy, 2016).

Figur 6. Aker Solutions ASA og utvalgte konkurrenters omsetning i prosent av global markedsomsetning i 2015



Kilder: Årsrapporter fra 2015 samt egne beregninger

De overnevnte konkurrentene vil senere bli brukt som sammenlikningsgrunnlag for regnskapsanalysen. Selskapene er valgt på bakgrunn av flere kriterier. For det første må de ha deler eller hele sin hovedvirksomhet innenfor Subsea eller Field Design. Dette fordi de skal være sammenliknbare selskaper til Aker Solutions ASA. Videre må konkurrentene ha noe av sin drift i Norge ettersom majoriteten av Aker Solutions ASAs omsetning kommer fra operasjoner på norsk kontinentalsokkel. I tillegg må selskapene være av en viss størrelse, slik at de i større grad reflekterer oljeservicebransjens prestasjoner. I det følgende vil det blir presentert litt informasjon om de ulike konkurrentene.

#### *2.2.4.1 FMC Technologies*

FMC Technologies er en stor global aktør innen Subsea (FMC Technologies, 2016). Selskapet har røtter helt tilbake til 1880-tallet da John Bean utviklet en spraypumpe som skulle bekjempe plantesykdommer. FMC Technologies, slik vi kjenner det i dag, ble etablert under siste halvdel av 1900-tallet. En viktig del av FMC Technologies' Subsea virksomhet har røtter til oljeavdelingen på Kongsberg Våpenfabrikk (Stensvold, 2014). Her utviklet de stor kompetanse innenfor Subsea gjennom 70- og 80-tallet. Avdelingen ble senere oppført som et eget selskap, Kongsberg Offshore, som til slutt ble kjøpt opp av FMC Technologies og i dag utgjør deres Subsea avdeling. Mai 2016 kom det melding fra FMC Technologies og oljeserviceselskapet Technip, om fusjonering til ett selskap (Lilleby, 2016). Fusjonen er ventet å være fullført i begynnelsen av 2017 og vi vil følgelig se på de som to individuelle selskaper.

#### *2.2.4.2 Schlumberger*

Schlumberger er verdens største oljeserviceselskap målt i omsetning (Schlumberger, 2016). Forløperen til selskapet ble grunnlagt i 1926 av brødrene Conrad og Marcel Schlumberger. Det opprinnelige selskapet var det første i verden til å tilby teknologi for kartlegging av olje- og gassreserver. I dag leverer selskapet et bredt spekter av produkter og tjenester til selskaper i petroleumssektoren (Schlumberger, 2016). Noen av produktene og tjenestene de leverer er innenfor søking etter olje og gass, produksjon, vedlikehold, modifikasjoner og subsea. Selskapet har i dag over 100 000 ansatte i mer enn 85 land.

#### *2.2.4.3 Technip*

Technip er et oljeserviceselskap som er verdensledende innenfor planlegging og bygging av ulike konstruksjoner, som for eksempel oljeplattformer, til petroleumsbransjen (Technip, 2016). Selskapet ble etablert i 1958 i Paris og har siden da ekspandert til å bli et av verdens største oljeserviceselskaper (Rystad Energy, 2016). I dag leverer de produkter og tjenester innenfor offshore, onshore og subsea. Dette omfatter blant annet design, konstruksjon og vedlikehold av oljeplattformer, landanlegg og anlegg under havoverflaten. Selskapet har 34 400 ansatte og opererer i 45 land.

#### *2.2.4.4 Saipem*

Saipem ble etablert på 50-tallet og er et av de ledende oljeserviceselskapene i verden (Saipem, 2016). Selskapet er en del av ENI-Gruppen som er et av verdens største energiselskaper (ENI, 2016). I begynnelsen opererte Saipem som en avdeling av ENI-gruppen, før de i 1969 ble skilt ut som et datterselskap. Deres hovedvirksomhet er konsentrert rundt planlegging og bygging av offshore- og onshoreanlegg. I dag er de representert i 60 land og nesten alle verdens olje- og gassmarkeder (Saipem, 2016). Selskapet har 42 000 ansatte (Saipem, 2016).

#### *2.2.4.5 Petrofac*

Petrofac er et oljeserviceselskap som ble etablert i 1981 i Texas, i USA (Petrofac, 2016). I løpet av de 35 siste årene har selskapet vokst fra å være 25 til 18 000 ansatte. I 2005 ble de listet på London Stock Exchange til en verdi på 1,3 milliarder USD (Petrofac, 2016). Petrofac driver med alt fra design og produksjon av olje- og gassinfrastruktur til både offshore og onshore prosjekter (Petrofac, 2016). I tillegg driver de med vedlikehold og modifikasjoner av eksisterende anlegg.

#### *2.2.4.6 Subsea 7*

Subsea 7 er et verdensledende selskap innenfor subsea og leverer sine tjenester og produkter i alle dypvannsområder i verden (Subsea 7, 2016). Selskapet er blant annet markedsleder

innenfor «Subsea Umbilicals, Risers and Flowlines» (SURF). Dette omfatter utvikling og leveranse av produkter og tjenester som gjør det mulig å koble oljeplattformer eller flytende plattformer sammen med brønnhodene, og dermed muliggjør sikker oljeproduksjon (Subsea 7, 2016). Subsea 7 ble opprettet i 2011 etter fusjonen av oljeserviceselskapene Acergy S.A. og Subsea 7 Inc (Subsea 7, 2016). I dag har selskapet over 9 000 ansatte og opererer i 22 land (Subsea 7, 2016).

## Kapittel 3 – Teori

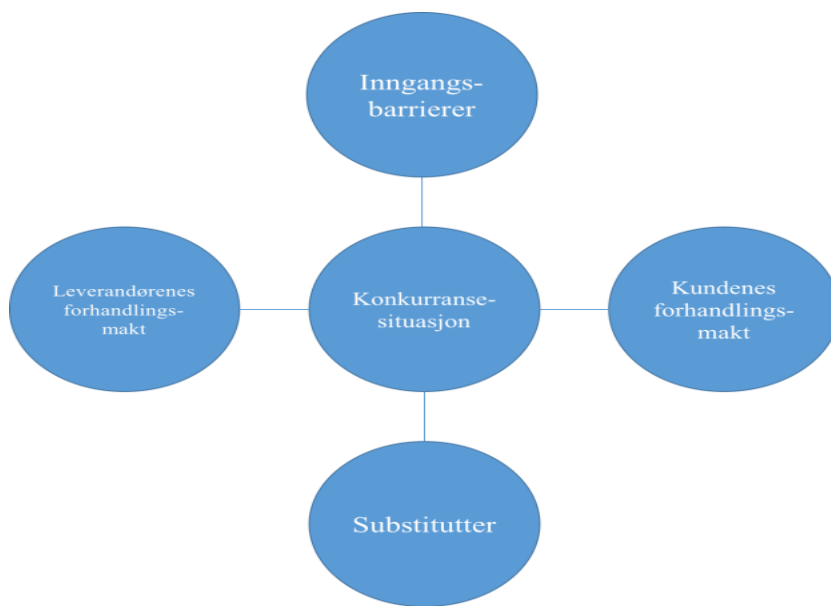
For å avdekke Aker Solutions ASAs konkurransefordeler og -ulemper, samt bransjens lønnsomhet, utføres det en strategisk analyse av selskapet og bransjen. Vi vil i kapittel 3.1 først presentere to teorier for ekstern strategisk analyse med tilhørende styrker og svakheter. Deretter vil vi presentere en teori for intern strategisk analyse. Avslutningsvis vil vi begrunne valget av en teori for den strategiske analysen av selskapet, som vi vil gjennomføre i kapittel 4. I kapittel 3.2 vil vi presentere de tre hyppigst brukte verdsettelsesteoriene, som er best egnet til å uttrykke konkurransefordelene og -ulempene, med tilhørende styrker og svakheter. Deretter vil vi begrunne valg av verdsettelsesmetoder for oppgaven.

### 3.1 Strategiske teorier

#### 3.1.1 Porters Femkraftsmodell

For å analysere lønnsomhet, muligheter og trusler i en bransje, kan man benytte et rammeverk utviklet av Michael E. Porter. Rammeverket, bedre kjent som Porter's Five Forces eller Porters Femkraftsmodell, ble først presentert av Porter i boken «Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors» utgitt i 1980. Siden da har det blitt anerkjent av flere økonomer og akademikere som et godt verktøy for bransjeanalyse (Porter, 1980). De fem kreftene Porter mener kan forklare en bransjes lønnsomhet er; Konkurransesituasjon, inngangsbarrierer, substitutter, kundenes- og leverandørens forhandlingsmakt. Vi vil nå presentere de fem kreftene, samt styrker og svakheter ved å benytte en slik modell for strategisk analyse.

Figur 7. Porters Femkraftsmodell



Kilde: (Porter, 1980)

### 3.1.1.1 Konkurransesituasjon

Den første av de fem kreftene er konkurransesituasjon (Porter, 1980). Hvor mange konkurrenter det er i en bransje og i hvilken grad de skiller seg fra hverandre med hensyn til størrelse og hvilke produkter de leverer, vil i stor grad påvirke lønnsomheten. Flere konkurrenter gir en større konkurranse om kundene som kan føre til at priser, marginer og lønnsomheten reduseres. For eksempel vil et stort antall aktører i oljeservicebransjen gjøre at man må senke sine priser for å kapre kontrakter, spesielt dersom oljeserviceselskapene stort sett tilbyr like produkter. Videre vil det ha noe å si for konkurransesituasjonen om faste kostnader er relativt sett høye, da dette også vil føre til lavere lønnsomhet. Produksjonskapasitet påvirker også lønnsomheten dersom den for eksempel er betydelig høyere enn hva som er nødvendig, for eksempel hvis et stort og dominerende petroleumsselskap velger å stoppe investeringene. Dette fordi det vil være kostnader knyttet til uutnyttet kapasitet. I tillegg nevner Porter at bransjevekst og utvikling er viktige momenter for konkurransesituasjonen. Er bransjen i vekst vil det bli økt etterspørsel etter produktene bransjen leverer noe som alt annet likt kan gi økt lønnsomhet.



### 3.1.1.2 Inngangsbarrierer

Når nye selskaper entrer en bransje ønsker de å kapre markedsandeler. Dette vil gå utover selskapene som allerede befinner seg i bransjen og gjør at de får en mindre del av kundemassen, og lønnsomheten reduseres (Porter, 1980). Dersom det er lave inngangsbarrierer i en bransje, så vil dette utgjøre en stor trussel for selskapene som allerede er etablert, og det vil påvirke lønnsomheten negativt. Høye inngangsbarrierer vil ha motsatt effekt. Porter peker på seks barrierer som avgjør om en bransje har høye eller lave inngangsbarrierer (Porter, 1979).

Den første barrieren Porter presenterer er *stordriftsfordeler* (Porter, 1979). At det finnes stordriftsfordeler ved produksjon gjør at nye selskaper enten må entre markedet med et stort kvantum varer, eller godta at de vil ha høyere kostnader enn etablerte selskaper. Dette gir høyere inngangsbarrierer og gjør dermed terskelen for nyetablering større. Dersom for eksempel Aker Solutions ASA har muligheten til å standardisere og produsere sine produkter i et stort kvantum, vil de kunne dra fordeler av en slik kostnadseffektivisering, sett i forhold til nykommere. Deretter nevner Porter *produkt differensiering*, som omhandler det produsentene gjør for å individualisere sine produkter (Stoltz, 2014). Dersom det i oljeservicenæringen er en høy grad av produkt differensiering, vil dette føre til høye inngangsbarrierer da nye selskaper må investere mye for å kunne konkurrere med veletablerte merkevarer (Porter, 1979).

En annen barriere er *kapitalkrav* (Porter, 1979). Med dette menes hvor mye en ny aktør må investere for å etablere seg i markedet. Stort kapitalkrav fører til høye inngangsbarrierer. I tillegg bidrar *kostnadsulemper* til høyere inngangsbarrierer. Allerede etablerte selskaper vil ha fordelaktig lokasjon samt avtaler med leverandører, ha lært av tidligere feil og i noen tilfeller ha patenter. Dersom det for eksempel er slik at teknologien i oljeservicenæringen er beskyttet med patenter vil det nærmest være umulig for nykommere å etablere seg ved mindre de introduserer helt nye løsninger i markedet. Den femte barrieren Porter vektlegger er *distribusjonskanaler*. Allerede etablerte selskaper vil ha tilgang til dette, mens nye selskaper må skaffe seg dette. I enkelte bransjer kan det også være slik at nye selskaper må skape sine helt egne handelskanaler for å få produktet ut på markedet, noe som gjør inngangsbarrierene høyere. Den siste barrieren er *politikk*. Regjeringsmakten kan gjøre det vanskeligere for nye selskaper å etablere seg i et marked dersom de for eksempel har bestemt at salg av produkter

krever lisenser, eller at de har lagt en begrensning på råvaretilgangen. Da petroleumssektoren påvirker den norske økonomien i stor grad, vil sektoren og følgelig oljeservicenæringen ha et høyt politisk fokus.

### *3.1.1.3 Substitutter*

Substitutter er produkter eller tjenester som kan brukes istedenfor det som tilbys av bransjen (Porter, 1980). Oljeservicebransjen leverer tjenester og produkter til petroleumsselskapene for utbygging og vedlikehold av plattformer, i tillegg til utvinning av olje og gass. Dersom bransjen ikke tilbyr differensierte produkter og kunder kan gå et annet sted for å skaffe seg tilsvarende, vil dette være en ulempe og dermed gjøre bransjen mindre lønnsom. Spesielt vil substitutter som tilbys av bransjer med høye marginer og bransjer som drives av trender i markedet utgjøre de største truslene (Porter, 1979).

### *3.1.1.4 Kundernes forhandlingsmakt*

Dersom kundene har høy forhandlingsmakt vil dette kunne gjøre en bransje mindre lønnsom (Porter, 1979). Kundene vil da ha mulighet til å presse aktørene i markedet slik at selskapenes marginer blir redusert. Om de har makt eller ikke avhenger av flere momenter. For eksempel vil kundene til oljeservicebransjen ha makt dersom det er få av dem i markedet, eller at kundene kjøper produktet i store kvantum. Også kunder der produktet utgjør store deler av deres utgifter, og som typisk da er ute etter lavest mulige kostnader, vil kunne gjøre en bransje mindre lønnsom. I tillegg vil det være en trussel for selskapene i oljeservicebransjen dersom kundene relativt lett kan produsere produktet selv gjennom vertikal integrasjon (Porter, 1980).

### *3.1.1.5 Leverandørenes forhandlingsmakt*

I likhet med kunder, kan leverandører med høy forhandlingsmakt gjøre bransjen mindre lønnsom. Bransjen der leverandører har høy forhandlingsmakt kjennetegnes av at det er få leverandører, produktet leverandøren leverer er unikt og gjerne komplekst og det koster for et selskap å bytte leverandør (Porter, 1979). Dersom leverandørene til oljeservicebransjen for

eksempel leverer svært unike produkter, som det ikke er mulig for oljeserviceselskapene å handle andre steder, vil dette kunne redusere oljeservicebransjens lønnsomhet. Dette fordi oljeserviceselskapene er avhengige av å handle med disse leverandørene og dermed må være fleksible i forhold til prisen de er villige til å betale. Leverandørenes makt avhenger også av om bransjen er den eneste leverandøren selger til og om det er enkelt for en leverandør å integrere vertikalt inn i markedet.

### *3.1.1.6 Styrker og svakheter ved modellen*

Porters Femkraftsmodell gir en god forståelse av flere momenter i en bransje som påvirker lønnsomheten. De fem kreftene er lette å forstå og dermed er rammeverket også lett å anvende. Videre har modellen en styrke ved at den kan brukes til å kartlegge et selskaps strategiske posisjon i forhold til bransjen, og dermed avdekke konkurransefordeler og -ulempen. På den andre siden har modellen mottatt noe kritikk. Først og fremst kritiseres modellen for å være for overfladisk. Dette kan føre til at analysen blir unøyaktig, ufullstendig eller i noen tilfeller feil. Dessuten inneholder ikke modellen kvantitative måltall.

### **3.1.2 PESTLE**

PESTLE er et rammeverk som benyttes til å analysere omgivelsene et selskap opererer i, samtidig som det gjør det mulig og predikere fremtidige utfall og forhold (Yüksel, 2012). Rammeverket vektlegger seks områder, som vil påvirke selskapets omgivelser. Dette er politiske- (**P**olitical), økonomiske- (**E**conomic), sosiale- (**S**ocial), teknologiske- (**T**echnological), rettslige- (**L**egal) og miljøfaktorer (**E**nvironmental) (Pestle Analysis, 2016). Det finnes flere versjoner av rammeverket, der enkelte av faktorene er fjernet eller byttet ut med andre faktorer, men vi mener PESTLE er det som favner flest av de makroøkonomiske faktorene som er av relevans for Aker Solutions ASA. Vi vil nå presentere de seks ulike faktorene, samt styrker og svakheter ved å benytte en slik modell for ekstern strategisk analyse.

### *3.1.2.1 Politiske faktorer*

Politiske institusjoner kan påvirke en bransje, og dermed også selskaper som opererer i bransjen, ved å innføre, fjerne eller endre ulike direktiver (Pestle Analysis, 2016). Eksempler på slike direktiver er skattelover, arbeidsmiljølover og handelsrestriksjoner. Dette kan gjøre en bransje mer eller mindre lønnsom. Dersom selskaper i oljeservicebransjen står overfor svært høye skatter, strenge lover og regler, vil det gjøre bransjen mindre lønnsom da de må bruke ressurser på å tilpasse seg disse kravene (Team FME, 2013). Endrede direktiver vil i tillegg påvirke bransjen da selskapene må legge om praksis for å møte de nye politiske bestemmelsene, noe som stiller ytterligere krav til ressursbruk.

### *3.1.2.2 Økonomiske faktorer*

Økonomiske faktorer som inflasjon, rentenivå i hjemlandet, utenlandsk rentenivå og økonomisk vekst vil påvirke en bransje og selskaper både direkte og indirekte (Pestle Analysis, 2016). Økonomisk vekst vil påvirke selskapers inntektsvekst, samtidig som det vil påvirke konsumenters kjøpekraft og dermed påvirke tilbud og etterspørsel i markedet. Rentenivået et selskap står overfor vil påvirke deres evne til å ta opp lån og gjøre investeringer, og inflasjon vil påvirke prisnivået i bransjen. Dersom rentenivået i markedet er lavt, vil det gi større muligheter for blant annet petroleumsselskapene å ta opp lån for å gjøre investeringer. Dette vil igjen gi oljeserviceselskapene flere kontrakter å konkurrere om, samtidig som at også de vil ha større muligheter til å gjøre investeringer.

### *3.1.2.3 Sosiale faktorer*

En bransjes sosiale omgivelser vil i følge PESTLE-rammeverket ha betydning for selskapene som opererer i bransjen. Sosiale omgivelser som kulturelle trender, demografi og befolkningspesifikke karakteristika er avgjørende for lønnsomheten, da dette vil påvirke konsumentenes kjøpekraft (Team FME, 2013). For eksempel vil sysselsetting og inntektsstatistikken være av betydning for etterspørselen av varer (Pestle Analysis, 2016). Oljeserviceselskapene vil være direkte påvirket av tilstanden i petroleumsnæringen, da deres kostnader i hovedsak utgjør oljeserviceselskapenes inntekter.

#### *3.1.2.4 Teknologiske faktorer*

Teknologiske faktorer er faktorer som vil påvirke infrastrukturen, samt produksjonen i bransjen, og dermed også fremtidsutsiktene (Team FME, 2013). Ved å fokusere på aktiviteter som automatisering, effektivisering, kvalitetsforbedring og innovasjon, vil en kunne hindre at konkurrerende bransjer stjeler kunder med teknologiske nyvinninger. Et eksempel er dersom fornybarenergibransjen utvikler produkter som kan utkonkurrere fossilt brensel. Dette vil følgelig kreve store omstillinger innen oljeservicebransjen. Å rette blikket mot teknologiske faktorer er altså spesielt viktige for at en bransje skal være bærekraftig på lang sikt (Pestle Analysis, 2016).

#### *3.1.2.5 Rettslige faktorer*

Rettslige faktorer omhandler de lovene og standardene en bransje må forholde seg til, ved utførelse av alt fra hverdagslige aktiviteter til langsiktige planer (Team FME, 2013). Forbrukerkjøpsloven, arbeidsmiljøloven og sikkerhetsstandarder er noen eksempler som vil påvirke selskaper i oljeservicenæringen. For et spesifikt selskap vil det være naturlig å fokusere på nasjonale lover og regler i regionene man opererer, men det er også viktig å se på bransjen totalt sett, da konkurrenter vil kunne stå overfor forskjellige betingelser.

#### *3.1.2.6 Miljøfaktorer*

En bransje må ta hensyn til miljøet de opererer i, altså alle som påvirker eller blir påvirket av en bransjes aktiviteter (Pestle Analysis, 2016). Miljøfaktorer inkluderer blant annet klimaendringer og konsekvenser ved produksjonsprosessen, infrastruktur og turisme. Petroleumsnæringen er en av sektorene som har mottatt kritikk for å være en trussel for miljøet i form av klimaendringer og utbyggelser som truer turismen, dette påvirker dermed også oljeservicenæringen. Konsekvensene av et svekket fokus på miljø kan være økonomiske så vel som sosiale (Team FME, 2013).

### 3.1.2.7 Styrker og svakheter ved modellen

PESTLE er et rammeverk som skal skape en generell oversikt over det makroøkonomiske miljøet et selskap opererer i, samt hvordan selskapet burde tilpasse seg situasjonen den står overfor for å nå langsiktige mål. Rammeverket er relativt sett enkelt. Det gjør det mulig å identifisere muligheter og trusler, og gir en dypere tverrfaglig kompetanse ved en strategisk analyse av et selskap. En svakhet ved modellen er at den kan overforenkle aspekter ved en bedrifts omgivelser. I tillegg er et selskaps makroøkonomiske omgivelser i stadig endring, noe som gjør at en slik analyse raskt vil bli utdatert og verdiløs. Hva man benytter av informasjon til analysen er også i stor grad subjektivt, da en analyse med for mye informasjon vil være mot sin hensikt, og resultatene blir følgelig formet av antagelser gjort før analysen igangsettes.

### 3.1.3 VRIO

«VRIO», på norsk kjent som «SVIMA», er et rammeverk som brukes for å analysere et selskaps ressurser og evner (Barney, 1991). Målet med analysen er å kartlegge hvorvidt selskapet innehar ressurser eller evner som kan gi dem konkurranseulemper, konkurransepariteter, midlertidig konkurransefortrinn eller varige konkurransefortrinn. Analysen brukes blant annet av investorer som ønsker å få et bedre bilde av bedriftens konkurranseposisjon når de foretar en verdsettelse.

En ressurs er alt en bedrift kan implementere i sine strategier for bli mer konkurransedyktige og bedre nå sine mål. Ressursene blir delt inn i kategoriene humankapital, finansiell kapital, fysisk kapital og organisatorisk kapital (Barney, 1991). Humankapital kan være de ansattes kunnskap, erfaring, kontakter og innsikt. Finansiell kapital kan være kontantbeholdning og opsjoner. Fysisk kapital kan være teknologisk utstyr, maskiner og bedriftens geografisk plassering. Organisatorisk kapital kan være selskapsstrukturen, rapporteringsstrukturen, uformelle relasjoner mellom grupper i selskapet og kultur.

De ulike bokstavene i VRIO står for verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert (Barney, 1991). For å kartlegge hvilke ressurser og evner som kan gi fortrinn eller ulemper, svarer man på fire spørsmål som er representert ved hver bokstav i modellens navn. Et eksempel er om

ressursen er verdifull. Hvor mange av kriteriene ressursen oppfyller bestemmer i hvilken grad den gir konkurransefortrinn eller -ulempe. Følgelig blir de fire kriteriene presentert.

### *3.1.3.1 Verdifull*

Det første kjennetegnet en ressurs må ha for å kunne gi et konkurransefortrinn er at den er verdifull (Barney, 1991). En ressurs er verdifull dersom den genererer verdi for selskapet ved at den implementeres i strategien for å utnytte muligheter eller bekjempe trusler. Ressursen er også verdifull dersom den skaper verdi ved å øke kundens verdisyn på produktet. Dette skjer ved at produktet blir mer differensiert eller at prisen på produktet blir redusert. Et eksempel på en ressurs som kan være verdifull for et oljeserviceselskap er en borerigg som borer mer effektivt, altså raskere og med mindre problemer, enn andre. Den vil være verdifull for selskapet som eier den, fordi petroleumsselskapenes verdisyn vil øke gjennom at den kan redusere tap i forbindelse med boring etter olje. Dersom ressursen ikke er verdifull blir den karakterisert som en konkurranseulempe.

### *3.1.3.2 Sjelden*

Hvis en ressurs også er sjelden, det vil si at det er få eller ingen andre konkurrenter som besitter den samme ressursen, kan den gi et midlertidig konkurransefortrinn (Barney, 1991). Dersom ett oljeserviceselskap er først ute med boreriggen i 3.1.3.1, kan ingen konkurrenter utnytte den umiddelbart. Det betyr at boreriggen vil gi et midlertidig konkurransefortrinn til selskapet. Er det derimot flere konkurrenter som besitter den samme oljeriggen er den ikke lenger sjelden, og karakteriseres som en paritet. Dette betyr at den er viktig å beholde ettersom den skaper verdi, men gir ikke et fortrinn da alle andre lett kan tilegne seg ressursen.

### *3.1.3.3 Ikke-imiterbar*

En ressurs er ikke-imiterbar dersom den er vanskelig eller veldig kostbar for konkurrenter å tilegne seg (Barney, 1991). Hvis teknologien som utgjør den nevnte boreriggen for eksempel er patentert, vil det ikke være mulig for andre oljeserviceselskaper å utvikle den samme typen.

Det betyr at oljeriggen vil kunne gi varig konkurransefortrinn for selskapet. Dersom oljeriggen ikke kan patenteres, og den er lett å kopiere eller erstatte med en enda bedre rigg, regnes den som imiterbar. Det betyr at ressursen kun gir et midlertidig konkurransefortrinn.

### 3.1.3.4 Organisert

For at en ressurs skal kunne gi konkurranseparitet, midlertidig konkurransefortrinn eller varig konkurransefortrinn må selskapet være organisert på en slik måte at det kan utnytte verdiene som ressursen er med på å skape (Barney, 1991). Oljeriggen vil ikke være en nyttig ressurs dersom selskapet ikke kan utnytte merverdien den gir ved og for eksempel ta en høyere pris fra petroleumsselskapene. Dette er illustrert i tabell 2. Dersom ressursen er verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert, konkluderes det med at ressursen gir et varig konkurransefortrinn.

Tabell 2. VRIO Rammeverket

| <b>Ressurs</b> | <b>Verdifull</b> | <b>Sjelden</b> | <b>Ikke-imiterbar</b> | <b>Organisert</b> | <b>Resultat</b>                 |
|----------------|------------------|----------------|-----------------------|-------------------|---------------------------------|
| X              | Nei              | Nei            | Nei                   | Nei               | Ulempe                          |
| Y              | Ja               | Nei            | Nei                   | Ja                | Paritet                         |
| Z              | Ja               | Ja             | Nei                   | Ja                | Midlertidig konkurransefortrinn |
| Æ              | Ja               | Ja             | Ja                    | Ja                | Varig konkurransefortrinn       |

Kilde: (Barney, 1991)

### 3.1.3.5 Styrker og svakheter ved teorien

VRIO-modellen tar utgangspunkt i realistiske antakelser om økonomien. Disse er at ulike bedrifter kan ha ulike ressurser, og at det kan ta lang tid for bedrifter å kopiere eller tilegne seg viktige ressurser (Barney, 1991). Dette er fornuftige antakelser ettersom det er godt forankret i virkeligheten og gir troverdighet til resultatene fra en VRIO-analyse. Videre tar VRIO-modellen utgangspunkt i en bedrifts ressurser når den skal fremme styrker og svakheter ved bedriften. Dette er også en styrke med modellen, fordi et hvert selskaps ressurser er grunnleggende byggesteiner for å skape progresjon, vekst og resultater. En ulempe med modellen er at den kun gir kvalitative resultater som er vanskelig å implementere i for eksempel en verdsettelse. Dette betyr likevel ikke at det er umulig.



### 3.1.4 Valg av teori

Målet med oppgaven er å avdekke Aker Solutions ASAs konkurransefordeler og -ulemper. Vi har valgt å gå i dybden på en av de overnevnte teoriene. Det vil ikke bli utført en ren intern strategisk analyse av Aker Solutions ASA. En av grunnene til dette er at vi allerede vil få kartlagt noen av Aker Solutions ASAs konkurransefordeler og -ulemper gjennom regnskapsanalysen. Samtidig er det nødvendig i en fundamental verdsettelse å se på eksterne forhold som bransjesituasjon. Det er derfor behov for å bruke en av de eksternorienterte teoriene. Vi velger å bruke Porters Femkraftsmodell. Dette fordi den i tillegg til å kunne se på bransjesituasjonen også er godt egnet til å avdekke konkurransefordeler og -ulemper for Aker Solutions ASA.

## 3.2 Verdsettelsesteorier

### 3.2.1 Fri kontantstrømverdsettelse

En hyppig brukt metode for å verdsette selskapers egenkapital er fri kontantstrømverdsettelse, heretter forkortet FKV (Bodie, Kane, & Marcus, 2014) (Knivsflå, 2016). I fri kontantstrømverdsettelse er tanken at dagens verdi er reflektert i alle fremtidige kontantstrømmer som er skapt av og tilfaller selskapet, etter investeringer og salg av midler som ikke lengre er nødvendig for drift. Det finnes to metoder innenfor FKV for å beregne nåverdien av egenkapitalen. Den første tar utgangspunkt i alle fremtidige kontantstrømmer som er generert av og går til totalkapitalen, forkortet FKVT, mens den andre tar utgangspunkt i fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, forkortet FKVE.

Før en FKV er det vanlig å gjøre en kvalitativ analyse av selskapets konkurransefordeler og -ulemper, analyse av selskapets regnskaper og analyse av bransjen (Knivsflå, 2016). Dette gjøres for å gi et bedre beslutningsgrunnlag for hvordan fremtidige regnskap og kontantstrømmer bør se ut, som er utgangspunktet for verdsettelsen av selskapet. Videre lages det et fremtidsregnskap med tilhørende kontantstrømmer for så mange år frem i tid som er fornuftig i forhold til informasjonen som er tilgjengelig fra analysen. Dette kalles budsjetteringsperioden, hvor siste året omtales som år T. Fra år T+1 og til det uendelige antas det at kontantstrømmene til selskapet vil øke med en vekstrate g. Med utgangspunkt i de

fremtidige kontantstrømmene fastsettes det en verdi på selskapet ved bruk av enten FKVT- eller FKVE-modellen.

### 3.2.1.1 FKVT

FKVT bruker som nevnt den frie kontantstrømmen som går til totalkapitalen når verdien av selskapet skal fastsettes (Bodie, Kane, & Marcus, 2014). Denne kontantstrømmen kan skrives slik:

$$FKT = Driftsresultat * (1 - t) + Avskrivninger - Kapitalinvesteringer - \Delta Netto arbeidskapital,$$

hvor  $t$  = Selskapets skattesats og  $\Delta$ Netto arbeidskapital = Endring i netto arbeidskapital

Måten verdien av egenkapitalen blir fastsatt på er ved å finne nåverdien av selskapets totalkapital og deretter trekke fra dagens verdi av selskapets netto gjeld (Bodie, Kane, & Marcus, 2014). For å finne verdien av selskapets totalkapital er det to steg som gjennomføres. Først neddiskonteres de årlige FKT i budsjettperioden til dagens verdi og summeres sammen. Neddiskonteringsraten som brukes er veid avkastningskrav, WACC. WACC er gjennomsnittlig kapitalkostnad for selskapet hensyntatt eierne av både egenkapitalen og gjelden. Steg to bruker kontantstrømmen i år  $T+1$ , til å beregne en terminalverdi i år  $T$ . Terminalverdien er verdien av selskapets totalkapital i år  $T$ , med utgangspunkt i at selskapet generer en evig kontantstrøm fra år  $T+1$ . Videre blir terminalverdien diskontert ned til dagens verdi og summert sammen med nåverdien av kontantstrømmene fra budsjettperioden. Formelen for verdsettelsen ser slik ut:

$$\text{Verdi av totalkapital} = \sum_{t=1}^T \frac{FKT_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{V_T^{TK}}{(1 + WACC)^T},$$

hvor  $V_T^{TK}$  = Terminalverdi av totalkapitalen i år  $T$ , og definert som

$$V_T^{TK} = \frac{FKT_{T+1}}{WACC - g}$$

### 3.2.1.2 FKVE

FKVE bruker som nevnt alle fremtidige kontantstrømmer som tilfaller egenkapitalen for å beregne nåverdien av den (Bodie, Kane, & Marcus, 2014). Kontantstrømmen til egenkapitalen ser slik ut:

$$FKE = FKT - \text{Rentekostnader} * (1 - t) + \Delta\text{Gjeld},$$

hvor  $t$  = Selskapets skattesats, og  $\Delta\text{Gjeld}$  = Endring i netto gjeld

Fremgangsmåten for å finne nåverdien av egenkapitalen kan deles i to steg (Bodie, Kane, & Marcus, 2014). Først neddiskonteres og summeres alle kontantstrømmene til egenkapitalen i budsjetteringsperioden frem til år  $T$ . Neddiskonteringsraten som brukes er avkastningskravet til egenkapitalen. Deretter regnes terminalverdien i år  $T$  ut, ved å neddiskontere alle fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen fra år  $T+1$  til det uendelige. Denne terminalverdien neddiskonteres videre til dagens verdi og summeres med nåverdien av kontantstrømmene i budsjetteringsperioden for å få verdien av egenkapitalen. Formelen for verdsettelsen av egenkapitalen med denne metoden ser slik ut:

$$\text{Nåverdi av egenkapital} = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{V_T^{EK}}{(1 + k_e)^T},$$

hvor  $V_T^{EK}$  = Terminalverdien til EK i år  $T$ , og definert som

$$V_T^{EK} = \frac{FKE_{T+1}}{k_e - g},$$

hvor  $k_e$  = Avkastningskravet til egenkapitalen

### 3.2.1.3 Styrker og svakheter

Det finnes flere styrker og svakheter ved modellen. En svakhet ved modellen er oppbygningen av selve modellverktøyet. Et eksempel er at det i modellen må antas en evig konstant vekstrate  $g$ . Dette er en teoretisk basert antakelse og derfor noe urimelig. En annen potensiell svakhet ved modellen er kvaliteten på utregningen av inputvariablene. Dersom kvaliteten på utregningene av disse variablene er lav, vil det også kunne gi et dårligere

verdiestimat på selskapets egenkapital. Modellen er derfor avhengig av at kvaliteten på inputvariablene er gode for at verdiestimatet skal bli godt.

En stor styrke med modellen er at den, dersom input-variablene er av god kvalitet, produserer et godt estimat på selskapets egenkapital. Dette gir investorer verdifull informasjon om egenkapitalen er riktig priset i markedet, i forhold til deres estimat. Videre kan modellen også, under bestemte forutsetninger, brukes til å undersøke hvilke underliggende faktorer, som for eksempel vekstrate og avkastningskrav, markedet har brukt for å prisen egenkapitalen.

### 3.2.2 Opsjonsbasert verdsettelse

En komplementær verdsettelsesmetode til nåverdimetoden (FKV) er opsjonsbasert verdsettelse (Cobb & Charnes, 2007). Nåverdimetoden er derimot ikke like godt egnet til å verdsette tilpasningsevnen, vekstmuligheter og fleksibiliteten et selskap som operer i usikre miljøer er avhengig av, og et godt alternativ er da å benytte realopsjonsteori (Smit & Trigeorgis, 2004). I denne delen av oppgaven vil vi derfor gå inn på denne verdsettelsesmetoden og kort diskutere styrker og svakheter ved å benytte en slik modell.

«En realopsjon er en rett, men ikke en plikt, til å gjøre en handling (avvise, utvide, redusere, stoppe) til en forhåndsbestemt kostnad kalt utøvelsespris, innenfor en forhåndsbestemt periode av tid – levetiden til opsjonen» (Copeland & Antikarov, 2003). Ved å kalkulere verdien på realopsjoner kan en verdsette realverdier, altså gjenstanders verdi. Investering i et prosjekt kan for eksempel sees på som en realopsjon (Schwartz & Trigeorgis, 2004). Det er vanlig å bruke enten binomisk metode eller den såkalte Black-Scholes formelen for å verdsette realopsjoner (Berk & DeMarzo, 2014).

Selskaper i oljeservicebransjen konkurrerer ofte om kontrakter og for å kunne gjøre dette må de vite hva kontrakter er verdt for dem (Guedes & Santos, 2016). Ved å betrakte dette som en realopsjon kan en bruke Black-Scholes formelen med parameterne presentert i tabell 3 for å regne ut realverdien av prosjektet (Berk & DeMarzo, 2014).

Tabell 3. Black-Scholes notasjon

| Notasjon | Betydning  | Benevnelse |
|----------|--|------------|
| S        | Markedsverdien av prosjektet                         | Kroner     |
| K        | Investeringen som kreves for å iverksette prosjektet | Kroner     |
| T        | Endelig vedtaksdato                                  | År         |
| $R_f$    | Risikofri rente                                      | Prosent    |
| s        | Volatiliteten til verdien av prosjektet              | Prosent    |

Kilde: (Berk & DeMarzo, 2014)

Når de ulike parameterne er definert og kalkulert benytter man, som nevnt, Black-Scholes formlene som er presentert nedenfor til å regne ut realverdien C. I formelen defineres realverdien som en call-opsjon.

$$C = S * N(d_1) - PV(K) * N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{PV(K)}\right) + \frac{\sigma\sqrt{T}}{2}}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Selv om Black-Scholes metoden er tilsynelatende enkel, er det viktig å merke seg at det i virkeligheten er utfordringer ved anvendelsen. Parameterne som må estimeres er ofte vanskelige å tallfeste (Bowman & Moskowitz, 2001). Dette har ført til at denne metoden sjeldnere benyttes i praksis (Guedes & Santos, 2016). Metoden kan i tillegg lett bli u håndterlig da man er avhengig av og verdsette et stort antall realopsjoner for å kunne si noe om totalverdien av et selskap. Selskapsverdien er å regne som en portefølje av opsjoner (Oljedirektoratet, 2010). Å regne realopsjonsverdi på denne måten vil likevel være et nyttig verktøy for verdivurdering av enkeltprosjekter.

### 3.2.2.1 Styrker og svakheter med verdsettelsesteorien

Som det kort ble nevnt i avsnittene over er parameterne som skal til for å gjøre en realopsjonsprising ofte vanskelig å tallfeste. En må derfor ofte gjøre antagelser noe som fører til en klar svakhet med analysen. Dessuten er det mange kalkulasjoner som må gjøres for

kunne regne realverdien av et selskap, noe som fører til at feilkildene blir flere. Det er derimot ikke gitt at feilmarginene blir større da de ulike effektene kan gå i motsatt retning av hverandre. I tillegg vet vi at selv om realopsjonsteorien fanger opp noe usikkerhet, vil det fremdeles være mye den ikke favner og vi vil få usikkerhet knyttet til resultatene. På den andre siden er opsjonsprising i stor grad knyttet til markedsforhold, og markedsutviklingen vil dermed påvirke verdivurderingen. Dette er positivt for selskaper som operer i usikre markeder. Verdsettelsesmetoden inkluderer også tilpasningsevne og fleksibiliteten som selskaper innehar.

### 3.2.3 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse er en markedsbasert verdsettelsesmetode som bruker multipler fra sammenlignbare selskaper til å verdsette en bedrift (Berk & DeMarzo, 2014) (Bodie, Kane, & Marcus, 2014). En multippel er et forholdstall som inneholder en markedsbestemt verdiindikator i telleren og en verdidriver i nevneren. Slike multipler kan være Pris/Fortjeneste, Pris/Salg, Pris/Bok og Selskapsverdi/Resultat før renter, skatt, nedskrivninger og avskrivninger (EBITDA). Måten verdsettelsen utføres er ved å bruke en multippel fra en sammenlignbar bedrift, gjennomsnittet av flere sammenlignbare bedrifter eller bransjen, og multiplisere med verdsettelsesobjektets skaleringsfaktor. Skaleringsfaktoren er den faktoren som finnes i nevneren på multiplikatoren.

Hovedargumentet for at metoden kan brukes er loven om en pris (Berk & DeMarzo, 2014). Den sier at like investeringsmuligheter skal koste det samme. Dette betyr at selskaper som er helt like skal ha den samme verdien. Ettersom selskaper ikke er helt like i for eksempel størrelse, brukes multipler for å justere for størrelsesforhold. Det betyr at like selskaper skal ha de samme multippelforholdene.

Teknikken er veldig populær blant analytikere og investorer fordi den er rask og enkel å bruke (Berk & DeMarzo, 2014). I det følgende vil noen av de mest brukte multiplene presenteres kort med tilhørende styrker og svakheter. Til slutt vil det kort bli presentert overordnede styrker og svakheter ved modellen.

### *3.2.3.1 Pris/Fortjeneste*

Den mest brukte multiplikatoren er Pris/Fortjeneste (Berk & DeMarzo, 2014). Den finnes ved å ta aksjepris og dele på fortjeneste per aksje. Ved utregning av verdsettelsesobjektets aksjepris multipliseres en valgt Pris/Fortjeneste multiplikator med objektets fortjeneste per aksje. En styrke med multiplikatoren er at den er rask og enkel å bruke. Samtidig er en svakhet at fortjenestevariabelen i multiplikatoren eller fortjenesten til selskapet kan være feil fordi variabelen kan være manipulert i regnskapet. Dette fører i så tilfelle til at verdsettelsen blir ukorrekt.

### *3.2.3.2 Pris/Salg*

En annen multiplikator er Pris/Salg. Denne finnes ved å ta aksjepris og dele på årlig salg per aksje (Bodie, Kane, & Marcus, 2014). Når verdsettelsesobjektets pris skal fastsettes multipliseres Pris/Salg med selskapets salg per aksje. En fordel med denne metoden er at den kan brukes hvis selskapet ikke har positiv fortjeneste. Ulempen med multiplikatoren er at den bare ser på salg i forhold til egenkapitalens verdi og ikke hele selskapsverdien. Dette kan gi mer unøyaktige resultater dersom selskapene har veldig ulik kapitalstruktur.

### *3.2.3.3 Pris/Bok*

Pris/Bok finnes ved å dele aksjepris på bokført aksjeverdi (Bodie, Kane, & Marcus, 2014). Videre regnes verdien av selskapet ut med å multiplisere faktoren med bokført aksjeverdi for verdsettelsesobjektet. Denne multiplikatoren har sin styrke blant annet når fortjeneste er negativ, ettersom bokført verdi nesten alltid er positiv. En svakhet er at den kan gi ukorrekte svar dersom balansene som blir brukt er ført etter forskjellige regnskapsregler. Dette vil føre til at to selskaper verdsettes forskjellig, selv om de egentlig er verdt det samme.

### *3.2.3.4 Selskapsverdi/EBITDA*

Den siste multiplikatoren som blir presentert er Selskapsverdi/EBITDA (Berk & DeMarzo, 2014). Denne finnes ved å ta selskapets verdi og dele på fortjeneste før rentekostnader, skatt,

avskrivninger og nedskrivninger. For å finne verdsettelsesobjektets verdi ganges multiplikatoren med bedriftens EBITDA, før gjelden trekkes fra. En styrke med denne multiplikatoren er at den kan brukes selv om det sammenlignbare selskapet har en annen kapitalstruktur. Dette fordi multiplikatoren inneholder prisen på hele selskapet og ikke bare egenkapitalen. En ulempe med faktoren er at den gir feil svar dersom for eksempel EBITDA er manipulert. En måte EBITDA kan manipuleres på er for eksempel ved å føre kostnader som avskrivninger og dermed gjøre EBITDA større enn den egentlig er.

### *3.2.3.5 Styrker og svakheter*

På et overordnet nivå har modellen sin styrke i at den er enkel og rask å bruke for å fastsette en omtrentlig verdi. Videre har den sin styrke i at den får frem hvordan like selskaper er priset relativt i forhold til hverandre. På den måten kan en vurdere hvorvidt ett selskap er over/underpriset i forhold til et annet. En svakhet er at det ikke finnes helt like selskaper og at multiplikatoren og verdien derfor ikke blir presis. I verste fall kan resultatet bli misvisende dersom sammenligningen skjer mellom vidt forskjellige selskaper. En annen svakhet med modellen er at den fastsetter verdien på et selskap ved bruk av historiske tall, når verdien egentlig skal reflektere fremtidige tall. Et eksempel er verdidriveren fortjeneste. I multiplikatoren Pris/Fortjeneste reflekterer den siste års fortjeneste, mens verdien av selskapet egentlig burde være reflektert i fremtidig fortjeneste. Selv om modellen har sine svakheter, skal den likevel ikke utelukkes ettersom den kan gi en god indikasjon på hvorvidt en aksje er over/underpriset.

### **3.2.4 Valg av teori**

Motivasjonen for valg av teori er at vi ønsker å reflektere konkurransefordelene og -ulempene til Aker Solutions ASA i en aksjeverdi, samt gjennomføre analyser for å anslå risikoer og sensitiviteter. Den beste metoden for dette er fri kontantstrømverdsettelsesmetoden. For å undersøke hvorvidt den estimerte aksjeverdien og de underliggende resultatene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen er rimelig, vil vi i tillegg utføre en verdsettelse ved bruk av den relative metoden.



## Kapittel 4 – Strategisk analyse med Porters Femkraftsmodell

Vi har valgt å begrense den strategiske analysen til den norske oljeservicebransjen. Grunnen til at vi har valgt å begrense oss til dette markedet, er at det er her Aker Solutions ASA har største delen av sin drift. Vi vil fremdeles ta høyde for at det norske markedet er preget av multinasjonale aktører og påvirkes av internasjonale forhold. I analysen vil vi ta for oss de fem faktorene som påvirker bransjens lønnsomhet i rekkefølgen rammeverket presenterer. Vi vil se på styrker og svakheter for bransjen samt undersøke hvordan Aker Solutions ASAs konkurransemessige posisjon ser ut i forhold til bransjen. Avslutningsvis vil vi presentere en konklusjon på den strategiske analysen.

### 4.1 Konkurransesituasjon

Som tidligere nevnt ønsker vi å ta for oss den norske oljeservicebransjen, og dermed selskaper og det konkurransepregete markedet på norsk kontinentalsokkel. Den norske kontinentalsokkelen består i hovedsak av Nordsjøen, Norskehavet og Barentshavet (Oljedirektoratet, 2016). Områdene er kjent for å være svært krevende, og det er i større grad vanskeligere å utvinne olje og gass her enn andre steder i verden. Dette bidrar til å begrense antall konkurrenter i markedet, da vanskelige forhold får selskaper til å velge andre og enklere områder å operere i. Færre konkurrenter gir redusert konkurranse noe som er positivt for bransjens lønnsomhet. På den andre siden har den norske kontinentalsokkelen Europas største oljereserver, noe som kan bidra til å øke attraktiviteten til markedet og da redusere lønnsomheten (Offshore Technology, 2014).

De krevende forholdene kan videre være med på å forklare utspringet av flere norske aktører i oljeservicenæringen. Historisk har Norge hatt en omfattende skipsindustri og utviklet høy maritim kompetanse, dermed har de gode forutsetninger for å levere spesialiserte produkter til et vanskelig marked (Ryggvik, 2014). For et norsk selskap som Aker Solutions ASA er det en stor konkurransefordel å ha lang erfaring i slike krevende omgivelser. Tidligere var petroleumsselskapene tvunget til å velge norskproduserte leveranser, noe som gav selskaper som Aker Solutions ASA en enklere vei inn på markedet, og muligheter til å etablere

langvarige samarbeid i et mindre konkurranseutsatt marked (Finansdepartementet, 2015). Dette betydde lavere konkurranse noe som gjorde bransjen mer lønnsom.

Den norske oljeservicebransjen i dag er derimot ikke bare preget av norske aktører, og som vi har sett tidligere er noen av Aker Solutions ASAs største konkurrenter i markedet utenlandske selskap, altså de har ikke hovedkontor i Norge. Selskaper som Subsea 7, Schlumberger og FMC Technologies er noen av disse. I tillegg vet vi at den norske oljeservicebransjen preges av flere andre aktører, som bidrar til å gjøre et av verdens største oljeservicemarkeder svært konkurranseutsatt og mindre lønnsomt. Selskapene som konkurrerer i markedet leverer i hovedsak tjenester innen Subsea eller Field Design, og noen leverer begge deler. Aktørene er med andre ord relativt sett like i tjenesten de tilbyr, noe som er negativt for bransjens lønnsomhet. Til tross for dette skiller noen seg ut ved å tilby unik teknologi. Et eksempel på dette er nevnte Aker Solution ASAs "juletrær", og subsea gasskompresjonsanlegg som vi skal komme tilbake til senere i analysen. Det vil være lønnsomt for oljeserviceselskapene å utvikle en slik særegen teknologi, som det er vanskelig å etterligne og som de derfor kan være alene om å levere. I alle fall for en periode. At Aker Solutions ASA leverer slike spesialprodukter gir dem derfor et konkurransefortrinn, da petroleumsselskaper som ønsker denne teknologien vil være tvunget til å inngå kontrakter med selskapet.

Den norske oljeservicebransjen er stort sett preget av flere store aktører, der Aker Solutions ASA er en av de største. Dette er en konkurransefordel for Aker Solutions ASA. Mye av grunnen til dette er at de har evnen til å ta på seg flere prosjekter enn mange av konkurrentene da flere av dem ikke har stor nok kapasitet. Dette gjør Aker Solutions ASA til en attraktiv leverandør og kan også forklare deres gode relasjon til Statoil ASA. Det er likevel ikke slik at Aker Solutions ASA eller andre konkurrerende selskaper er suveren i konkurransen om kontrakter.

At det de senere årene har kommet til flere konkurrenter i markedet tyder også på at bransjen tidligere har hatt gode marginer, og at det har vært lite ubenyttet produksjonskapasitet blant aktørene. Derimot vet vi at markedet nå er inne i en vanskelig periode, som følge av den nåværende lave oljeprisen som gjør at petroleumsselskapene kutter og utsetter prosjekter. At det er færre prosjekter å konkurrere om gjør konkurransesituasjonen vanskeligere og ubenyttet kapasitet vil føre til unødige kostnader for selskaper som Aker Solutions ASA. I tillegg vil det føre til at marginene presses nedover, og dette gjør lønnsomheten dårligere. Dette kan være

med på å forklare at Aker Solutions ASA nylig gjorde flere forandringer på ledelsesnivå og kuttet antall ansatte kraftig (Lewis & Kongsnes, 2016) (Lorch-Falch, et al., 2016).

Som tidligere diskutert er veksten i økonomien tilsynelatende lav og ustabil, og dette vil direkte påvirke etterspørselen etter produktene oljeservicenæringen tilbyr. Til tross for at etterspørselen i bransjen befinner seg på et lavt nivå, og dette gjør at det er høy konkurranse mellom selskapene som operer i bransjen, ser vi tegn til at trendene er i ferd med å snu. En økt økonomisk vekst på norsk kontinentalsokkel vil først og fremst påvirke petroleumssektoren og gi økt etterspørsel, noe som vil kunne redusere effektiv konkurranse og gi økt lønnsomhet for oljeserviceselskapene. Oljeprisen er også ventet å stige og stabilisere seg på et noe høyere nivå, noe som igjen vil øke etterspørselen da petroleumsselskapene vil ønske å igangsette prosjekter som har blitt midlertidig utsatt. Dette vil være svært positivt for selskapene i oljeservicenæringen, da det vil bidra til å redusere effektiv konkurranse og øke bransjens lønnsomhet.

I tillegg vet vi at rentenivået i Norge fremdeles er ventet å holde seg lavt, noe som igjen vil føre til investeringer i petroleumsnæringen. Dette vil også være positivt for oljeserviceselskapene som opererer på norsk kontinentalsokkel, slik som Aker Solutions ASA, da konkurransesituasjonen vil bli noe lavere og lønnsomheten høyere. At dollarkursen sett mot norske kroner også er ventet å holde seg høy, vil gi økte inntekter og økt lønnsomhet for norske petroleumsselskaper og videre gi flere kontrakter og konkurrere om for oljeserviceselskapene i bransjen.

#### **4.1.1 Delkonklusjon**

I utgangspunktet vil krevende geografiske forhold begrense antall konkurrenter. Derimot har man sett en økning i antall oljeserviceselskaper, og i dag er det en rekke konkurrenter og flere store aktører som preger konkurransebildet, noe som gjør bransjen svært konkurranseutsatt. I tillegg er bransjen inne i en vanskelig periode, noe som øker konkurransen om kontrakter. At selskapene også tilbyr relativt lik teknologi øker konkurransen ytterligere, og alt dette bidrar til å presse ned marginene og gjør bransjen mindre lønnsom. Vi kan konkludere med at bransjen for øyeblikket er svært konkurransepreget og lite lønnsom. Aker Solutions ASA er derimot bedre stilt enn andre aktører på grunn av konkurransefordeler som deres lange

erfaring, størrelse og det at de er tilbyder av spesialiserte produkter. På den andre siden er det mye som tyder på at tidene vil bedre seg, og at vi på sikt vil oppleve økte oljepriser, en positiv vekst i bransjen, samt en lav rente. I utgangspunktet vil en konkurranseutsatt bransje påvirke Aker Solutions ASAs lønnsomhet og dermed verdi negativt. Likevel vil konkurransefordelene selskapet innehar kombinert med positive fremtidsutsikter påvirke selskapsverdien positivt.

## 4.2 Inngangsbarrierer

Vi har tidligere påpekt at det de siste årene har vært en økning i antall aktører i bransjen. Dette kan i seg selv gi en indikasjon på at inngangsbarrierene i bransjen er lave, og dermed et tegn på at bransjen er lite lønnsom. Dersom oljeservicebransjen hadde hatt høye inngangsbarrierer ville vi naturlig nok ikke sett mange nykommere etablere seg her. Derimot kom flere av de nyetablerte inn i bransjen i en tid der antall petroleumsselskaper økte, noe som kan tyde på at inngangstersklene på dette tidspunktet ble lavere og muligheten i bransjen var høye. På 1980-tallet var det også regler som favoriserte norsk oljeservicenæring, før man opplevde en økning i etterspørsel fra petroleumsselskapene og reglene ble opphørt slik at flere oljeserviceselskaper etablerte seg i markedet (Olje og energidepartementet, 2016). Vi skal nå ta for oss de seks faktorene Porter nevner i sitt rammeverk, for å avgjøre hvordan tilstanden ser ut i oljeservicenæringen i dag.

### 4.2.1 Stordriftsfordeler

Teknologien og produktene petroleumsselskapene på norsk sokkel trenger, vil være ganske lik, da de opererer i det samme området og under relativt like forhold. Dette åpner for at etablerte oljeserviceselskaper kan dra nytte av stordriftsfordeler og dermed produsere mer kostnadseffektivt. Det vil føre til at inngangsbarrierene i bransjen blir høyere da nykommere enten må komme inn med et stort kvantum varer eller akseptere høyere kostnader. Dette er positivt for bransjens lønnsomhet. På den andre siden leverer oljeserviceselskapene teknologi til flere ulike selskaper, noe som gjør at de må tilpasse seg ønsker og behov, og dette gjør at standardisering av leveranser ikke alltid vil være mulig. Dette betyr videre at inngangsbarrierene ikke kan regnes som høye, noe som er negativt for bransjens lønnsomhet. Etablerte selskaper som Aker Solutions ASA, som blant annet har flere samarbeidsprosjekter

med selskaper som Statoil ASA, vil derimot kunne standardisere noe av produksjonen og tjene på disse stordriftsfordelene. Dette sees på som en konkurransefordel for selskapet. Aker Solutions ASA må likevel ta andre hensyn når de skal levere løsninger til andre petroleumsselskaper. Dette vil følgelig gi en fordel til selskaper som har langvarige relasjoner med kunder, og være et problem for selskaper som mangler dette og må utvikle flere løsninger til ulike kunder i markedet.

#### 4.2.2 Produktdifferensiering

Skreddersydde produkter og teknologi for å tilpasse seg kundenes behov, kan tyde på en høy grad av produktdifferensiering. Som det ble diskutert tidligere vet vi at Aker Solutions ASA blant annet leverer såkalte spesialprodukter som ”juletrær” og gasskompresjonsanlegg. Også andre aktører i bransjen slik som Subsea 7 og FMC Technologies leverer unike produkter. Derimot vet vi at petroleumsselskapene stort sett har behov for det samme i form av utstyr og teknologi, noe som gjør at selv om produktene må tilpasses til hvert prosjekt så er graden av individualisering kanskje lavere enn først antatt. Dette vil gjøre det lettere for nyetablerte selskaper å konkurrere seg inn på markedet, noe som gjør bransjen mindre lønnsom.

#### 4.2.3 Kapitalkrav og kostnadsulemper

Kostnadene i oljeservicenæringen har lenge vært kjent for å være høye (Lorentzen, E24, 2016). Høye kostnader for Aker Solutions ASA og næringen generelt vil gjøre det vanskeligere for nykommere å etablere seg. Dette er positivt for bransjen lønnsomhet, da det fungerer som en inngangsbarriere. Samtidig vil det være en konkurranseulempe for Aker Solutions ASA at majoriteten av deres drift er i Norge og flere av konkurrentene har majoriteten av sin drift i utlandet. Dette fordi Norge er et høykostland, noe som gir dem en kostnadsulempe. I tillegg til at teknologien, kompetansen og produktene man må investere i for å kunne etablere seg i bransjen er dyre og tidkrevende vil også nykommere oppleve kostnadsulemper, slik som stordriftsfordeler vi har nevnt over. Videre vil de kunne oppleve en kostnadsulempe knyttet til dynamiske skalafordeler. Dette fordi etablerte selskaper eller hele bransjen vil kunne ha lavere enhetskostnader enn nyetablerte, på grunn av lengre erfaring og

fartstid som har forbedret deres prestasjoner. Disse kostnadsulempene vil videre gjøre inngangsbarrierene større og dermed gjøre bransjen mer lønnsom for eksisterende aktører.

De etablerte selskapene i bransjen har også ofte gode relasjoner og lang historie med selskapene som opererer i petroleumsnæringen. Et eksempel er Aker Solutions ASAs gode relasjon med Statoil ASA, som vi skal diskutere senere i analysen. Mangelen på dette for nykommere, kan gjøre det enda vanskeligere å vinne kontrakter. De nyetablerte vil derfor oppleve en kostnadsulempe da de må levere produkter og tjenester til lavere priser for å vinne kontrakter. I tillegg må de utvikle flere komplekse istedenfor standardiserte løsninger da de ikke har de samme faste avtalene som de etablerte.

En siste utfordring vi ønsker å trekke frem, som vil gi en stor kostnadsulempe for nykommerne, er at kontraktene man konkurrerer om gjerne har lang løpetid. Spesielt i et marked der det er få nyinvesteringer og prosjekter som igangsettes, vil det være svært vanskelig å kapre kunder da kontraktene på markedet allerede er vunnet av eksisterende selskaper i næringen. Nykommerne vil derfor stå med ytterligere ubenyttet kapasitet og tape penger. Totalt sett bidrar høye kapitalkrav og kostnadsulemper til å øke inngangsbarrierene og dermed gjøre bransjen mer lønnsom for eksisterende aktører.

#### 4.2.4 Distribusjonskanaler og politikk

Barrieren distribusjonskanaler vil ikke ha like stor effekt på oljeservicenæringen som andre bransjer som selger for eksempel produktet sitt direkte igjennom en grossist. Derimot vet vi at eksisterende selskaper har etablerte handelskanaler og relasjoner som kan gjøre det vanskeligere for nyetablerte å få produktene og teknologien sin ut på markedet. Viktig for den norske oljeservicebransjen er derimot politikk. Historisk har vi sett flere eksempler på at politiske avgjørelser påvirker oljeservicenæringen. For eksempel påvirker den pågående konflikten i Midtøsten oljeprisen direkte, og OPEC-krisen hadde en sterk påvirkning på oljeprisen i 1973 (Grytten & Hunnes, 2016). Til tross for at dette er internasjonale hendelser, påvirker det lønnsomheten også til den norske oljeservicenæringen.

På norsk sokkel er det Oljedirektoratet og Petroleumstilsynet som har myndighetsansvar for sikkerhet, beredskap og arbeidsmiljø. Disse kan gjennom direktiver, lover og regler styre

bransjen direkte noe som kan gi høyere inngangsbarrierer for nykommere. I tillegg til at de skal skape størst mulige verdier for samfunnet har de et stort fokus på blant annet sikkerhet, noe som stiller ytterligere krav til både etablerte og nykommere i bransjen (Berg, 2014). Videre vil man gjennom ulike regjeringer få en utskiftning i blant annet olje- og energidepartementets ledelse, noe som kan føre til at man må forholde seg til varierende politiske bestemmelser. I tillegg til at dette er et usikkert moment for nyetablerte, vil dette også påvirke eksisterende selskaper i oljeservicenæringen.

#### 4.2.5 Delkonklusjon

Etablerte selskaper i bransjen vil kunne standardisere noe av sin produksjon og dermed dra nytte av stordriftsfordeler, noe som gjør inngangsbarrierene i bransjen høyere. Derimot krever markedet mye av den samme teknologien noe som taler for lavere inngangsbarrierer. På den andre siden er inngang i markedet forbundet med høye kostnader, gjennom investeringer og kostnadsulemper i forhold til dynamiske skalafordeler, kontrakter og relasjoner. Dette heller også mot at bransjen har relativt sett høye inngangsbarrierer. At politiske avgjørelser i stor grad også kan påvirke bransjen tyder på det samme. Totalt sett kan man si at bransjen har høye inngangsbarrierer. Dette er positivt for bransjens lønnsomhet og kan styrke Aker Solutions ASAs selskapsverdi.

#### 4.3 Substitutter

Teknologien oljeservicenæringen tilbyr er svært kompleks. Spesielt teknologien selskapene som operer under vanskelige forhold i Norge leverer er vanskelig å etterligne for andre konkurrerende bransjer. I tillegg er det blant annet strenge helse, miljø og sikkerhetsregler (HMS-regler) på norsk kontinentalsokkel, og alt dette gjør at andre bransjer som ikke er spesialisert innen feltet i mindre grad vil være egnet til å utføre det samme arbeidet som oljeserviceselskapene (Vinnem, 2013). Trusselen fra substitutter til selskapene i oljeservicebransjen vil derfor være relativt sett liten, noe som er positivt for bransjens lønnsomhet. Det er derimot verdt å nevne at dette er situasjonen i dag, og betyr ikke at oljeservicenæringen ikke kan trues av andre næringer i fremtiden. Det vil derfor være relevant å undersøke hvordan oljeservicebransjen og Aker Solutions ASA arbeider med blant annet

innovasjon og effektivisering, for å se om de er egnet til å takle skift i markedet uten å tape sin konkurranseposisjon.

Spesielt selskapene som operer på norsk kontinentalsokkel er avhengig av å ha et fokus på innovasjon da det kan redusere de svært vanskelige arbeidsforholdene. Et hardnet konkurransebilde vil også stille krav til mer og raskere innovasjon. De siste årene har man sett en utvikling i bransjen, spesielt innen subseateknologi, som gjør at man nå kan hente ut ressurser i dypere farvann og lenger fra land enn man har kunnet tidligere (Olje og energidepartementet, 2016). Aker Solutions ASA har her en konkurransefordel ved at de er ledende innen dette. De var blant annet det første oljeserviceselskapet til å levere en såkalt subsea gasskompresjonsanlegg, til Statoil ASAs kompresjonsprosjekt Åsgard. Statoil ASA og Aker Solutions ASA vant i 2012 sammen prisen ONS Innovation Award for dette arbeidet. I tillegg til dette prosjektet har Aker Solutions ASA de senere årene tatt flere grep for å øke sitt fokus på innovasjon. Blant annet har de innført portalen myIdea, der de ansatte kan komme med forslag til løsninger på komplekse problemer, dette skal få opp innovasjonstempoet for å øke Aker Solutions ASAs synlighet som en innovativ teknologibedrift (Sjøberg, 2013). På den andre siden kan fokuset på innovasjon og produktutvikling hos Aker Solutions ASA føre til en konkurranseulempe, dersom kostnadene er høyere enn avkastningen. Et høyt fokus på blant annet innovasjon vil være positivt for oljeservicebransjen, da det blir vanskeligere for liknende bransjer å konkurrere med et nyskapende selskap som fokuserer på å utvikle sine leverandørtjenester. Dette vil være positivt for bransjens lønnsomhet.

Innovasjon henger også sammen med effektivisering. Vanskeligere markeder som stiller høyere krav til selskaper i bransjen vil kreve kostnadsutt og effektivisering. De senere år har man sett en høy kostnadsutvikling i oljeservicenæringen. I tillegg har timeforbruket på prosjektering økt i forhold til installasjonstimer (Stensø, 2014). Oljeserviceselskapene har derfor måttet ta grep, og Aker Solutions ASA har blant annet kuttet i lønnskostnader og redusert kapasiteten i forretningsområdet MMO i et forsøk på å effektivisere driften (NTB, 2016). Vi ser også et økt fokus på automatisering i oljeservicebransjen. Man har blant annet forsøkt å få til samarbeid mellom oljeserviceselskapene innen industriell automatisering og mekaniske tjenester, samtidig som leverandører av 3D-printede deler har gått inn i bransjen (Jerver, 2015) (Rystad Energy, 2013). Automatisering og effektivisering i oljeservicenæringen, som har svært høye kostnader forbundet med driften, vil være avgjørende



for at ikke andre næringer med en mer effektiv produksjon og lavere kostnadsnivå tilknyttet lignende produksjonsprosesser ønsker å integrere inn i markedet.

I tillegg til at oljeservicebransjen kan påvirkes direkte av substitutter som kan utkonkurrere deres teknologi og tjenester, kan også bransjen påvirkes indirekte gjennom substitutter til petroleumsnæringen da de er deres kunder og næringene er tett knyttet sammen. Substitutter til petroleumsnæringen er i hovedsak fornybar energi. Dersom petroleumsnæringen blir utkonkurrert av for eksempel vindkraft eller solenergi, vil dette være fatalt for oljeservicenæringen som operer i slike markeder med fossile energikilder. En eventuell overlevelse vil da kreve omstilling, og de vil være nødt til å utvikle andre produkter og tjenester. En rekke internasjonale klimaavtaler, slik som Kyotoprotokollen og Paris-avtalen, skal blant annet sikre at man kutter CO<sub>2</sub>-utslipp noe som vil være en indirekte trussel for selskaper som Aker Solutions ASA og selskapene i oljeservicenæringen.

#### 4.3.1 Delkonklusjon

Den komplekse teknologien som kreves for å kunne konkurrere i en bransje med vanskelige forhold, kombinert med strenge regler på norsk kontinentalsokkel gjør at det er en liten direkte trussel fra substitutter i bransjen. Dette gjør bransjen mer lønnsom. Derimot kan skift i markedet endre denne situasjonen og selskaper som Aker Solutions ASA har derfor rettet fokuset på blant annet innovasjon og effektivisering. Aker Solutions ASA er her ledende og innehar dermed en konkurransefordel. Samtidig kan fokuset på innovasjon og produktutvikling føre til en konkurranseulempe for selskapet dersom det ikke gir resultater. Selv om bransjen ikke påvirkes direkte av substitutter, kan den derimot trues av substitutter til petroleumsnæringen. En liten trussel fra substitutter, er positivt for bransjens og Aker Solutions ASAs lønnsomhet og dermed deres selskapsverdi. I tillegg innehar de konkurransefordeler som ytterligere kan redusere trusselen fra substitutter, og dermed øke selskapets verdi.

#### 4.4 Kundernes forhandlingsmakt

Oljeservicebransjens kunder er petroleumsselskapene som operer på norsk kontinentalsokkel. Siden år 2000 har det vært en utvikling i antall aktører på norsk kontinentalsokkel (Oljedirektoratet, 2016). Da markedet tidligere var preget av få store norske og internasjonale selskaper, er det i dag 34 selskaper som opererer her i tillegg til 20 selskaper som fungerer som partnere. At det er relativt sett mange kunder for oljeservicenæringen er positivt. Dette gjør at kundene har lavere forhandlingsmakt, og bransjen vil være mer lønnsom. Derimot ser vi at det spesielt er en kunde som skiller seg ut ved at de har utvinningstillatelser på store deler av kontinentalsokkelen, og en slik dominerende kunde vil i stor grad kunne påvirke bransjens lønnsomhet.

Den desidert største operatøren på norsk kontinentalsokkel er Statoil ASA. De er operatør for om lag 70 % av all olje- og gassproduksjon her (Statoil ASA, 2016). En slik stor kunde vil ha makt til å påvirke bransjens lønnsomhet negativt gjennom å presse selskapene i oljeservicenæringen. Spesielt vet vi at produktene oljeservicenæringen tilbyr utgjør store deler av petroleumsnæringens kostnader, noe som gjør at det i enda større grad vil være i selskaper som Statoil ASAs interesse og blant annet presse priser. At selskaper i oljeservicenæringen, slik som Aker Solutions ASA, er nødt til å senke sine priser for å konkurrere om kontrakter hos selskaper som Statoil ASA, gjør driften mindre lønnsom.

Aker Solutions ASAs lønnsomhet vil følgelig påvirkes negativt av at det er en så stor aktør som Statoil ASA som sitter på største delen av utvinningstillatelsene. Oljeserviceselskapene vil også være avhengig av en positiv relasjon til slike selskaper med makt, da en dårlig relasjon kan gjøre at de ikke får tildelt viktige kontrakter (Skarsaune & Lewis, 2015). Aker Solutions ASA har et tilsynelatende godt forhold til Statoil ASA og har i løpet av de siste årene fått tildelt flere store kontrakter av petroleumsselskapet (Byberg, Hegnar.no, 2016) (Statoil ASA, 2016). Dette kan sees på som en konkurransefordel for selskapet.

Konkurransetilsynet har nylig lagt frem en rapport om konkurranseforholdet til oljeservicenæringen, på bakgrunn av at Statoil ASA er en svært dominerende aktør (NTB, 2016). De var bekymret for at Statoil ASA skulle presse oljeserviceselskapene i en slik grad at man skadet næringen. Konkurransetilsynet konkluderte derimot med at dagens lovgiving er god nok til å regulere konkurransen (NTB, 2016).

I tillegg til Statoil ASA er det også andre selskaper som har fått tildelt utvinningstillatelser på felt i Nordsjøen, Norskehavet og Barentshavet (Offshore.no, 2016). Blant disse kan vi nevne det amerikanske selskapet Edison Oil, det tyske selskapet Wintershall og det norske registrerte selskapet Aker BP ASA. Selv om disse, og andre, ikke kan konkurrere med Statoil ASA på størrelse på norsk kontinentalsokkel, er de med på å utjevne kundenes forhandlingsmakt for selskaper i oljeservicenæringen. Flere kunder gir som nevnt lavere forhandlingsmakt, da selskaper som Aker Solutions ASA kan gå til andre for å få solgt sin teknologi istedenfor å måtte konkurrere ned sine egne priser da de er avhengige av å få en bestemt kontrakt med et bestemt selskap. Videre har Aker Solutions ASA en konkurransefordel i forhold til bransjen ved at de har samme eier som Aker BP ASA (Oslo Børs, 2016). I tillegg er det en fordel at Aker Solutions ASA har inngått et strategisk samarbeid med Subsea 7 og petroleumsselskapet (Aker BP ASA, 2016). Dette fordi Aker Solutions ASA vil ha en betydelig større sannsynlighet for å bli tildelt kontrakter, da det er i eierens og det strategiske samarbeidets interesse at selskapene leverer gode resultater (Lorentzen, 2016). Det må likevel presiseres at Aker BP ASA er et lite petroleumsselskap, og at størrelsen og mengden av kontrakter fra selskapet derfor vil være begrenset.

Da petroleumsselskapene som opererer på norsk sokkel er selskaper i den norske oljeservicenæringens eneste kunder, vil oljeservicenæringen spesielt være avhengig av hvordan tilstanden i petroleumsnæringen er. Vi ser her en klar sammenheng mellom hvordan petroleumsselskapene gjør det og hvordan selskaper som Aker Solutions ASA presterer. På grunn av fallende oljepris de siste årene har store kunder gjort det betraktelig dårligere. De har hatt en redusert inntekt og vært tvunget til å avskjedige ansatte for å overleve dårlige tider. I tillegg har de kansellert prosjekter og investeringer. Som vi har sett tidligere vil dette for selskaper som Aker Solutions ASA være svært kritisk. Det blir da færre kontrakter å konkurrere om, samtidig som petroleumsselskapene i større grad vil være ute etter å kutte kostnader noe som gjør at oljeserviceselskapene blir presset ytterligere, og lønnsomheten reduseres.

En annen trussel for oljeservicebransjen er i hvilken grad kundene har muligheten til lett å integrere vertikalt og produsere og tilby tjenestene selv. Store petroleumsselskaper vil ha muligheten til å gjøre dette rent økonomisk, men det vil i flere tilfeller ikke være effektivt og lønnsomt. Det vil være naturlig å anta at dersom selskaper som Statoil ASA hadde tjent på og selv tilby det oljeservicebransjen har spesialisert seg på, så ville de gjort dette. Selskaper som

Aker Solutions ASA sitter også på svært lang erfaring innen bransjen, og har spesialisert seg på blant annet teknologi, effektivisering og kostnadsbesparelse, som slike nykommere vil bruke lengere tid på å kunne oppnå og det vil derfor være rimeligere for petroleumsselskapene å benytte eksterne leverandører (Lorentzen, E24, 2016).

#### 4.4.1 Delkonklusjon

Bransjen preges av relativt sett mange kunder, noe som gjør at vi kan si at kundene har en lav forhandlingsmakt. Dette kan øke lønnsomheten i bransjen. Derimot er det en aktør som skiller seg ut, Statoil ASA, som sitter på store deler av utvinningstillatelsene. En slik kunde har høy forhandlingsmakt og det vil være nødvendig for selskapene i oljeservicebransjen å senke sine priser for å konkurrere om kontrakter fra Statoil ASA. Resultatet av dette er at bransjen blir mindre lønnsom. Samtidig vil det være viktig å ha en god relasjon til dette selskapet, noe Aker Solutions ASA har og drar fordeler av. Aker Solutions ASAs forhold til Aker BP ASA gir dem en ytterligere konkurransefordel i forhold til bransjen da de vil ha større sannsynlighet for å vinne kontrakter. I tillegg vil det ikke være gunstig for kundene å integrere vertikalt inn i bransjen, noe som gjør kundenes forhandlingsmakt i bransjen lavere. At oljeservicebransjen vil være svært avhengig av tilstanden i petroleumsnæringen gjør på den andre siden forhandlingsmakten høyere. Alt sett under ett kan vi se at kundene har en middels høy forhandlingsmakt, men at Statoil ASA, som et særkseksempel, har en høy forhandlingsmakt i bransjen. At kundene har en middels høy forhandlingsmakt vil være negativt for lønnsomheten til bransjen og Aker Solutions ASA, og dermed selskapets verdi. Aker Solutions ASA har imidlertid en god relasjon til den største kunden, noe som vil påvirke deres selskapsverdi positivt.

#### 4.5 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørene til den norske oljeservicenæringen er de som leverer råmateriale for produksjon av produkter og annet utstyr oljeserviceselskapene benytter for å utføre sine tjenester. Produkter oljeservicenæringen kjøper fra andre kan variere mellom alt fra seletøy og klær, til metaller og plast. Det vi derimot skal fokusere på her er leverandører av råvarer, da dette utgjør de største kostnadene for selskapene i oljeservicebransjen. På verdensbasis finnes

det en rekke produsenter og leverandører av for eksempel metaller, noe som benyttes i flere av selskapenes produkter (Aker Solutions ASA, 2016). At det er mange leverandører å velge mellom gjør at de har en lavere forhandlingsmakt. Dette betyr at bransjen kan karakteriseres som mer lønnsom.

Produktene leverandørene leverer er også relativt homogene. Dersom det ikke er mulig å skille produktene fra hverandre, er det eneste som betyr noe hvilken pris man tilbyr. På den ene siden fører dette til at leverandørene vil ha en lavere makt og må senke prisene for å kapre kunder da det er lett for oljeserviceselskapene å bytte leverandør. På den andre siden kan generelle produkter slik som metaller brukes i flere markeder, noe som gjør at dersom leverandørene tjener dårlig på salg i oljeservicenæringen, så kan de selge produktene sine i andre markeder. Dette bidrar til at de får en høyere forhandlingsmakt, da oljeserviceselskapene er avhengige av at de er villig til å selge produkter til dem. Dersom vi i tillegg legger til at metallreservene i verden er begrensede, vil det være viktig for oljeserviceselskapene at ressursene havner i deres bransje (Desjardins, 2014). Likevel ser vi at blant annet norsk industriproduksjon har falt kraftig den siste tiden, hvor mye skyldes nedgangstider i oljeservicenæringen og andre næringer knyttet til oljesektoren (Mala, 2016). Dette kan tyde på at leverandørene også er avhengig av kundene i oljeservicenæringen, noe som tilsier at de har en lav forhandlingsmakt.

Som leverandør for bransjen stilles det høye krav til produktene, dette som følge av strenge regler på norsk kontinentalsokke, samt de vanskelige forholdene som gjør at produktene må holde høy kvalitet. At man er avhengig av bestemte egenskaper, kan begrense mulige leverandører for bransjen og dette øker de gjenværende leverandørenes forhandlingsmakt. Aker Solutions ASA har blant annet utviklet egne systemer for å sikre at leverandørene lever opp til deres standarder (Aker Solutions ASA, 2016). Standardene som brukes til screeningen omfatter alt fra menneskerettigheter og anti-korrupsjon til kvalitet. At selskaper som Aker Solutions ASA er kritiske ved valg av leverandør kan tyde på at leverandørene ikke har særlig høy forhandlingsmakt i utgangspunktet, slik at de har råd til å stille krav og være kritiske. På den andre siden eliminerer denne prosessen flere leverandører, noe som gjør at leverandørene som tilfredsstillt kravene kan påvirke Aker Solutions ASAs lønnsomhet i større grad.

Porter nevner også at i hvilken grad leverandørene har forhandlingsmakt avhenger av om de kan integrere vertikalt inn i markedet. Som vi har sett tidligere er det høye kostnader

forbundet med å etablere seg i bransjen, dessuten krever det spesiell kompetanse innenfor teknologi, da bransjen blant annet preges av vanskelige forhold. Den avanserte teknologien vil være noe som er vanskelig for leverandører av generelle produkter å tilegne seg. Leverandørene leverer som kjent til flere bransjer og markeder, og har i utgangspunktet ingen spesialkompetanse innenfor petroleum og oljeservice fra før av. Det vil være rimelig å anta at dersom en leverandør skulle gått inn i en slik bransje, ville dette krevd store omstillinger og investeringer. Spesielt i en tid som preges av dårligere marginer på grunn av en særdeles lav oljepris, vil det være vanskelig å rettferdiggjøre store kostnader forbundet med dette. Sannsynligheten for at leverandørene velger å gå inn i bransjen regnes derfor som liten, og dette tilsier at leverandørene har en lav forhandlingsmakt.

#### 4.5.1 Delkonklusjon

De mange leverandørene leverer generelle produkter, noe som i utgangspunktet gir de en lav forhandlingsmakt da det vil være enkelt for oljeserviceselskapene å bytte leverandør. Derimot selger råvareleverandørene til flere markeder, noe som gjør at de kan selge til andre bransjer dersom de opplever oljeservicebransjen som lite lønnsom. Dette øker leverandørenes forhandlingsmakt. Høye krav, regler og lover som begrenser leverandørmassen gir også høyere forhandlingsmakt for de som overholder dette. Det er på den andre siden ikke sannsynlig at leverandørene går inn i markedet, noe som tyder på en lav forhandlingsmakt. Dersom man i tillegg legger til grunn at selskaper som Aker Solutions ASA stiller egne krav, kan man konkludere med at leverandørenes forhandlingsmakt er relativt sett lav. Lav forhandlingsmakt fra leverandørenes side øker lønnsomheten i oljeservicebransjen. Dette gjør videre at Aker Solutions ASAs lønnsomhet og selskapsverdi øker.

#### 4.6 Konklusjon

Som vi har sett er konkurransesituasjonen i markedet svært høy, noe som gjør bransjen mindre lønnsom da man må senke priser og marginer for å kunne konkurrere om viktige kunder. Denne konkurransesituasjonen er derimot delvis drevet av vanskelige tider, og vi har sett tegn til at de vanskelige tidene kan være i ferd med å snu. Videre vil effektivisering og kostnadskutt kunne føre til økte marginer, noe som vil bidra til økt lønnsomhet på lang sikt.

Inngangsbarrierene i markedet er høye, noe som gjør bransjen mer lønnsom for de etablerte oljeserviceselskapene. Trusselen fra direkte substitutter er også lav, noe som er positivt for lønnsomheten. På den andre siden kan oljeservicenæringens påvirkes indirekte gjennom substitutter til petroleumsnæringen, noe som vil gjøre bransjen mindre lønnsom. Kundernes forhandlingsmakt er generelt sett middels høy, og er preget av en stor kunde, Statoil ASA, som gjør deres forhandlingsmakt høyere. Sterke kunder som Statoil ASA vil derfor gjøre bransjen mindre lønnsom. Leverandørenes forhandlingsmakt er på den andre siden relativt sett lav, da det er mange leverandører som leverer generelle produkter. Dette gjør bransjen mer lønnsom for oljeserviceselskapene.

Drøftelsen har gitt oss et tvetydig bilde av bransjens lønnsomhet. For øyeblikket kan vi derimot konkludere med at bransjen ikke er særlig lønnsom, da det er høy konkurranse, og et lavt investeringsnivå som presser marginene nedover. Aker Solutions ASA er derimot relativt godt stilt da de har flere konkurransefordeler i forhold til bransjen. For det første er de å regne som en stor aktør i det norske oljeservicemarkedet. Dette gir dem en fordel da de har muligheten til å påta seg flere og større prosjekter enn mange av konkurrentene. En annen konkurransefordel ligger i Aker Solutions ASAs gode relasjon til Statoil ASA og Aker BP ASA, som vil gi dem bedre muligheter til å tilegne seg kontrakter. Dette kan også bidra til at de kan utnytte stordriftsfordeler da de kan standardisere produksjonen. Deres lange erfaring fra operasjoner på norsk kontinentalsokkel regnes også som en konkurransefordel for selskapet. Videre er deres ledende posisjon innen innovasjon og effektivisering en konkurransefordel, da de på sikt vil kunne levere mer ettertraktede produkter og tjenester. Den ledende posisjonen kan også være en konkurranseulempe da et fokus på innovasjon som ikke gir gode resultater, vil føre til økte kostnader og lavere marginer. At selskapet har majoriteten av sin drift i Norge kan gi dem en ytterligere konkurranseulempe da flere av konkurrentene har største delen av sin drift i land med lavere kostnader.

Totalt sett vil en lite lønnsom bransje reduserer Aker Solutions ASAs inntjeningsmuligheter og dermed deres selskapsverdi. På den andre siden har Aker Solutions ASA flere konkurransefordeler, noe som har en positiv innvirkning på deres lønnsomhet og selskapets verdi. Ulempene som er avdekket kan imidlertid ha motsatt effekt. Videre vil situasjonen i bransjen forbedre seg på sikt, noe som også vil påvirke selskapsverdien positivt.

## Kapittel 5 – Regnskapsanalyse

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en regnskapsanalyse av Aker Solutions ASA. Målet er å avdekke deres konkurransefordeler og -ulempene innenfor lønnsomhet og likviditet. I kapittel 5.1 vil teori og rammeverk for regnskapsanalyse bli presentert, før omgruppering og analysen utføres i kapittel 5.2 og 5.3.

### 5.1 Teori og rammeverk

#### 5.1.1 Valg av analysenivå, analyseperiode og benchmark

I denne regnskapsanalysen har vi et investororientert syn med fokus på blant annet lønnsomhet og likviditet. Aker Solutions ASA sine regnskap er ført etter International Financial Reporting Standards (IFRS). Dette betyr at regnskapene er ført med hensyn til kreditorer, hvor fokuset i oppstillingen er på risiko i forhold til rentedekning og konkurs. For å legge bedre til rette for en investororientert regnskapsanalyse vil regnskapene derfor bli omgruppert (Knivsfå, 2016). For balansene innebærer dette å få tydeligere frem hvilke eiendeler som skaper verdi og hvordan det er finansiert. For resultatregnskapene betyr det å skape et klart skille mellom hvilke inntekter og kostnader som hører til drift, finans og som er unormale eller normale. Et finansregnskap som ikke er omgruppert tar ikke hensyn til disse faktorene, og en vil da få en feil fremstilling av den normale driften til selskapet i analysen. Ettersom dette er et nødvendig forarbeid for analysen vil metodene for omgruppering forklares før rammeverket for regnskapsanalysen presenteres. Før vi forklarer stegene i omgrupperingen og analysen er det noen praktiske valg som må gjennomføres. Dette er valg av analysenivå, analyseperiode og «Benchmark».

##### 5.1.1.2 Analysenivå

Det første valget som må gjøres er hvorvidt selskapet skal analyseres for hvert forretningsområde eller samlet (Knivsfå, 2016). Ettersom Aker Solutions ASA består av flere forretningsområder, er det optimale alternativet å analysere hvert enkelt forretningsområde hver for seg. Dette for å utnytte informasjonen best mulig. På grunn av lite



regnskapsinformasjon om de ulike avdelingene er dette derimot ikke mulig. Analysen vil derfor utføres på et overordnet nivå. Videre må det avgjøres om analysen skal gjøres på morselskapet eller på hele konsernet samlet. Vi velger her å utføre analysen på konsernnivå ettersom den omfavner hele konsernets drift bedre enn bare morselskapet.

### *5.1.1.3 Analyseperiode*

Det neste valget som må gjøres er lengden på analyseperioden (Knivsflå, 2016). Analyseperioden er det historiske tidsrommet en velger å bruke når et selskaps finansielle prestasjoner skal analyseres. Dersom virksomheten har drevet med det samme over lang tid brukes en lang analyseperiode, gjerne 10 år. Har selskapet vært igjennom flere endringer i senere tid tilsier dette at en kort periode er mest hensiktsmessig. Som nevnt ble Aker Solutions ASA i 2014 et nytt selskap etter fisjonen av blant annet drilling-virksomheten og andre virksomheter i et nytt selskap Akastor ASA. Selskapet vi kjenner i dag har derfor ikke eksistert i mer enn 2 år. Vi velger derfor analyseperioden til å være fra 2014-2015. Vi kunne oppnådd en lengre analyseperiode ved å fremskrive årsregnskapet for 2016. Dette er ikke gjort på bakgrunn av stor usikkerhet.

### *5.1.1.4 Valg av Benchmark*

Det siste valget som må gjøres er hva som skal være sammenligningsgrunnlaget for analysen (Knivsflå, 2016). I følge rammeverket kan sammenligningsgrunnlaget enten være bransjen eller «peers». I bransjen er det sammenlignbare selskaper samt selskapet som skal analyseres som inngår. I peers er det kun de sammenlignbare selskapene. I regnskapsanalyse anbefales det at bransjeggjennomsnittet brukes. Men ettersom Aker Solutions ASA opererer innenfor to hovedområder velger vi å finne forholdstall for peers innenfor hvert av områdene. Videre bruker vi medianen av forholdstallene fra alle peers. Grunnen til at medianen brukes er fordi noen av selskapene kan ha ekstremverdier i forhold til de andre og derfor gi et feil bilde av peers' økonomiske prestasjoner og likviditet. På den andre siden kan bruk av medianen være lite representativt, dersom det er store forskjeller i forholdstallene mellom selskap 3 og 4. Dette er likevel ikke tilfelle i vår utredning. Videre kan størrelsesforholdene mellom peers gjøre at vi burde vektet noen selskapers forholdstall mer enn andre. Dette har vi ikke gjort da

det ikke er en stor aktør som står for majoriteten av bransjens omsetning, men heller flere store, mellomstore og små aktører.

## 5.1.2 Omgruppering

### 5.1.2.1 Omgruppering av resultatregnskap

Målet med omgrupperingen av resultatregnskapet er at man skal fordele inntekter, kostnader og skatt etter hvorvidt det hører til drift, finans eller er unormale poster (Knivsflå, 2016). Det første steget som utføres er å finne fullstendig nettoresultat til egenkapitalen. Dette gjøres ved å ta årsresultatet pluss annet fullstendig resultat pluss eventuell «dirty surplus». Dirty surplus er brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Dette skjer for eksempel ved at kostnader som egentlig skal føres i resultatregnskapet blir ført rett mot balansen. Dersom det forekommer dirty surplus vil endringene i egenkapitalen ikke reflekteres i årsresultatet. Dirty Surplus er ikke tillatt i norske regnskap og skal heller ikke forekomme i regnskap ført etter IFRS. Likevel bør det undersøkes, da dette kan forekomme. Ved å finne fullstendig netto resultat til egenkapitalen vil eventuell dirty surplus inngå, og nettoresultatet vil da gjenspeile den virkelige endringen i egenkapitalen.

Siste steg er å gruppere om resultatet slik at man får skilt driftsposter fra finansposter (Knivsflå, 2016). På den måten får man frem kildene til resultatet og hvordan resultatet er fordelt mellom gjeld, egenkapital, minoriteter og det offentlige. Videre er det viktig å skille mellom unormale og normale poster. Normale poster er inntekter og kostnader som forventes å komme igjen, mens unormale er engangstilfeller. Når omgrupperingen er gjort vil resultatregnskapet ligne det som er illustrert i figur 8.

Figur 8. Mal på ferdig omgruppert resultatregnskap

|   |
|---|
| Driftsinntekter                                     |
| - Driftskostnader                                   |
| <b>= Driftsresultat egen virksomhet</b>             |
| - Driftsrelatert skatt egen virksomhet              |
| <b>= Netto driftsresultat egen virksomhet</b>       |
| + Netto resultat fra driftstilknyttede virksomheter |
| <b>= Netto driftsresultat</b>                       |
| + Netto finansinntekt                               |
| <b>= Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>       |
| - Netto finanskostnad                               |
| - Netto minoritetsresultat                          |
| <b>= Netto resultat til egenkapital</b>             |
| + Unormalt netto driftsresultat                     |
| + Unormalt netto finansresultat                     |
| - Unormalt netto minoritetsresultat                 |
| <b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>  |
| - Netto utbetalt utbytte                            |
| <b>= Endring i egenkapital</b>                      |

Kilde: (Knivsflå, 2016)

### 5.1.2.2 Omgruppering av balansen

For at en investor skal kunne utføre en analyse av selskapet er det naturlig at balansen omgrupperes slik at den er tilpasset investoren. Det blir den når den omgrupperte balansen viser hvilke eiendeler som brukes i drift og som skaper verdi, samt hva som finansierer disse eiendelene (Knivsflå, 2016). Eiendelene blir gjerne omtalt som netto driftseiendeler og kapitalen som netto driftskapital. Balansen vil etter omgruppering se ut som i figur 9.

Figur 9. Mal på ferdig omgruppert balanse



Kilde: (Knivsflå, 2016)

For å komme frem til det overnevnte resultatet foreslår rammeverket fire steg.

#### 5.1.2.2.1 Steg 1 – Avsatt utbytte = egenkapital

I følge Norsk God Regnskapsskikk (NGRS) skal foreslått og avsatt utbytte føres opp som kortsiktig gjeld i balansen inntil det blir utbetalt (Knivsflå, 2016). Dette medfører at egenkapitalen for et regnskapsår reduseres med utbytte mens kortsiktig gjeld øker tilsvarende. Når det så utbetales blir kortsiktig gjeld redusert med utbytte. Fra et investororientert syn er ikke avsatt utbytte gjeld fordi det skal betales ut til eierne. All utbytte som er ført som kortsiktig gjeld skal derfor tilbakeføres til egenkapitalen. Når utbytte så betales skal egenkapitalen reduseres med utbytteverdien. Er regnskapet ført etter IFRS skal ikke foreslått utbytte føres som kortsiktig gjeld. Det er derfor ikke behov for å gjøre noen omgruppering i det tilfellet.

#### 5.1.2.2.2 Steg 2 - Drift eller finansiering

Det neste steget er å skille drift fra finansiering (Knivsflå, 2016). Med dette menes det at balansen må deles opp etter hva som hører til drift og hva som hører til finansiering. På eiendelsiden deles totale eiendeler opp i driftsrelaterte eiendeler og omløpsmidler, og finansielle eiendeler og omløpsmidler. Driftsrelaterte eiendeler er alt som inngår i driftssyklusen. En finansiell eiendel er pengeplasseringer og andre driftsfremmende eiendeler. Et eksempel er en bygning som står tomt og ikke inngår i driften. På finansieringssiden deles gjeld opp i driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Driftsrelatert gjeld er gjeld som er tatt opp som en del av driftssyklusen og som det derfor ikke betales renter på. Et eksempel er leverandørgjeld. Finansiell gjeld er gjeld som brukes til å finansiere bedriften og som det derfor betales renter på.

#### 5.1.2.2.3 Steg 3 – Fra total- til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er kapital som er investert i selskapet av egenkapitaleiere og långivere (Knivsflå, 2016). Steg nummer tre er å gå fra totalkapital til sysselsatt kapital. Driftsrelatert gjeld trekkes derfor ut av finansieringssiden og føres mot driftsrelaterte eiendeler på eiendelssiden. Dette er fordi driftsrelatert gjeld ikke sees på som en gjeld, men en del av driften. Resultatet blir netto driftseiendeler, som kan deles opp i netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital.

#### 5.1.2.2.4 Steg 4 – Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Ettersom investoren hovedsakelig er interessert i verdiene som skapes i driften trekkes de finansielle eiendelene ut fra eiendelssiden og føres mot netto finansiell gjeld på finansieringssiden (Knivsflå, 2016). Resultatet blir at balansen har netto driftseiendeler på eiendelssiden og netto driftskapital på finansieringssiden. Det vil si at eiendelssiden representerer de eiendelene som skaper verdi gjennom drift, og finansieringssiden representerer kapitalen som finansierer dette. Når balansene og resultatregnskapene er omgruppert er neste steg utarbeidelse og analyse av forholdstall for risiko og lønnsomhet.

### 5.1.3 Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse går ut på å regne ut og sammenligne forholdstall fra et selskaps årsregnskap mot en gitt benchmark (Knivsflå, 2016). Slike forholdstall illustrerer for eksempel selskapets risiko for konkurs eller selskapets lønnsomhet. Disse presenteres i kapittel 5.1.3.1 og 5.1.3.2. Målet med analysen er å få innsikt i selskapets konkurranseposisjon som videre kan brukes til å danne grunnlag for å vurdere selskapets økonomiske fremtidsutsikter. Forholdstallene som brukes kalkuleres ved hjelp av de omgrupperte balansene og resultatregnskapene.

Det er hovedsakelig to benchmark som brukes hyppigst for analyse (Knivsflå, 2016). Disse er tidstrenden til bedriften og bransjegjennomsnittet. Når forholdstallet sammenlignes med tidstrenden er det i hvilken retning forholdstallet beveger seg i forhold til tidligere år som avgjør om det er en positiv eller negativ økonomisk og konkurransemessig utvikling for bedriften. Et eksempel på en positiv utvikling er dersom avkastningen på egenkapitalen til selskapet øker med årene. Når forholdstallene sammenlignes med bransjegjennomsnittet antas det at bransjens forholdstall reflekterer et akseptabelt nivå. Dersom forholdstallet til bedriften da er bedre enn bransjen, har selskapet en konkurransefordel i forhold til bransjen.

### 5.1.3.1 Kreditrisiko

Målet med analysen av kreditrisiko er å avdekke selskapets likviditetsmessige situasjon og konkurranseposisjon (Knivsflå, 2016). Selve analysen kan deles opp i tre steg. Første steg bruker forholdstall for å analysere selskapets kortsiktige likviditetsrisiko. Det andre steget vurderer selskapets langsiktige kreditrisiko. Det siste steget er en oppsummering av de to foregående stegene gjennom utarbeidelse av en «syntetisk rating». En syntetisk rating er en vurdering av selskapets totale finansielle risiko og konkurranseposisjon uttrykt i form av en karakter. I det følgende vil disse stegene med tilhørende forholdstall bli presentert.

#### 5.1.3.1.1 Likviditet - Kortsiktig kreditrisiko

I analyse av likviditeten, vektlegges kortsiktig kreditrisiko (Knivsflå, 2016). Med dette menes om selskapet har nok likvide midler til å betale løpende krav etter hvert som de forfaller. Det typiske forholdstallet for å analysere likviditeten kan illustreres som vist under.

$$\text{Kortsiktig likviditetsrisiko} = \frac{\text{Likviditet}}{\text{Krav som forfaller på kort sikt}}$$

Analogien bak forholdstallet er at høyere verdi betyr mindre kortsiktig likviditetsrisiko (Knivsflå, 2016). De to mest brukte forholdstallene for likviditetsanalyse er likviditetsgrad 1 (LG1) og rentedekningsgrad. LG1 tar utgangspunkt i hvor stor grad de likvide midlene fra balansen kan dekke løpende forpliktelser, altså kortsiktig gjeld. Den finnes ved å ta omløpsmidler og dele på kortsiktig gjeld slik som formelen under viser.

$$LG1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Rentedekningsgrad tar utgangspunkt i hvor stor grad nettoresultatet fra sysselsatt kapital kan dekke løpende betalinger, altså netto finanskostnader (Knivsflå, 2016). Den finnes ved å ta nettoresultat til sysselsatt kapital og dele på netto finanskostnader, som vist under. Tallene som brukes i forholdstallet kan enten være de reelle tallene eller normaliserte tall. Det vanlige er imidlertid å bruke normaliserte tall da de bedre forklarer konkursrisiko.

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

#### 5.1.3.1.2 Soliditet – Langsiktig kredittrisiko

Analyse av soliditeten fokuserer på langsiktig kredittrisiko, altså om selskapet er likvid nok til å tåle tap over en lengre periode (Knivsflå, 2016). Et av de viktigste forholdstallene i en soliditetsanalyse er egenkapitalprosent. Høyere egenkapitalprosent (EK-prosent) betyr mindre langsiktig kredittrisiko. Forholdstallet finnes ved å ta egenkapital og dele på total kapital som vist under.

$$\text{EK – prosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Total kapital}}$$

Analyse av selskapets lønnsomhet er også med på å forklare selskapets soliditet (Knivsflå, 2016). Dette fordi god lønnsomhet hindrer at egenkapitalen reduseres, fordi forpliktelserne kan dekkes av god avkastning fra driften. Ved en soliditetsanalyse er det derfor også fornuftig å ta hensyn til netto driftsrentabilitet. Netto driftsrentabilitet er netto driftsresultat delt på netto driftskapital. Den reflekterer med andre ord avkastningen et selskap generer gjennom driften relativt til den kapitalen som er investert.

#### 5.1.3.1.3 Kredittrisiko oppsummert – Syntetisk rating

For å oppsummere den kortsiktige og langsiktige kredittrisikoen utføres det, som nevnt, en syntetisk rating av selskapet (Knivsflå, 2016). At selskapet blir «ratet» vil si at det får en karakter basert på analyse av kortsiktig og langsiktig kredittrisiko. Denne karakteren reflekterer dermed selskapets kredittrisiko og risiko for konkurs. Den syntetisk ratingen kan videre brukes til å fastsette kredittpremien gjeldseierne krever for å låne ut til selskapet, som igjen implementeres i avkastningskravet for verdsettelsen.

### 5.1.3.2 Lønnsomhet

I vurderingen av selskapets lønnsomhet er det mest brukte forholdstallet egenkapitalrentabilitet (Knivsflå, 2016). Denne viser avkastningen som er generert til egenkapitalen i løpet av et år. Tolkningen av tallet er at en høyere egenkapitalrentabilitet betyr høyere avkastning for eierne av egenkapitalen. Måten tallet regnes ut er ved å ta normalisert resultat og dele på gjennomsnittlig egenkapital for året. Dette er illustrert i formelen under.

*Egenkapitalrentabilitet*

$$= \frac{\text{Normalisert resultat}}{\left( \frac{\text{Inngående balanse egenkapital} + \text{utgående balanse egenkapital}}{2} \right)}$$

Egenkapitalrentabiliteten blir ofte delt opp og analysert videre for å avdekke kildene til lønnsomheten (Knivsflå, 2016). En av de vanligste kildene til egenkapitalrentabiliteten, som det blir fokusert på, er netto driftsrentabilitet. Dette er fordi store deler av verdiskapningen til flere selskaper oppstår gjennom driften.

## 5.2 Omgruppering av Aker Solutions ASAs regnskap

Ettersom Aker Solutions ASAs regnskap er kreditororientert vil vi i det følgende omgruppere balansene og resultatregnskapene for 2014 og 2015. Dette er også gjort for peers, men vi vil kun presentere omgrupperingen for Aker Solutions ASA. Når omgrupperingen er utført vil vi utføre selve analysen av regnskapene med bakgrunn i teori presentert i kapittel 5.1. I midten av 2014 ble Aker Solutions ASA opprettet som et nytt selskap. Regnskapene til Aker Solutions ASA for dette året er derfor justert slik at det gjenspeiler det selskapet vi kjenner i dag.



### 5.2.1 Presentasjon av resultatregnskap

I tabell 4 ser vi konsolidert resultatregnskapet for Aker Solutions ASA i 2014 og 2015 (Aker Solutions ASA, 2015) (Aker Solutions ASA, 2016) (Aker Solutions ASA, 2016). Alle tall er i millioner kroner (NOK). Fullstendige resultatregnskap presenteres i tabell A.1 i appendiks.

Tabell 4. Presentasjon av resultatregnskap for 2014 og 2015

| <b>RESULTATREGNSKAP</b>                      | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
|--|-------------|-------------|
| <b>Sum inntekter</b>                         | 31 896      | 32 971      |
| <b>Sum kostnader</b>                         | 30 938      | 30 962      |
| <b>Driftsresultat</b>                        | 958         | 2 009       |
| <b>Netto finans</b>                          | -274        | -193        |
| <b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>   | 684         | 1 816       |
| Skattekostnad på ordinært resultat           | 302         | 516         |
| <b>Ordinært resultat etter skattekostnad</b> | 382         | 1 300       |
| <b>Årsresultat</b>                           | 390         | 1 280       |

Kilde: Årsrapport fra 2014 og 2015

Som vi ser har Aker Solutions ASA hatt en nedgang i driftsresultat fra 2014 til 2015 på over 1 milliard. Dette har blant annet sammenheng med den fallende oljeprisen og kraftig reduksjon i investeringer fra petroleumsselskaper, spesielt på norsk sokkel. Annet fullstendig resultat (AFR) er presentert i neste avsnitt. Der ser vi at Aker Solutions ASA til tross for nedgangen i oljebransjen har klart å levere et fullstendig netto resultat til egenkapitalen i 2015 tilsvarende 2014. En av forklaringene på dette er gode valuta-sikringsstrategier av fremtidige inntjeningene.

### 5.2.2 Omgruppering av resultatregnskapet

Første steget i omgrupperingen av resultatregnskapene er å finne fullstendig nettoresultat til egenkapitalen. Ettersom Aker Solutions ASAs regnskap er ført etter IFRS, inneholder fullstendig nettoresultat posten annet fullstendig netto resultat. I tillegg skal dirty surplus ikke forekomme. Vi har likevel kontrollert for dette i årsregnskapene og ikke avdekket dirty surplus. Fullstendig nettoresultat for begge årene er illustrert i tabell 5.

Tabell 5. Fullstendig resultat 2014 og 2015

| År                                   | 2015  | 2014  |
|--------------------------------------|-------|-------|
| Årsresultat                          | 390   | 1 280 |
| Annet fullstendig resultat           | 728   | -164  |
| Fullstendig resultat til egenkapital | 1 118 | 1 116 |

Kilder: Årsrapport fra 2014 og 2015

Neste steg er å omgruppere resultatregnskapene slik at vi skiller driftspostene og finanspostene fra hverandre. Videre skiller vi unormale og normale poster fra hverandre. I regnskapene er driftspostene og finanspostene allerede separert fra hverandre. Det eneste som mangler er å fordele annet fullstendig resultat, som er presentert i tabell 6, på de to postene.

Tabell 6. Annet fullstendig resultat 2014 og 2015

| År   | Sikringsreserve | Valutasikringsreserve | Pensjonsreserve | Annet fullstendig resultat |
|------|-----------------|-----------------------|-----------------|----------------------------|
| 2014 | -1 227          | 1 180                 | -117            | -164                       |
| 2015 | -211            | 881                   | 58              | 728                        |

Kilder: Årsrapport fra 2014 og 2015

For 2014 og 2015 er annet fullstendig nettoresultat delt opp i sikringsreserve, valutasikringsreserve og pensjonsreserve. I årsrapportene kommer det frem at de to førstnevnte postene er finansposter, mens den siste er en driftspost. Disse inntektene/kostnadene vil derfor føres inn under sine respektive poster i det endelige resultatregnskapet for begge årene.

Når alle inntekter og kostnader er kategorisert som finans- eller driftspost, er neste steg å skille ut unormale inntekter og kostnader fra de to postene i en egen unormal post. Under driftsposten er det for begge årene bare nedskrivinger som ansees som unormale. Dette fordi nedskrivinger ikke er gjentakende over en bedrifts levetid. De andre inntektene og kostnadene som er ført under driftsresultatene i tabell A.1 i appendiks, i tillegg til pensjonsreserve fra AFR, ansees som normale da de er gjentakende gjennom bedriftens levetid. Dette er også poster Aker Solutions ASA bekrefter som normale i notene til årsregnskapene (Aker Solutions ASA, 2015) (Aker Solutions ASA, 2016).

Finansinntektene og renteinntektene samt finanskostnadene og rentekostnadene som er presentert i regnskapet i tabell A.1, er i årsrapportene beskrevet som renteinntekter og -kostnader, samt tap eller gevinst på forwardkontrakter (Aker Solutions ASA, 2015) (Aker Solutions ASA, 2016). Renteinntekter og -kostnader er gjentakende over en bedrifts livstid og ansees som normale. Grunnen til at tap og gevinst på forwardkontrakter ansees som normale er at Aker Solutions ASA stadig vil være utsatt for valutaendringer, og vil alltid ha behov for å sikre seg mot dette ettersom store deler av deres inntekt er dollarbasert. Dette er også grunnen til at finansposten i AFR regnes som normal fordi den inneholder derivater som brukes til for eksempel valutasikring. Skattekostnaden er ikke unormal da den består av vanlig skatt på resultater og noe utsatt skatt. I likhet med finansposten i AFR er dette noe som forventes å forekomme hvert år.

Siste steg i omgrupperingen er å fordele total skattekostnad for 2014 og 2015 på de ulike postene drift, finans, og unormal drift. På grunn av store forskjeller i driftsskattesatsen i de to årene er det brukt en driftsskattesats lik selskapsskattesatsen i 2014 og 2015 på 27 % (Finansdepartementet, 2014). Videre er finansinntektene skattlagt med 18 % og finanskostnader med 27 % (Knivsfå, 2016). Det gjøres oppmerksom på at unormalt netto driftsresultat for 2014 skyldes unormal driftsskatt på normalt driftsresultat ettersom driftsskattesats ble satt til 27 %. I tabell 7 er det konsoliderte omgrupperte resultatregnskapet for begge årene presentert. Endring i egenkapital for 2015 er 1 million for lite i forhold til faktisk endring. Dette er på grunn av at det ikke er foretatt avrundinger i det presenterte resultatregnskapet, kun i balansen. Det vil ikke være mulig å spore kilden til avrundingsfeilen i resultatregnskapet. Fullstendig omgruppert resultatregnskap finnes i tabell A.2 i appendiks.

Tabell 7. Ferdig omgruppert resultatregnskap for 2014 og 2015

| <b>RESULTATREGNSKAP</b>                          | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
|--|-------------|-------------|
| <b>Sum driftsinntekter</b>                       | 31 896      | 32 971      |
| <b>Sum driftskostnader</b>                       | 30 775      | 30 962      |
| <b>Driftsresultat før skatt</b>                  | 1 121       | 2 009       |
| Driftsrelatert skatt                             | 303         | 542         |
| <b>Totalt netto driftsresultat</b>               | 876         | 1 350       |
| <b>Netto resultat til sysselsatt kapital</b>     | 1 704       | 1 450       |
| <b>Nettoresultat til egenkapital</b>             | 1 372       | 1 153       |
| Unormalt netto driftsresultat                    | -254        | -37         |
| <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b> | 1 118       | 1 116       |
| <b>Endring i egenkapital</b>                     | 718         | -554        |

### 5.2.3 Omgruppering av balansene

I tabell 8 er de konsoliderte balanseregnskapene for 2014 og 2015 presentert. De fullstendige regnskapene presenteres i tabell A.3 i appendiks.

Tabell 8. Balanseregnskap for 2014 og 2015

| <b>BALANSEREGNSKAP</b>          | <b>2015</b>   | <b>2014</b>   |
|---------------------------------|---------------|---------------|
| <b>EIENDELER</b>                |               |               |
| Sum anleggsmidler               | 10 537        | 9 773         |
| Sum omløpsmidler                | 17 192        | 17 618        |
| <b>SUM EIENDELER</b>            | <b>27 729</b> | <b>27 391</b> |
| <b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>     |               |               |
| Sum egenkapital                 | 6 396         | 5 677         |
| Sum langsiktig gjeld            | 4 271         | 4 545         |
| Sum kortsiktig gjeld            | 16 828        | 16 953        |
| Sum gjeld                       | 21 099        | 21 498        |
| <b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b> | <b>27 729</b> | <b>27 391</b> |

Kilde: Årsregnskap for 2014 og 2015

I det følgende vil balanseregnskapene for de to årene bli omgruppert for investororientert analyse. Prosessen kan deles i fire steg.

#### 5.2.3.1 Steg 1 – Avsatt utbytte = egenkapital

Ettersom selskapets regnskaper er ført etter IFRS er ikke utbytte ført opp som kortsiktig gjeld. Det vil derfor ikke være nødvendig å gjøre noen justeringer av balansen på dette området.

#### 5.2.3.2 Steg 2 – Drift eller finansiering

I regnskapene er anleggsmidler og omløpsmidler allerede definert. Vi har derfor bare delt opp eiendelene mellom drift og finans. I henhold til rammeverket kategoriseres FoU, patenter, utsatt skattefordel, goodwill, tomter, bygninger og maskiner som driftsrelaterte anleggsmidler. Videre er varer, kundefordringer og andre fordringer registrert som driftsrelaterte omløpsmidler. Vi har redusert andre fordringer med verdien på rentebærende fordringer for begge årene. Disse er funnet i årsregnskapene. Grunnen til dette er at rentebærende fordringer

hører til finansposten. Rentebærende fordringer føres videre som finansielt omløpsmiddel. Resterende av balansen er fordelt til finansposten. Resultatet vises i tabell 9. Hele den omgrupperte balansen finnes i tabell A.4 i appendiks.

Tabell 9. Balanseregnskap på eiendelssiden, oppdelt etter driftsposter og finansposter

| <b>BALANSEREGNSKAP</b>                   | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
|--|-------------|-------------|
| <b>EIENDELER</b>                         |             |             |
| <b>Sum driftsrelaterte anleggsmidler</b> | 10 501      | 9 746       |
| <b>Sum driftsrelaterte omløpsmidler</b>  | 11 917      | 13 010      |
| <b>Sum driftseiendeler</b>               | 22 418      | 22 756      |
| <b>Sum finansielle anleggsmidler</b>     | 36          | 27          |
| <b>Sum finansielle omløpsmidler</b>      | 5 275       | 4 608       |
| <b>Sum finansielle eiendeler</b>         | 5 311       | 4 635       |
| <b>Sum totale eiendeler</b>              | 27 729      | 27 391      |

På finansieringssiden er det definert hva som er kortsiktig og langsiktig gjeld. Vi har derfor bare fordelt langsiktig og kortsiktig gjeld etter drift og finans. Driftsrelatert langsiktig gjeld er i dette tilfellet pensjonsforpliktelse, utsatt skatt og øvrig langsiktig ikke-rentebærende gjeld. Finansrelatert er resterende langsiktig gjeld som er rentebærende. Kortsiktig driftsrelatert gjeld er betalbar skatt, annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld og leverandørgjeld. Finansrelatert kortsiktig gjeld er annen kortsiktig rentebærende gjeld og gjeld til kredittinstitusjoner. Resultatet av omgrupperingen sees i tabell 10. Fullstendig omgruppert balanse sees i tabell A.5 i appendiks.

Tabell 10. Balanseregnskap på finansieringssiden, oppdelt etter driftsposter og finansposter

| <b>BALANSEREGNSKAP</b>                     | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
|--|-------------|-------------|
| <b>Sum egenkapital</b>                     | 6 630       | 5 893       |
| <b>Sum driftsrelatert langsiktig gjeld</b> | 882         | 1 391       |
| <b>Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld</b> | 13 525      | 13 697      |
| <b>Sum driftsrelatert gjeld</b>            | 14 407      | 15 088      |
| <b>Sum finansrelatert langsiktig gjeld</b> | 3 389       | 3 154       |
| <b>Sum finansrelatert kortsiktig gjeld</b> | 3 303       | 3 256       |
| <b>Sum finansrelatert gjeld</b>            | 6 692       | 6 410       |
| <b>Sum gjeld</b>                           | 21 099      | 21 498      |
| <b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>            | 27 729      | 27 391      |

### 5.2.3.3 Steg 3 – Totalkapital til sysselsatt kapital

Driftsrelatert gjeld er ikke en del av sysselsatt kapital ettersom den er en del av driften og ikke er en aktiv investering fra kapitalmarkedets side. Totalkapitalen som er representert over reflekterer derfor ikke den sysselsatte kapitalen som vi ønsker å få frem. På grunn av dette trekker vi ut driftsrelatert gjeld fra finansieringssiden mot driftsrelaterte eiendeler på eiendelssiden. Driftsrelaterte anleggsmidler reduseres med langsiktig driftsrelatert gjeld, mens driftsrelaterte omløpsmidler reduseres med kortsiktig driftsrelatert gjeld. Dette gir oss netto driftsrelaterte anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital som summert gir netto driftseiendeler. På finansieringssiden i balansen sitter vi igjen med finansiell gjeld og egenkapital.

### 5.2.3.4 Steg 4 – Sysselsatt kapital til netto driftskapital

Siste steg er å finne kapitalen som finansierer driften. Dette gjøres ved å trekke finansielle eiendeler fra finansiell gjeld. Endelig resultat av omgrupperingen er illustrert i tabell 11. Fullstendig omgruppert balanseregnskap finnes i tabell A.6 i appendiks.

Tabell 11. Ferdig omgruppert balanseregnskap for 2014 og 2015

| <b>BALANSEREGNSKAP</b>                     | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
|--|-------------|-------------|
| <b>EIENDELER</b>                           |             |             |
| <b>Netto driftsrelaterte anleggsmidler</b> | 9 619       | 8 355       |
| <b>Netto driftsrelatert arbeidskapital</b> | -1 608      | -687        |
| <b>Netto driftseiendeler</b>               | 8 011       | 7 668       |
|  |             |             |
| <b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>                |             |             |
| <b>Sum egenkapital</b>                     | 6 630       | 5 893       |
| <b>Netto finansiell gjeld</b>              | 1 381       | 1 775       |
| <b>Netto driftskapital</b>                 | 8 011       | 7 668       |

## 5.3 Regnskapsanalyse av Aker Solutions ASA

Vi skal nå foreta en regnskapsanalyse av Aker Solutions ASA for årene 2014 og 2015. Målet er å avdekke selskapets konkurranseposisjon innenfor likviditet og lønnsomhet for senere å

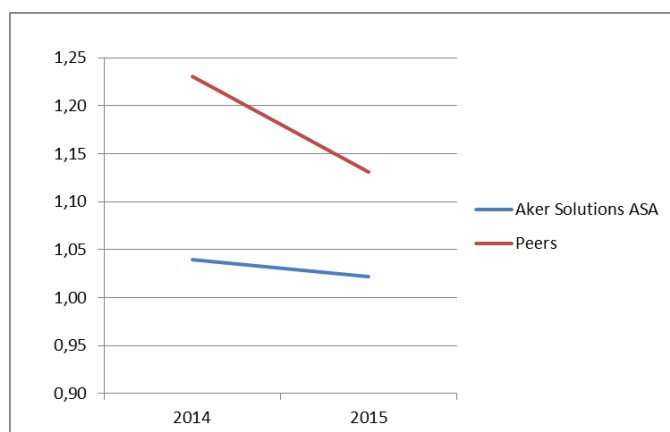
bruke dette i verdsettelsen. Benchmark er som tidligere nevnt medianverdien til peers innenfor de to hovedområdene Aker Solutions ASA operer i: Subsea og Field Design. Selskapene som inngår i peers er som tidligere presentert Schlumberger, Technip, Subsea 7, Petrofac, Saipem og FMC Technologies. Forholdstallene for de ulike bedriftene er regnet ut og presentert i tabell A.7 i appendiks.

### 5.3.1 Analyse av kortsiktig likviditetsrisiko

#### 5.3.1.1 Likviditetsgrad 1

Som vi ser i figur 10 har Aker Solutions ASA hatt en dårligere likviditetsgrad enn bransjen i begge årene. Dette sees på som en konkurranseulempe fordi de vil ha mindre evne til å takle løpende finansielle forpliktelser gjennom balansen enn bransjen, og derfor også ha større risiko for konkurs. En annen grunn for at det er en ulempe er at Aker Solutions ASA i mindre grad vil ha bæreevne til å ta opp ytterligere kortsiktige lån dersom det skulle være behov det. Et eksempel på en situasjon hvor det er behov for ekstra finansiering er dersom det oppstår uforutsette kostnader i forbindelse med et prosjekt. Hvis de da ikke har nok finansiering vil det kunne føre til at de i verste fall ikke får fullført prosjektet.

Figur 10. Likviditetsgrad 1 for 2014 og 2015



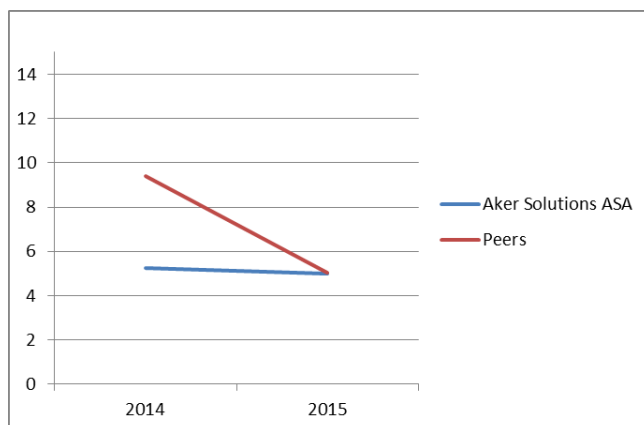
Videre ser vi at bransjen og Aker Solutions ASA har en svak negativ trend på LG1 som tyder på at alle har opplevd en redusert evne til å takle kortsiktige finansielle forpliktelser. Dette skyldes blant annet kraftig oljeprisfall i 2014. Det førte nemlig til færre investeringer fra petroleumsselskaperens side, som igjen gav mindre inntekter til oljeserviceselskapene.

Resultatet var at de ble tvunget til å bruke av sine finansielle aktiva for å opprettholde sine finansielle forpliktelser. Aker Solutions ASAs likviditetsmessige posisjon isolert sett er på et akseptabelt nivå i følge LG1. Selskapet har nemlig en LG1 som er større enn 1, noe som regnes som et minimum. LG1 tilsier dermed at det ikke foreligger noen stor sannsynlighet for konkurs i forhold til kortsiktige forpliktelser.

### 5.3.1.2 Rentedeckningsgrad

Som vi ser i figur 11 har Aker Solutions ASA hatt en rentedeckningsgrad som er lavere enn benchmark for begge årene. Konkurransmessig er dette en ulempe fordi det betyr at Aker Solutions ASA i mindre grad har evnen til å dekke uforutsette utgifter gjennom resultatet til sysselsatt kapital. Dette betyr igjen at de har en større sannsynlighet for mislighold og konkurs enn bransjen. En annen ulempe ved at de har lavere rentedeckningsgrad enn bransjen er at de vil ha relativt mindre overskudd igjen etter netto finanskostnader til reinvesteringer og vekst enn bransjen. Samtidig ser vi at bransjens rentedeckningsgrad har blitt redusert med ca. 46,7 % i 2015, mens Aker Solutions ASA rentedeckningsgrad har vært relativt stabil. Dette tyder på at konkurransefordelen til peers gjennom de to årene nesten har blitt utjevnet. Selv om Aker Solutions ASA har en liten likviditetsmessig konkurranseulempe i følge rentedeckningsgraden, understrekes det at de i følge rentedeckningsgraden isolert sett ikke har en risiko for konkurs. Dette fordi de har en rentedeckningsgrad godt over 1, som regnes som et minimumsnivå.

Figur 11. Rentedeckningsgrad 2014 og 2015





### *5.3.1.3 Delkonklusjon kortsiktig risiko*

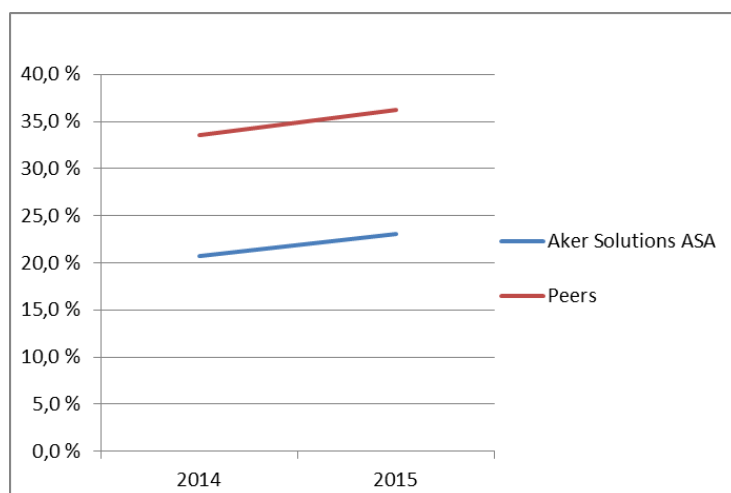
Gjennom analysen av kortsiktig likviditetsrisiko har vi avdekket at Aker Solutions ASA neppe vil ha umiddelbare problemer med å dekke noen av sine kortsiktige forpliktelser eller uforutsette kostnader gjennom driften. Selskapet vil videre neppe ha problemer med å dekke forpliktelsene sine gjennom balansen i følge LG1, selv om marginene her er mye mindre. Dette betyr at de ikke står i umiddelbar fare for å gå konkurs som følge av mislighold på kortsiktige forpliktelser. Samtidig er det blitt avdekket at de har en kortsiktig likviditetsmessig konkurranseulempe i forhold til bransjen gjennom balansen. Med dette menes det at de er mer sårbare i forhold til å takle kortsiktige forpliktelser enn bransjen målt relativt til omløpsmidlene. Det betyr igjen at de har større sannsynlighet for konkurs enn bransjen. Videre er det også avdekket en liten likviditetsmessig konkurranseulempe gjennom resultatet. Denne ulempen går ut på at de har relativt mindre overskudd igjen av resultatet etter finanskostnader enn bransjen, og derfor har relativt mindre kapital til reinvesteringer og vekst, samt å opprettholde andre kortsiktige forpliktelser.

### **5.3.2 Analyse av langsiktig likviditetsrisiko**

#### *5.3.2.1 Egenkapitalandel*

For begge årene ser vi i figur 12 at egenkapitalandelen til Aker Solutions ASA er lavere enn bransjens. Dette er en konkurranseulempe ettersom de vil ha mindre mulighet for å dekke tap på lang sikt gjennom egenkapitalen enn bransjen, og derfor har en større konkurserisiko. Samtidig kan det argumenteres for at en lav egenkapitalandel kan være en liten fordel. Dette fordi selskapet har så mye gjeld at bankene ikke ønsker konkurs av frykt for å tape store verdier. Det må påpekes at til tross for konkurranseulempen med en betydelig mindre egenkapitalandel, så regnes egenkapitalandelen Aker Solutions ASA har som på et middels nivå. Dette fordi den gir en rating tilsvarende BBB, noe som er gjennomsnittlig rating for alle selskaper i verden (Knivsflå, 2016). Det betyr at den ikke er faretruende lav og derfor ikke signaliserer noen stor konkurserisiko.

Figur 12. Egenkapitalandel 2014 og 2015

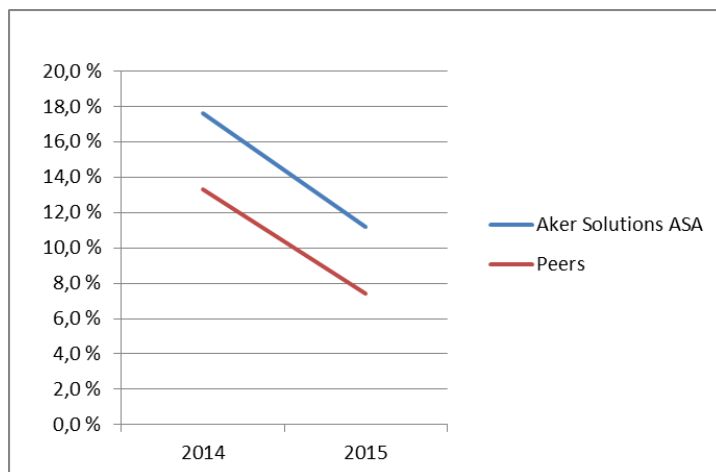


### 5.3.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er i utgangspunktet et mål på lønnsomhet. Det kan imidlertid også brukes til å vurdere et selskaps soliditet. En god driftsrentabilitet betyr at driftsresultatet kan brukes på å dekke uforutsette utgifter og finanskostnader i stedet for egenkapitalen. Dette vil da hindre at egenkapitalen reduseres og gjør sannsynligheten for konkurs mindre. Driftsrentabiliteten for Aker Solutions ASA er regnet ut ved å ta normalisert netto driftsresultat over gjennomsnittet av netto driftskapital i begynnelsen og slutten av året. For 2014 er det kun brukt netto driftskapital ved utgangen av 2014 da det ikke foreligger nøyaktige nok tall for begynnelsen av 2014. Dette vil ikke ha stor innvirkning på resultatet da det høyst sannsynlig ikke er store forskjeller i inngående og utgående netto driftskapital.

Aker Solutions ASA har en betydelig konkurransefordel knyttet til en driftsrentabilitet som er høyere enn bransjens. Se figur 13. Dette betyr at de i mindre grad vil ha behov for å bruke egenkapitalen til å dekke eventuelle tap, noe som bidrar til en lavere konkurrisiko for Aker Solutions ASA. Samtidig kan vi se at både bransjen og Aker Solutions ASA har opplevd nedgang i driftsrentabiliteten. Dette skyldes for Aker Solutions ASA sin del en stor økning i egenkapitalen fra 2014 resultatet og lavere salgsinntekter. I tillegg til at de har en konkurransefordel knyttet til driftsrentabiliteten, er den isolert sett også på et høyt nivå, noe som bidrar betydelig til redusert konkurssannsynlighet.

Figur 13. Netto driftsrentabilitet 2014 og 2015



### 5.3.2.2 Delkonklusjon soliditet

I et langsiktig perspektiv har Aker Solutions ASA en konkurranseulempen i forhold til likviditet gjennom balansen. Dette ble avdekket i egenkapitalanalysen som sier at selskapet har en dårligere evne til å stå i mot fremtidige tap enn bransjen og derfor en større konkurrisiko. Videre kom vi frem til at til tross for konkurranseulempen selskapet har gjennom en lavere egenkapitalandel, så er andelen isolert sett på et middels nivå og konkurrisikoen derfor lav. Aker Solutions ASA har en betydelig likviditetsmessig fordel i at driften generer en veldig høy avkastning i forhold til driftsavkastningen til bransjen. Dette gjør at de kan bruke overskuddet fra driften på fremtidige forpliktelse og utgifter i stedet for egenkapitalen, noe som vil bidra til redusert sannsynlighet for konkurs på lang sikt. Dersom de opprettholder den høye avkastningen på driften vil dermed konkurssannsynligheten være mindre.

### 5.3.3 Syntetisk kredittrating - Oppsummering av likviditetsanalyse

I analysen av likviditetsrisiko har vi avdekket konkurransefordeler og -ulempen for Aker Solutions ASA. Videre vil vi bruke disse til å beregne en kredittrating som representerer enten en likviditetsmessig konkurransefordel eller -ulempen i forhold til bransjen. Kredittratingen vil deretter brukes til å fastsette en risikopremie for gjelden som igjen brukes som en del av WACC i verdsettelsen. Det er mulig å finne ferdig utarbeidede risikoanalyser med

kredittrateringer av større selskaper som Aker Solutions ASA hos kjente ratingselskaper som Standard and Poor's, Moody's og Fitch. Vi har likevel valgt å gjennomføre en syntetisk rating fordi det vil gi oss en dypere innsikt i selskapets risiko, fremfor å ta ratingbyråenes vurderinger forgitt.

I tabellen under er det presentert minimumsverdier et forholdstall må ha for å gi en bestemt karakter. Et eksempel er dersom LG1 har karakteren A, må den være på minimum 2,35.

Tabell 12. Oversikt over ratinger

| Rating | Likviditetgrad 1 | Rentedekningsgrad | Egenkapitalprosent | Netto driftsrentabilitet |
|--------|------------------|-------------------|--------------------|--------------------------|
| AAA    | 8,9              | 11,6              | 0,895              | 0,308                    |
| AA     | 4,6              | 4,825             | 0,755              | 0,216                    |
| A      | 2,35             | 2,755             | 0,55               | 0,131                    |
| BBB    | 1,45             | 1,69              | 0,38               | 0,082                    |
| BB     | 1,05             | 1,06              | 0,27               | 0,054                    |
| B      | 0,75             | 0,485             | 0,175              | 0,026                    |
| CCC    | 0,55             | -0,345            | 0,105              | -0,002                   |
| CC     | 0,45             | -1,17             | 0,03               | -0,03                    |
| C      | 0,35             | -1,995            | -0,1               | -0,058                   |
| D      | 0,3              | -2,41             | -0,18              | -0,072                   |

Kilde: (Knivsflå, 2016)

### 5.3.3.1 Rating av Aker Solutions ASA

Ved utarbeidelse av de ulike verdiene på LG1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, har vi tatt gjennomsnittsverdien av de to årene. Deretter har vi brukt tabell 12 til å tildele faktoren en karakter. Videre har vi omgjort karakteren til tallverdi, hvor 1 er lavest og representerer D, og 10 høyest og representerer AAA. Vi har så summert sammen de ulike faktorenes tallverdi og regnet ut en gjennomsnittlig tallverdi for Aker Solutions ASA. Dette er vist i tabell 13. Den gjennomsnittlige tallverdien for selskapet ble på 6,875 som gir karakteren BB+. Dette gir Aker Solutions ASA en konkurssannsynlighet på litt under 0,97 %. Ratingen er litt under gjennomsnittet for bransjen som er på BBB. Deres totale likviditetsmessige situasjon representerer dermed en konkurranseulempen i forhold til bransjen. Det som bidrar til den overordnede konkurranseulempen er en høyere gjeldsandel, lavere LG1 og rentedekningsgrad, mens en høyere netto driftsrentabilitet reduserer den totale konkurranseulempen.

Tabell 13. Rating av Aker Solutions ASA

| <b>Rating Aker Solutions ASA</b> |        |            |            |                        |
|----------------------------------|--------|------------|------------|------------------------|
|                                  |        |            | Karakter   | Karakter som tallverdi |
| LG 1                             | 1,0295 | Gir rating | B+         | 5,5                    |
| Rentedekningsgrad                | 5,121  | Gir rating | AA         | 9                      |
| Egenkapitalprosent               | 0,219  | Gir rating | B          | 5                      |
| Netto driftsrentabilitet         | 0,144  | Gir rating | A          | 8                      |
|                                  |        |            |            |                        |
| <b>Gjennomsnitt</b>              |        |            | <b>BB+</b> | <b>6,875</b>           |

### 5.3.4 Lønnsomhetsanalyse

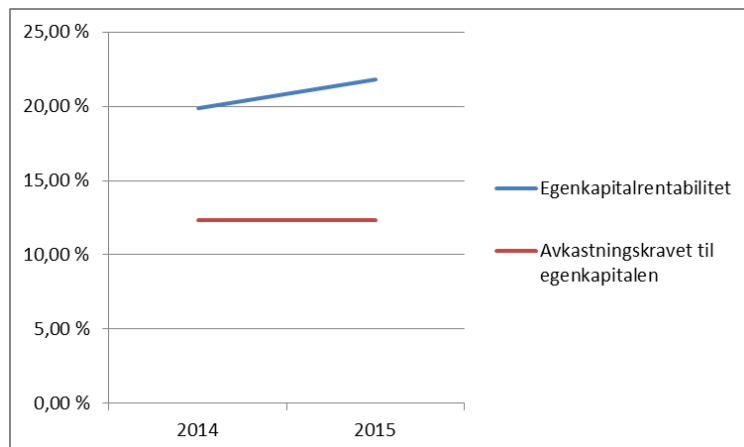
I det følgende vil vi analysere Aker Solutions ASAs lønnsomhet gjennom egenkapitalrentabilitet. Tallene som brukes er hentet fra normalisert resultatregnskap og balanse.

#### 5.3.4.1 Egenkapitalrentabilitet

I utregningen av Aker Solutions ASAs egenkapitalrentabilitet for 2014 har vi tatt normalisert resultat til egenkapitalen og delt på egenkapitalen ved utgangen av 2014. Dette fordi det ikke finnes nøyaktige tall for Aker Solutions ASAs balanse i slutten av 2013 på grunn av fisjonen. For 2015 har vi delt på gjennomsnittet av egenkapital ved inngangen av 2015 og utgangen av 2015. Ved utregning av avkastningskravet til egenkapitalen har vi tatt utgangspunkt i kapitalverdimodellen. Modellen og utregning av avkastningskravet presenteres i kapittel 6.1.6.2. Videre i dette kapitlet bruker vi det utregnede kravet på 12,35 %.

Som vi ser i figur 14 har Aker Solutions ASA generert en normalisert avkastning på egenkapitalen som er godt over kravet i 2014 og 2015. Videre har avkastningen økt fra 2014 til 2015, noe som er svært positivt. Denne prestasjonen som Aker Solutions ASA har hatt i 2014 og 2015 er derfor en strategisk fordel for selskapet.

Figur 14. Egenkapitalrentabilitet og avkastningskravet til egenkapitalen for Aker Solutions ASA i 2014 og 2015



Ettersom minoritetsinteressene til Aker Solutions ASA er små, vil de i liten grad påvirke våre resultater. Vi har derfor valgt å samle dem i egenkapitalen sammen med majoriteten. Dette gjør at egenkapitalrentabiliteten kan forklares slik (Knivslå, 2016):

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg,$$

hvor  $ekr$  = Egenkapitalrentabilitet,  $ndr$  = Netto driftsrentabilitet,  $nfgr$  = Netto finansiell gjeldsrente og  $nfgg$  = Netto finansiell gjeldsgrad

I formelen over står det at avkastningen på egenkapitalen kan forklares med avkastningen som kommer fra drift og fra finansiering. Dersom selskapet har netto driftsrentabilitet høyere enn netto finansiell gjeldsrente, vil høyere netto finansiell gjeldsgrad føre til økt egenkapitalrentabilitet. Ettersom Aker Solutions ASA er et industrikonsern hvor verdiene skapes hovedsakelig gjennom driften, velger vi å analysere den andelen av meravkastningen som oppstår gjennom netto driftsrentabilitet.

#### 5.3.4.2 Netto driftsrentabilitet

Store deler av egenkapitalrentabiliteten til Aker Solutions ASA kan forklares med en solid netto driftsrentabilitet som er illustrert i figur 13, kapittel 5.3.2.2. Som tidligere nevnt har Aker Solutions ASA hatt en betydelig høyere avkastning på driften enn medianen i bransjen for både 2014 og 2015. Dette er en strategisk fordel for selskapet og et betydelig konkurransefortrinn. Videre ser vi i figur 13 at netto driftsrentabilitet har gått i motsatt retning

av egenkapitalrentabiliteten i 2015 som illustrert i figur 14. Nedgangen i netto driftsrentabilitet skyldes blant annet færre investeringer fra petroleumsselskapene og lavere inntekter for Aker Solutions ASA. At egenkapitalrentabiliteten likevel har økt har en sammenheng med finansieringsfordelen. Til tross for dette forklarer fortsatt driftsrentabiliteten mye av egenkapitalrentabiliteten, og det eksisterer en klar driftsmessig konkurransefordel for Aker Solutions ASA i forhold til bransjen.

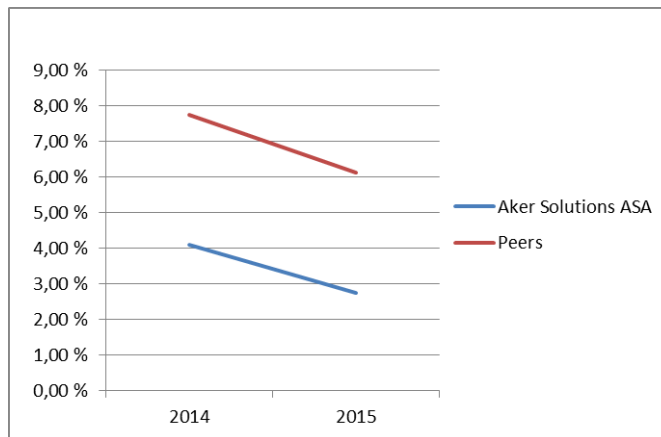
For å forklare konkurransefortrinnet knyttet til en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen, vil vi dele netto driftsrentabilitet opp i netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler, og sammenligne med median bransjeverdi (Knivsfå, 2016).

#### *5.3.4.3 Netto driftsmargin*

Netto driftsmargin kan beskrives som et mål på relativ kostnadseffektivitet (Knivsfå, 2016). Dersom selskapet har lite driftskostnader per driftsinntekt, gir det høyere driftsresultat og dermed høyere driftsmargin. For å finne Aker Solutions ASAs driftsmargin i 2014 og 2015 tok vi normalisert netto driftsresultat og delte på driftsinntektene.

Som vi ser i figur 15 er Aker Solutions ASAs netto driftsmargin lavere enn bransjen i begge årene. Dette kan forklares med funnene i den strategiske analysen. Et av dem er at Aker Solutions ASA blant annet fokuserer mer på produktutvikling og innovasjon enn bransjen som gir dem en høyere kostnadsbase. Videre har en av Aker Solutions ASAs største kunder, Statoil ASA, kuttet kraftig i investeringene. Dette har igjen gitt store utslag på Aker Solutions ASAs driftsmargin. Kilden til Aker Solutions ASAs konkurransefordel på driftsavkastningen skyldes derfor ikke en høyere driftsmargin enn median bransjen. Som vist i figur 15 har Aker Solutions ASA en lavere driftsmargin for begge årene. Dette tyder på at Aker Solutions ASA driver mindre kostnadseffektivt, noe som er en konkurranseulempe. Trenden er også fallende noe som ansees som negativt.

Figur 15. Netto driftsmargin 2014 og 2015



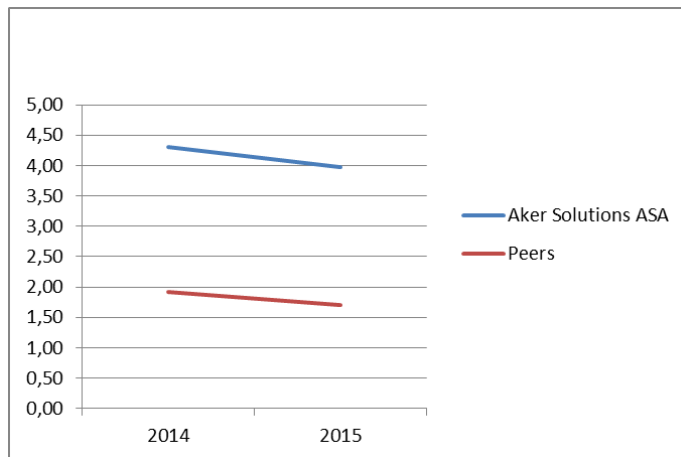
#### 5.3.4.4 Omløpshastighet til netto driftseiendeler

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler viser hvor mye inntekter et selskap klarer å generere i forhold til den investerte kapitalen (Knivsfå, 2016). Det kan derfor sees på som et mål på effektivitet. Omløpshastigheten fant vi for Aker Solutions ASA i 2014 og 2015 ved å ta driftsinntekter og dele på netto driftskapital.

Som vi ser i figur 16 har Aker Solutions ASA en betydelig høyere omløpshastighet i begge årene i forhold til medianen i bransjen. Det til tross for en svak nedgang for begge parter. Dette viser at de har en større evne til å skape verdier av netto driftskapital enn bransjen, noe som er et stort konkurransefortrinn. Ut fra den strategiske analysen kan en forklaring på konkurransefordelen være at Aker Solutions ASA har stort fokus på innovasjon og produktutvikling, noe som gjør dem til en mer ettertraktet leverandør hos kundene og derfor gir dem relativt mer inntekter i forhold til investert kapital enn medianen i bransjen. En annen forklaring på deres konkurransefordel er deres gode relasjon til Statoil ASA og Aker BP ASA. Det har gitt dem en jevnere strøm av kontrakter og inntekter i forhold til investert kapital enn medianen i bransjen. At Aker Solutions ASA er en stor aktør på norsk kontinentalsokkel gjør dem til en mer attraktiv leverandør da de har bedre mulighet til å utføre større prosjekter. Dette kan også forklare deres høyere omløpshastighet. En siste mulig forklaring på konkurransefordelen ligger i deres lange erfaring i bransjen. Det er altså en solid omløpshastighet som forklarer hvorfor de generer en høyere netto driftsrentabilitet i de to årene.



Figur 16. Omløpshastighet til netto driftseiendeler 2014 og 2015



#### 5.3.4.5 Konklusjon lønnsomhet

Aker Solutions ASA har en strategisk fordel gjennom å ha levert en egenkapitalrentabilitet godt over avkastningskravet til egenkapitalen for 2014 og 2015. Mye av dette kan forklares ved at de leverer en høy netto driftsavkastning. Netto driftsavkastning er videre betydelig høyere enn peers, noe som tyder på et sterkt konkurransefortrinn for Aker Solutions ASA. Videre er det avdekket at Aker Solutions ASA har en konkurranseulempen i forhold til at de er mindre kostnadseffektiv enn bransjen. Mulige forklaringer på dette kan være deres fokus på innovasjon og produktutvikling som gir dem en relativt høyere kostnadsbase. Dette trekker ned driftsrentabiliteten til selskapet. Likevel viser de at de har en betydelig høyere omløpshastighet til netto driftseiendeler enn bransjen, noe som er en styrke. Dette kan ha sammenheng med konkurransefordelene som er avdekket i den strategiske analysen, om at de er en stor aktør på norsk kontinentalsokkel, er ledende på innovasjon og produktutvikling, har god relasjon til Statoil ASA og Aker BP ASA, og lang erfaring. Det er også hovedgrunnen for at de kan levere en netto driftsavkastning som er mer solid enn bransjens, og en del av forklaringen på en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn kravet.

## Kapittel 6 – Verdsettelse

### 6.1 Fundamental verdsettelse

Resultatene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen skal nå brukes som grunnlag for våre fremtidsprognoser for Aker Solutions ASAs regnskap. Rammeverket vi bruker er laget av Kjell Henry Knivsflå (Knivsflå, 2016). Vi er ute etter fri kontantstrøm til selskapet. Det betyr at vi trenger å finne fremtidig netto driftseiendeler, inntekter og netto driftsresultat. Når vi har funnet fri kontantstrøm fra driften, vil avkastningskrav bli diskutert og presentert. Til slutt vil vi bruke FKV-metoden til å estimere en aksjeverdi som uttrykker de konkurransefordelene og -ulempene, samt andre resultater vi har avdekket tidligere i oppgaven. Før vi begynner fremskrivingen av ulike budsjettposter skal vi begrunne valg av tidshorisont for budsjetteringsperioden.

#### 6.1.1 Tidshorisont for budsjetteringsperioden

I følge rammeverket skal lengden på tidshorizonten velges ut i fra når det er rimelig å forvente at selskapet når steady state (Knivsflå, 2016). Steady state er tidspunktet der konstant vekst, maksimalt lik økonomiens langsiktige vekst, er en rimelig antakelse. Det er også tidspunktet hvor alle budsjettdriverne er konstante. En budsjettdriver er en parameter som beskriver utviklingen til en spesifikk budsjettpost. Et eksempel er netto driftsmargin, som er en driver for netto driftsresultat. Vi har valgt en budsjettthorisont på 10 år for Aker Solutions ASA. Grunnen til dette er at oljeservicebransjen er i en tøff omstillingsperiode som følge av kraftig fall i oljeprisen. Ettersom oljeservicebransjen er stor og komplisert vil det derfor være fornuftig å anta en relativt lang budsjettthorisont, da det vil ta tid før en kan forvente at omstillingen er gjennomført og veksten tiltar. En svakhet med en lang budsjettthorisont er at det er vanskelig og nøyaktig predikere utviklingen flere år frem i tid. Optimalt sett burde lengden på budsjetteringsperioden være noe konsistent med lengden på analyseperioden i regnskapsanalysen. Da det ikke eksisterer regnskapsdata fra mer enn to år i analyseperioden, tilsier dette i utgangspunktet en kortere budsjetteringsperiode. Samtidig blir en kort horisont urealistisk da det ikke er sannsynlig at bransjen vil oppleve kraftig vekst innen få år.

### 6.1.2 Netto driftseiendeler

Den første budsjettdriveren vi skal diskutere er omløpshastighet til netto driftseiendeler. Omløpshastigheten til netto driftseiendeler vil enten gå mot historisk bransjegjennomsnitt eller mot historisk gjennomsnittsverdi til selskapet (Knivsflå, 2016). Dersom verdien går mot den historiske gjennomsnittsverdien til selskapet, har selskapet en konkurransefordel hvis verdien er over bransjegjennomsnittet. Motsatt er tilfelle ved en lavere verdi. Historisk har Aker Solutions ASAs omløpshastighet vært høyere enn medianverdien til bransjen som illustrert i tabell 14. I den strategiske analysen avdekkes det flere forklaringer til denne konkurransefordelen. En forklaring er at de er blant de ledende på innovasjon og produktutvikling i bransjen. Dette har gjort dem til en attraktiv leverandør i markedet som igjen har resultert i at de har vunnet flere kontrakter, og dermed oppnådd høyere inntekter i forhold til investert kapital enn bransjen.

Tabell 14. Omløpshastighet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin for Aker Solutions ASA og peers 2014-2015

| År           |                    | Omløpshastighet | Netto driftsmargin |
|--------------|--------------------|-----------------|--------------------|
| 2014         | Aker Solutions ASA | 4,30            | 4,09 %             |
|              | Peers              | 1,92            | 7,76 %             |
| 2015         | Aker Solutions ASA | 3,98            | 2,75 %             |
|              | Peers              | 1,71            | 6,14 %             |
| Gjennomsnitt | Aker Solutions ASA | 4,14            | 3,42 %             |
|              | Peers              | 1,81            | 6,95 %             |

I den strategiske analysen kommer det også frem at Aker Solutions ASA har en god relasjon til den største kontraktstilbyderen på norsk kontinentalsokkel, Statoil ASA. At Aker Solutions ASA har opparbeidet seg en slik relasjon, er et tegn på at de har levert gode løsninger til kunden, noe som gir Aker Solutions ASA en ytterligere konkurransefordel når Statoil ASA skal velge leverandører til sine prosjekter. Relasjonen til Aker BP ASA vil også være en betydelig konkurransefordel for Aker Solutions ASAs fremtidige muligheter. Disse relasjonene kan også forklare deres høye omløpshastighet da slike fordeler vil gi flere kontrakter, og høyere inntjening, relativt til investert kapital enn bransjen. Selskapets rolle som en av de største leverandørene på norsk kontinentalsokkel samt deres lange erfaring, er konkurransefordeler som også kan være forklaringer på den høye omløpshastigheten. Dette fordi de vil kunne utnytte stordriftsfordeler og dynamiske skalafordeler, og dermed levere

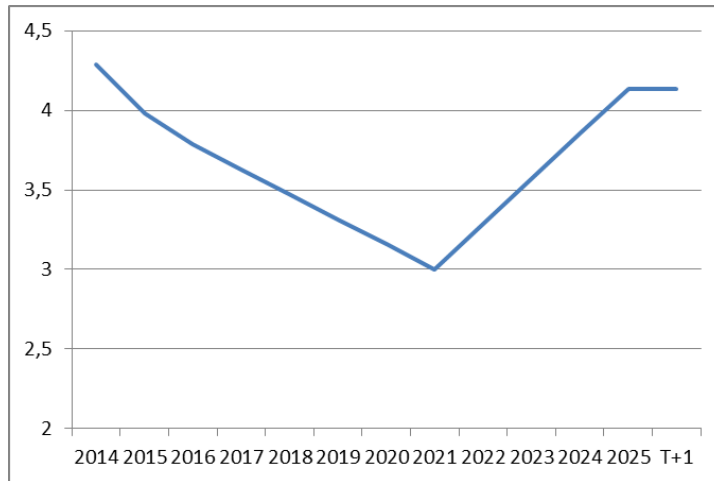
produkter og tjenester til bedre priser enn konkurrentene. Resultatet vil igjen være flere kontrakter og høyere inntjening relativt til investert kapital enn bransjen.

De siste to årene har omløpshastigheten til netto driftseiendeler falt for både Aker Solutions ASA og bransjen som illustrert i tabell 14. Dette skyldes hovedsakelig oljeprisfallet i 2014 og 2015. Prisfallet har ført til at petroleumsselskapene har trukket tilbake flere kontrakter, samt utsatt nye investeringer. Dette har videre gått hardt utover oljeservicebransjen, og ført til at oljeserviceselskapene har fått mindre inntektsmuligheter og dermed redusert deres omløpshastighet. Vi har tidligere antatt at oljeprisen har nådd sitt bunnpunkt og at fremtidsutsikten for oljeprisen er svakt positiv. Samtidig er både oljebransjen og oljeservicebransjen fortsatt i en omstillingsfase. Det er også usikkerhet knyttet til oljeprisen, til tross for at den er ventet å stige. Vi mener derfor at det vil ta litt tid før petroleumsselskapene vil snu trenden og øke sine investeringer.

En rimelig antakelse vil være at investeringene i petroleumsbransjen vil tilta om fem-seks år, fordi det er da markedet mener at oljeprisen vil være stabilt høyere enn dagens nivå. I tillegg foreligger det over hundre tusen timer med utsatt vedlikehold på ulike oljeinstallasjoner, som vil kreve investeringer i nær fremtid (Stangeland, Offshore.no, 2014). Dette vil gi flere inntjeningsmuligheter og etter hvert øke omsetningsveksten i oljeservicebransjen. Omløpshastigheten til Aker Solutions ASA og oljeservicebransjen vil være preget av de nevnte forholdene og vi antar derfor at de vil reduseres lineært frem til 2021. Deretter antar vi at Aker Solutions ASAs omløpshastighet vil øke lineært mot selskapsgjennomsnittet i 2025, mens oljeservicebransjens omløpshastighet går mot sitt historiske snitt. Bakgrunnen for at vi mener Aker Solutions ASA i steady state vil ha en høyere omløpshastighet enn bransjen, er at selskapet innehar konkurransefordeler som også i fremtiden vil kunne gi dem flere inntjeningsmuligheter i forhold til investert netto driftskapital enn bransjen. Eksempelvis vil deres ledende posisjon innenfor teknologi og innovasjon resultere i nyvinninger som gjør dem til en mer attraktiv leverandør, og dermed gir dem en høyere omløpshastighet. I tillegg har Aker Solutions ASA en konkurransefordel i deres lange erfaring, noe som aldri vil forsvinne. Dette fører til at de også i fremtiden kan utnytte økonomiske skalafordeler og levere produkter og tjenester til mer konkurransedyktige priser, og på den måten oppnå en høyere omløpshastighet. Som bunnpunkt for 2021 er en omløpshastighet på 3 valgt. Dette fordi vi antar at nedgangen ikke vil være for dramatisk, samtidig som den vil være preget av nevnte

markedsforhold. Utviklingen av omløpshastighet til netto driftseiendeler er presentert i figur 17.

Figur 17. Predikert omløpshastighet til netto driftseiendeler for Aker Solutions ASA



Nå som budsjettdriveren til netto driftseiendeler er predikert vil netto driftseiendeler for budsjettperioden regnes ut ved følgende likning:

$$\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Omløpshastighet til netto driftseiendeler}_t}$$

Før vi kan estimere fremtidig netto driftseiendeler for Aker Solutions ASA må vi predikere fremtidige driftsinntekter. Dette gjøres i neste delkapittel.

### 6.1.3 Driftsinntekter

For å kunne estimere fremtidige driftsinntekter må vi predikere driftsinntektsveksten. På lang sikt, altså i steady state, er det vanlig å anta at denne veksten vil stabilisere seg på et nivå maksimalt likt langsiktig økonomisk vekst. Dette fordi et selskap ikke kan vokse raskere enn økonomien til evig tid. På lang sikt er nominell økonomisk vekst i økonomien estimert til å ligge på 4,5 % (PWC, 2015). I utgangspunktet vil det i tillegg være naturlig å anta at langsiktig vekst må være på minimum 2,5 %, som er inflasjonsmålet satt av Norges Bank (Norges Bank, 2016). Historisk har driftsinntekstveksten til Aker Solutions ASA og bransjen vært negativ, som illustrert i tabell 15.

Tabell 15. Driftsinntektsvekst 2014 og 2015

| År        |                    | Driftsinntektsvekst |
|-----------|--------------------|---------------------|
| 2014-2015 | Aker Solutions ASA | -3,26 %             |
|           | Peers              | -15,25 %            |

Den negative driftsinntektsveksten i perioden 2014 til 2015 skyldes i hovedsak den kraftig fallende oljeprisen. Oljeprisen har som nevnt ført til reduserte investeringer fra petroleumsselskapenes side, som videre har gitt oljeservice selskapene færre inntjeningsmuligheter. Oljeservicebransjen har historisk sett hatt en større negativ driftsinntektsvekst enn Aker Solutions ASA. Dette har sammenheng med Aker Solutions ASAs konkurransefordeler representert ved omløpshastigheten som er diskutert i forrige delkapittel. Et eksempel er at Aker Solutions ASAs gode relasjoner til den dominerende kunden på norsk sokkel, Statoil ASA, har gjort det mulig å opprettholde inntjeningsnivået i vanskelige tider. I tillegg innehar de konkurransefordeler knyttet til deres størrelse på norsk sokkel og muligheten for å utnytte stordriftsfordeler. Dette har gjort at de i større grad enn konkurrentene har hatt mulighet til å ta på seg flere og større prosjekter. Resultatet er at de i mindre grad har merket nedgangen i bransjen og at de bedre har klart å opprettholde sitt inntjeningsnivå.

Driftsinntektsveksten fra 2015-2016 er funnet implisitt ved bruk av formelen under.

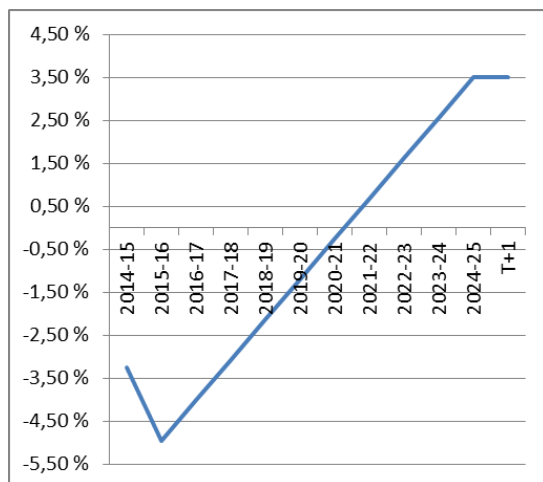
*Driftsinntektsvekst*<sub>2016</sub>

$$= \frac{((\text{Omløpshast. netto driftseiendeler}_{2016} * \text{Netto driftseiendeler}_{2015}) - \text{Driftsinntekter}_{2015})}{\text{Driftsinntekter}_{2015}}$$

Fra 2016 antar vi at Aker Solutions ASAs driftsinntektsvekst vil øke lineært frem mot en steady state vekst på 3,5 % nominelt. At vi har antatt en driftsinntektsvekst på 3,5 % for Aker Solutions ASA på lang sikt, er det flere forklaringer til. For det første har vi argumentert for en stabilt høyere oljepris i fremtiden. Dette vil føre til at flere prosjekter blir lønnsomme og igangsettes i petroleumsbransjen. Videre vil petroleumsselskapene etterspørre flere produkter og tjenester fra oljeservicenæringen, noe som vil øke veksten i oljeservicebransjen. Økt vekst på sikt i oljeservicebransjen vil også gi Aker Solutions ASA en økt omsetningsvekst, da deres konkurranseposisjon i bransjen er god. Vi har tidligere diskutert bakgrunnen for dette, som er deres konkurransefordeler avdekket i den strategiske analysen. For det andre tror vi det vil

være usannsynlig med en ny «gullalder» og oljepris på over 100 dollar fatet. I tillegg er det begrensede olje- og gassreserver, noe som gjør at bransjen en gang i fremtiden vil måtte takle store omstillinger. Dette legger begrensninger på den antatte driftsinntektsveksten i steady state. Utviklingen i driftsinntektsveksten er illustrert i figur 18.

Figur 18. Predikert driftsinntektsvekst for Aker Solutions ASA



Nå som driftsinntektsveksten er predikert, bruker vi formelen under for å finne forventede fremtidige driftsinntekter.

$$Driftsinntekter_t = (1 + Driftsinntektsvekst_t) * Driftsinntekter_{t-1}$$

Tabell med fremtidige driftsinntekter og netto driftseiendeler er presentert i tabell A.8 i appendiks.

#### 6.1.4 Netto driftsresultat

For å finne netto driftsresultat må vi predikere netto driftsmargin for Aker Solutions ASA. Økonomisk teori tilsier at konkurranse i bransjen på sikt vil føre til at marginene til selskapet går mot bransjegjennomsnittet eller bransjegjennomsnittet pluss/minus en premie. Historisk har Aker Solutions ASA hatt en lavere netto driftsmargin enn bransjen som illustrert i tabell 14.

Aker Solutions ASAs lavere netto driftsmarginer kan i følge den strategiske analysen forklares med et høyt fokus på innovasjon og produktutvikling. At de vil fokusere på å være blant de ledende på disse områdene, vil føre til økte kostnader relativt til bransjen og dermed lavere marginer. På den andre siden vil fokus på innovasjon og produktutvikling forhåpentligvis gi avkastning i form av relativt høyere fremtidige inntekter og dermed påvirke netto driftsmarginer positivt på lang sikt. En annen forklaring på Aker Solutions ASAs lavere netto driftsmargin er at majoriteten av driften deres er i Norge, som er et høykostland. Samtidig har konkurrentene hovedvirksomheten sin i utlandet hvor kostnadene forbundet med oljeutvinning og -service er lavere.

Som vi ser i tabell 14. Har både bransjen og Aker Solutions ASA opplevd en nedgang i netto driftsmarginer. Dette har en klar sammenheng med nedgangen i oljeprisen som har redusert petroleumsselskaperenes investeringer og dermed oljeserviceselskaperenes inntekter. Samtidig har økt konkurranse på de eksisterende kontraktene også ført til at oljeserviceselskapene må tilby lavere priser og dermed redusere sine marginer. En siste forklaring har sammenheng med at selskapene har kostnader som står i forhold til en høyere oljepris.

Vi har tidligere lagt til grunn at markedet vil stabilisere seg om fem-seks år, da vi forventer at oljeprisen vil være stabilt høyere. Dette vil gjøre flere investeringer i petroleumsbransjen lønnsomme, noe som gir flere kontrakter til oljeservicebransjen. En mer lønnsom petroleumsbransje og flere kontrakter vil videre redusere den effektive konkurransen og dermed øke netto driftsmarginer for oljeservicebransjen og Aker Solutions ASA på sikt. Før markedet vil bedre seg i 2021 antar vi en nedgang i netto driftsmarginer. Dette fordi oljeservicebransjen fortsatt er i en usikker periode med høy konkurranse, færre kontrakter og petroleumsselskaper som er avventende med investeringer. Dette er en tilstand som vil bedre seg først når oljeprisen og markedet stabiliserer seg.

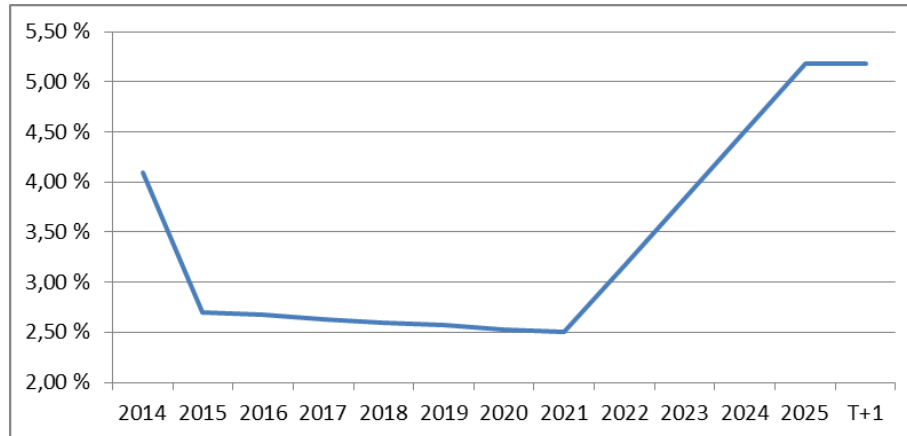
For Aker Solutions ASA har vi antatt en lineær nedgang i netto driftsmargin mot et bunnpunkt på 2,5 % i 2021. Det er valgt en beskjeden nedgang til bunnpunktet da vi ikke antar at det vil oppstå flere større strukturelle endringer på kort sikt som vil tvinge marginene deres betydelig mer ned. På lang sikt antar vi at Aker Solutions ASA vil ha en netto driftsmargin som er lik bransjegjennomsnittet minus en premie. Vi har valgt en netto driftsmargin lik gjennomsnittet av historisk bransjegjennomsnitt og historisk selskapgjennomsnitt. Dette gir en netto driftsmargin på 5,18 % som er 1,77 % lavere enn



bransjegjennomsnittet. Fra 2021 antar vi at netto driftsmargin for selskapet vil øke lineært mot 2025 som illustrert i figur 19.

Grunnene til at vi tror Aker Solutions ASAs netto driftsmargin vil bli høyere enn sitt historiske gjennomsnitt på sikt er flere. For det første har Aker Solutions ASA de siste to årene gjort omfattende omstruktureringer i organisasjonen for å kutte kostnader. Dette vil øke deres marginer på lang sikt, da de får en redusert relativ kostnadsbase. For det andre har Aker Solutions ASA fokus på økt effektivisering av prosesser. Dette vil på lengre sikt også føre til reduisering i kostnader relativt til inntekter og dermed øke deres marginer. I tillegg vil Aker Solutions ASAs investeringer innen innovasjon og produktutvikling gi en relativ økning i inntekter som påvirker marginene positivt. Vi forventer likevel ikke en netto driftsmargin lik bransjens gjennomsnitt. Dette skyldes at de har en konkurranseulemppe knyttet til at deres hovedvirksomhet er i Norge som er et høykostland. Videre vil det være kostnader knyttet til å være ledende innenfor innovasjon og produktutvikling, noe som vil kunne påvirke netto driftsmarginen negativt.

Figur 19. Predikert netto driftsmargin Aker Solutions ASA



Nå som netto driftsmargin er predikert for budsjettperioden kan vi bruke formelen under for å finne fremtidig netto driftsresultat. Netto driftsresultat for perioden er presentert i tabell A.8 i appendiks.

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Netto driftsmargin}_t * \text{Driftsinntekter}_t$$

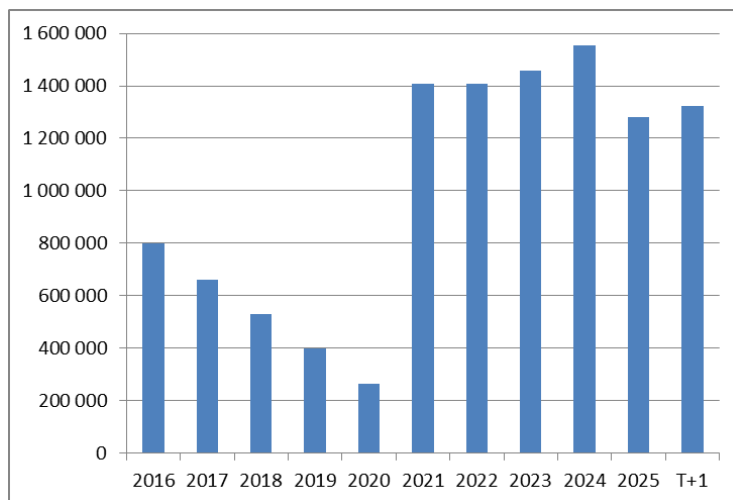
### 6.1.5 Fri kontantstrøm til selskapet

For å finne fri kontantstrøm til selskapet i budsjetteringsperioden bruker vi formelen under (Knivsflå, 2016).

$$\begin{aligned} \text{Fri kontantstrøm til selskapet}_t \\ = \text{Netto driftsresultat}_t - \Delta \text{Netto driftseiendeler}_{t-1,t} \end{aligned}$$

Fra år 2026 og utover har vi antatt en konstant vekst på 3,5 %. Det gjør at alle fremtidige kontantstrømmer til selskapet, fra år 2026, vil vokse med denne verdien. Kontantstrømmen i år T+1 som er første år etter 2025 uttrykkes derfor som fri kontantstrøm til selskapet for år 2025 multiplisert med  $(1+0,035)$ . Resultatet av utregningene gir fremtidige kontantstrømmer til selskapet som illustrert i figur 20.

Figur 20. Predikert fremtidig fri kontantstrøm til Aker Solutions ASA



Som vi ser i figuren over vil Aker Solutions ASA ha en kraftig økning i kontantstrømmen fra 2020 til 2021. Dette skyldes i hovedsak at omsetningsveksten i 2021 går fra å være negativ til positiv. Før vi kan fastsette en aksjeverdi til Aker Solutions ASA skal vi gjøre rede for avkastningskravet som skal brukes for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene.

### 6.1.6 Avkastningskrav

Til å neddiskontere fri kontantstrøm til selskapet brukes WACC som avkastningskrav (Berk & DeMarzo, 2014). Den tar utgangspunkt i at gjeldseierne og egenkapitaleierne har sine krav på den frie kontantstrømmen fra driften, som vist i formelen under.

$$WACC = \frac{EK}{EK + NFG} * r_{ek} + \frac{NFG}{EK + NFG} * r_{nfg} * (1 - t_c),$$

hvor EK = Virkelig verdi av egenkapital, NFG = Virkelig verdi av netto finansiell gjeld,

$r_{ek}$  = Avkastningskravet til egenkapitalen,  $r_{nfg}$  = Finansielt gjeldskrav og

$t_c$  = Selskapskattesats

For å komme frem til det endelige avkastningskravet er det flere verdier som må kalkuleres. Dette blir gjort i de følgende underdelkapitlene.

#### 6.1.6.1 Virkelig verdi av egenkapital og netto finansiell gjeld

Det er ingenting som tyder på at Aker Solutions ASA kommer til å endre sin kapitalstruktur. Vi benytter derfor kapitalstrukturen fra slutten av 2015 og holder denne konstant. Dersom peers heller ikke forandrer sin kapitalstruktur, vil Aker Solutions ASA fortsatt ha en likviditetsmessig konkurranseulempe. Dette blir uttrykt i risikopremien. Virkelig verdi av egenkapitalen finner vi ved å ta Aker Solutions ASA sin aksjeverdi i slutten av 2015 og multiplisere med antall utestående aksjer (Nordnet, 2016) (Aker Solutions ASA, 2016).

$$\text{Virkelig verdi av egenkapital} = 30,3 * 272\,044\,389 = 8\,242\,944\,987 \text{ Kr}$$

Virkelig verdi av netto finansiell gjeld er den samme som bokført verdi. Denne settes derfor til 1 381 000 000 Kr. Sammenlagt gir de to en verdi på totalkapitalen lik 9 623 944 987 Kr.

### 6.1.6.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

For å finne avkastningskravet til egenkapitalen bruker vi kapitalverdimodellen som er utviklet av William Sharpe, John Lintner og Jan Mossin (Berk & DeMarzo, 2014). Kapitalverdimodellen sier at forventet avkastning til egenkapitalen er risikofri rente summert sammen med produktet av markedets risikopremie og verdipapirets beta. Formelen for dette er presentert under.

$$r_{ek} = r_f + \beta_a * (r_m - r_f),$$

hvor  $r_f$  = Risikofri rente,  $\beta_a$  = Aksjens betaverdi og  $(r_m - r_f)$  = Markedets risikopremie

Modellen tar utgangspunkt i at en investor kun skal få betalt for den risikoen som ikke kan diversifiseres bort, altså systematisk risiko. Hvor mye systematisk risiko som er knyttet til et verdipapir er representert ved størrelsen på papirets beta. Betaverdien er altså et uttrykk for systematisk risiko og da samvariasjon mellom verdipapirets og markedets avkastning. Vi bruker betaverdien for Aker Solutions ASA per 29. september 2016, som er på 1,77 (Oslo Børs, 2016). I praksis vil betaverdien forandre seg i budsjetteringsperioden. Vi har likevel valgt å holde den konstant da det er vanskelig og predikere fremtidig beta. Videre har vi valgt risikofri rente lik 3,5 % som er medianverdi for normalisert langsiktig risikofri rente i det norske markedet (PWC, 2015). Markedsrisikopremien er satt til 5 %. Med utgangspunkt i valgte verdier og CAPM formelen blir avkastningskravet til egenkapitalen som vist under.

$$r_{ek} = 3,5 \% + 1,77 * 5 \% = 12,35 \%$$

### 6.1.6.3 Finansielt gjeldskrav

For å finne det finansielle gjeldskravet til Aker Solutions ASA tar vi risikofri rente skattejustert og summerer med kredittrisikopremien (Knivsflå, 2016). Kredittrisikopremien er den ekstra avkastningen gjeldseierne krever ved å ta risikoen med å låne ut penger. Med utgangspunkt i kredittratingen av Aker Solutions ASA i kapittel 5.3.3.1, der vi fant at Aker Solutions ASA har en kredittrating på BB+, blir kredittrisikopremien 2,25 %. Selskapsskattesatsen vi har brukt for 2016 og 2017 er 25 % (Finansdepartementet, 2016). Dette gir et finansielt gjeldskrav for de to årene på 4,88 %. I 2018 er det vedtatt at

selskapsskattesatsen skal bli 23 % (Kjernli, 2016). Dette gjør at finansielt gjeldskrav fra 2018 og utover blir på 4,95 %.

#### 6.1.6.4 Utregning av WACC

Med utgangspunkt i overnevnte egenkapitalandel, gjeldsandel, avkastningskravet til egenkapitalen og finansielt gjeldskrav, blir WACC til Aker Solutions ASA i 2016 og 2017 som vist under.

$$WACC = \frac{8\,242\,944\,987}{9\,623\,944\,987} * 12,35 \% + \frac{1\,381\,000\,000}{9\,623\,944\,987} * 4,88 \% = 11,28 \%$$

Fra 2018 og utover blir WACC lik 11,29 %.

#### 6.1.7 Verdsettelse ved bruk av fri kontantstrøm fra driften

For å verdsette aksjeprisen til Aker Solutions ASA i begynnelsen av 2016 brukes fri kontantstrøm til total kapitalmetoden som er forklart i kapittel 3.2.1.1. Først neddiskonterer vi den frie kontantstrømmen som genereres i budsjettperioden og summerer verdiene sammen. Deretter finner vi terminalverdien fra år T. Dette gjøres ved å ta kontantstrømmen i år T+1 og dele på avkastningskravet minus vekstraten på 3,5 %. Videre neddiskonteres denne til begynnelsen av 2016 og summeres med nåverdien av budsjettperioden. Resultatet av utregningene gir oss en selskapsverdi i 2016 på 10 944 936 964 kroner.

For å finne verdien av egenkapitalen i begynnelsen av 2016 trekker vi fra virkelig verdi av netto finansiell gjeld som er på 1 381 000 000 Kr. Dette gir en egenkapitalverdi på 9 563 936 964 kroner. Antall aksjer utestående i begynnelsen av 2016 var på 272 044 389 (Aker Solutions ASA, 2016). Dette gir en aksjepris på 35,16 kroner per 01.01.2016. Per 04.01.2016 hadde Aker Solutions ASA en aksjeverdi på 30,00 kroner (Nordnet, 2016). Vårt resultat er dermed at selskapet per 04.01.2016 er undervurdert med 17,20 %.

## 6.2 Relativ verdsettelse

For å se hvorvidt konkurransefordelene og -ulempene som er reflektert i den estimerte aksjeverdien er rimelige, har vi valgt å gjennomføre en relativ verdsettelse med ulike multipler som beskrevet i kapittel 3.2.3. Vi finner aksjeverdien til Aker Solutions ASA i begynnelsen av 2016 ved å bruke multipler som er beregnet fra årsregnskapene i 2015. Fullstendig utregning av de ulike multiplene finnes i tabellene under A.9 i appendiks. Relativ verdsettelse gir en mindre nøyaktig verdi enn fundamental verdsettelse da den inneholder enklere forutsetninger. Likevel kan metoden brukes til å indikere om Aker Solutions ASA er over- eller underpriset. I det følgende vil vi vurdere rimeligheten av konkurransefordelene og -ulempene som er uttrykt i den estimerte aksjeverdien til Aker Solutions ASA, gjennom å verdsette aksjeprisen med multiplene Pris/Fortjeneste, Pris/Salg, Pris/Bok og Selskapsverdi/EBITDA.

### 6.2.1 Pris/Fortjeneste

For å finne Aker Solutions ASAs aksjepris ved bruk av pris/fortjeneste multiplene har vi tatt utgangspunkt i gjennomsnittet av de sammenlignbare selskaperes multipler. I tabell 16 er multiplene for hvert selskap vist i tillegg til gjennomsnittet.

Tabell 16. Multipler og gjennomsnittet av hver multiplene for peers

| Selskap             | Pris/Fortjeneste | Pris/Bok | Pris/Salg | EV/EBITDA |
|---------------------|------------------|----------|-----------|-----------|
| Schlumberger        | 41,68            | 2,43     | 2,31      | 12,4      |
| Technip             | 117,28           | 1,16     | 0,37      | 4,39      |
| FMC                 | 17,06            | 2,68     | 1,06      | 7,07      |
| Saipem              | -4,09            | 0,95     | 0,29      | 17,46     |
| Petrofac            | 4,43             | 3,24     | 0,58      | 13,77     |
| Subsea 7            | 4,94             | 0,44     | 0,49      | 1,57      |
| <b>Gjennomsnitt</b> | 30,22            | 1,81     | 0,85      | 9,45      |

Videre finner vi Aker Solutions ASAs aksjepris ved å ta gjennomsnittlig pris/fortjeneste og multiplisere med Aker Solutions ASAs fortjeneste per aksje i 2015 som vist under.

$$\text{Aksjepris}_{2016} = 30,22 * 1,44 = 43,51 \text{ Kr}$$

Vi ser at aksjeprisen til Aker Solutions ASA i følge denne verdsettelsesmetoden er 43,51 Kr. Aksjeprisen er dermed undervurdert. Dette fordi børsverdien som nevnt er 30,00 Kr per 04.01.2016. Resultatet indikerer foreløpig at den estimerte aksjeverdien og dermed konkurransefordelene og -ulempene vi har avdekket tidligere i oppgaven er rimelig.

### 6.2.2 Pris/Salg

For å finne Aker Solutions ASAs aksjepris ved bruk av pris/salg multippelen, regner vi først ut gjennomsnittlig pris/salg multippel for sammenlignbare selskaper som vist i tabell 16. Videre multipliserer vi med Aker Solutions ASAs salg per aksje for året 2015 og får aksjepris for Aker Solutions ASAs som vist under.

$$Aksjepris_{2016} = 0,85 * 117,25 = 99,56 \text{ Kr}$$

Verdsettelse ved bruk av pris/salg multippelen gir også en verdi på Aker Solutions ASA som er høyere enn børsverdien. I modellen antas det at selskapene som brukes som sammenligningsgrunnlag er helt like Aker Solutions ASA. Dette er ikke tilfellet i praksis, noe som kan forklare en svært avvikende verdi. Likevel bekrefter den rimeligheten av vårt resultat fra den strategiske analysen, regnskapsanalysen og verdsettelsen, om at Aker Solutions ASA er undervurdert per 04.01.2016.

### 6.2.3 Pris/Bok

Den tredje multippelen vi har brukt for å estimere Aker Solutions ASAs aksjeverdi er gjennomsnittlig pris/bok for de sammenlignbare selskapene. Multiplene for de sammenlignbare selskapene og gjennomsnittlig verdi er estimert og presentert i tabell 16. Gjennomsnittlig pris/bok blir så multiplisert med bokført egenkapitalverdi per aksje for å finne aksjeverdien i begynnelsen av 2016.

$$Aksjepris_{2016} = 1,81 * 23,51 = 42,66 \text{ Kr}$$

Igjen får vi et resultat som tilsier at Aker Solutions ASAs aksjepris per 04.01.2016 er undervurdert. Relativ verdsettelse ved bruk av pris/bok forholdet bekrefter derfor også rimeligheten av våre funn.

#### 6.2.4 Selskapsverdi/EBITDA

Den siste multiplene vi skal bruke for å vurdere konkurransefordelene og -ulempene uttrykt i den estimerte aksjeverdien, er gjennomsnittlig selskapsverdi/EBITDA for de sammenlignbare selskapene. Multiplene for de ulike selskapene, samt gjennomsnittlig multiplerverdi er presentert i tabell 16. For å finne aksjeverdien til Aker Solutions ASA har vi først multiplisert gjennomsnittlig EV/EBITDA med Aker Solutions (AKSO) ASAs EBITDA i 2015. Deretter har vi trukket fra netto rentebærende gjeld i 2015 for å finne egenkapitalverdi. Til slutt har vi delt egenkapitalverdien på antall aksjer som gir aksjepris ved begynnelsen av 2016, som vist under.

*Aksjepris*<sub>2016</sub>

$$\begin{aligned}
 &= \frac{\left( \left( \text{Gjennomsnittlig } \frac{EV}{EBITDA} * EBITDA_{AKSO\ ASA\ 2015} \right) - \text{Netto finansiell gjeld}_{AKSO\ ASA\ 2015} \right)}{\text{Antall utestående aksjer}_{AKSO\ ASA\ 2015}} \\
 &= \frac{((9,45 * 1\ 841\ 000\ 000\ Kr) - 1\ 381\ 000\ 000\ Kr)}{272\ 044\ 389} = 58,84\ Kr
 \end{aligned}$$

Verdsettelse ved bruk av EV/EBITDA multiplene gir oss det samme resultatet som verdsettelsene med de andre multiplene. Dette er at Aker Solutions ASAs aksjepris per 04.01.2016 er undervurdert. Relativ verdsettelse ved bruk av Selskapsverdi/EBITDA forholdet, bekrefter dermed rimeligheten av våre resultater.

På bakgrunn av den relative verdsettelsen kan vi dermed konkludere med at den overvurderte estimerte aksjeverdien samt konkurransefordelene og -ulempene er rimelig. Likevel er det store oppsidepotensialet som kommer frem i den relative verdsettelsen urimelig. Dette fordi det mest sannsynlig er forhold ved Aker Solutions ASA som multiplene ikke reflekterer.



## Kapittel 7 – Sensitivitetsanalyse

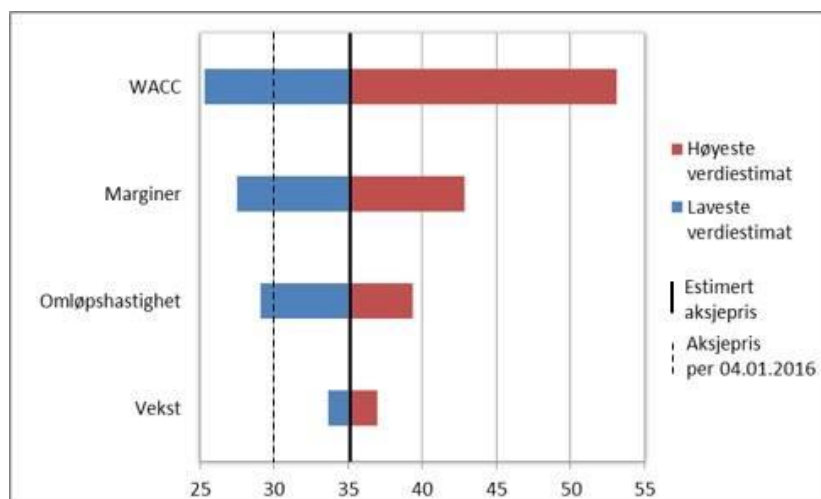
I kapittel 6 kom vi frem til en estimert aksjeverdi på 35,16 kroner. Denne reflekterer antakelser som er diskutert i kapittel 6 samt konkurransefordelene og -ulempene vi kom frem til i den strategiske analysen og regnskapsanalysen i kapittel 4 og 5. Ettersom verdiestimatet er basert på nevnte funn, vil det være interessant å undersøke hvor sensitiv den estimerte aksjeverdien er for endringer i disse. Dersom den estimerte aksjeverdien er veldig sensitiv for små endringer, gjør det våre funn og tolkninger av Aker Solutions ASAs konkurransefordeler og -ulempere mer usikre.

Ved å endre på variablene omløpshastighet til netto driftseiendeler, inntektsvekst, netto driftsmargin og WACC, ser vi hvor stort avviket blir fra vår estimerte aksjeverdi. Vi vil utføre sensitivitetsanalysen ved å endre på en variabel av gangen, samtidig som vi holder de resterende variablene konstante. Vi har valgt to mulige utviklinger. Den første er at variablene er 20 % høyere enn tidligere antatt. Den andre er at variablene er 20 % lavere enn tidligere antatt. I det følgende vil vi presentere mulige forklaringer på endringene i variablene og avvik fra tidligere estimert aksjeverdi. Analysen tar for seg variablene i overnevnt rekkefølge. Resultatet presenteres samlet i tabell 17 og grafisk i figur 21.

Tabell 17. Sensitivitet til estimert aksjeverdi

| Inputvariabel (IV) | Estimert IV år T | Sensitivitet | Minimal IV år T | Maksimal IV år T | Estimert aksjepris (EAP) | Minimal EAP | Maksimal EAP |
|--------------------|------------------|--------------|-----------------|------------------|--------------------------|-------------|--------------|
| Omløpshastighet    | 4,135            | ±20%         | 3,308           | 4,962            | 35,16                    | 29,06       | 39,35        |
| Vekst              | 3,50 %           | ±20%         | 2,80 %          | 4,20 %           | 35,16                    | 33,67       | 36,95        |
| Marginer           | 5,18 %           | ±20%         | 4,14 %          | 6,22 %           | 35,16                    | 27,48       | 42,84        |
| WACC               | 11,29 %          | ±20%         | 9,03 %          | 13,55 %          | 35,16                    | 25,35       | 53,10        |

Figur 21. Grafisk fremstilling av sensitiviteten til estimert aksjeverdi



## 7.1 Omløpshastighet til netto driftseiendeler

I vår verdivurdering av Aker Solutions ASA er omløpshastigheten til netto driftseiendeler antatt å være 3 på det laveste og 4,135 i steady state. Det kan likevel argumenteres for at omløpshastigheten er antatt for høy eller for lav i bunnpunkt og steady state. Dersom oljeprisen faller, altså beveger seg motsatt av vår antakelse, vil det føre til færre investeringer i petroleumsbransjen. Videre vil det redusere antall kontrakter i oljeservicebransjen og påvirke bransjen og Aker Solutions ASAs omløpshastighet negativt. En redusert omløpshastighet vil videre føre til en lavere selskapsverdi for Aker Solutions ASA. Motsatt vil en økning i oljepris utover vår antakelse føre til høyere investeringsnivå, en høyere fremtidig omløpshastighet og høyere selskapsverdi.

Et annet scenario er at Aker Solutions ASAs gode relasjon til Statoil ASA og Aker BP ASA er overvurdert. Dette vil påvirke omløpshastigheten negativt da det vil redusere deres tilgang på kontrakter og følgelig redusere selskapsverdien. På den andre siden kan vi ha undervurdert betydningen av relasjonene noe som betyr at selskapets fremtidige omløpshastighet burde være høyere enn antatt. Dersom dette er tilfelle vil selskapet ha en høyere verdi enn estimert i kapittel 6.

I vår vurdering av fremtidig omløpshastighet har vi antatt at Aker Solutions ASA vil opprettholde sitt konkurransefortrinn overfor bransjen. Dette skyldes blant annet at de er blant de fremste i bransjen på innovasjon og produktutvikling, noe vi har lagt til grunn at de vil fortsette å være. Dersom konkurrentene øker sitt fokus på dette området kan det føre til at Aker Solutions ASA mister sin konkurransefordel. Resultatet blir da en reduksjon i antall kontrakter som vil gi en lavere fremtidig omløpshastighet og redusert selskapsverdi. Aker Solutions ASA kan også oppleve å revolusjonere oljeservicebransjen med ny teknologi, noe som vil føre til en betydelig økning i antall kontrakter, omløpshastighet og selskapsverdi.

Dersom omløpshastigheten til netto driftseiendeler økes med 20 % gir det en aksjeverdi på 39,35 kroner. Dette er 11,92 % over den estimerte aksjeverdien vi kom frem til i kapittel 6.1.7. Videre vil en reduksjon i omløpshastigheten på 20 % gi en aksjeverdi på 29,06 kroner, som er 17,35 % under estimert aksjeverdi. Vår konklusjon er dermed litt sensitivt for negative endringer i omløpshastighet, da aksjen vil anses som overvurdert per 04.01.2016 dersom omløpshastigheten reduseres med mer enn 17,41 %. Som illustrert grafisk i figur 21 er

aksjeverdien mest sensitiv for en reduksjon i omløpshastigheten, sett i forhold til en økning. Videre ser vi at verdien er mindre sensitiv for endringer i omløpshastigheten enn WACC og marginer, men betydelig mer sensitiv for endringer i omløpshastigheten enn i vekstraten. En mulig forklaring på at Aker Solutions ASAs selskapsverdi er mindre sensitiv for endringer i omløpshastigheten enn marginer, kan være deres konkurransefordel innenfor omløpshastighet og konkurranseulempen innenfor marginer.

## 7.2 Inntektsvekst

I vårt verdiestimat har vi tatt utgangspunkt i en vekstrate på 3,5 % i steady state. Det kan likevel argumenteres for en høyere eller lavere uendelig vekstrate. Maksimal langsiktig vekst kan derimot ikke, som diskutert i kapittel 6, overstige maksimal langsiktig vekst i den norske økonomien på 4,5 %. Et argument for at veksten kan være høyere enn 3,5 % er for eksempel at vi kan få en ny «gullalder» med oljepriser over 100 dollar fatet. Dette vil gi betydelig økte investeringer fra petroleumsselskapene sin side, som videre vil gi økt inntjening og vekst i oljeservicebransjen og for Aker Solutions ASA. Et annet argument for en høyere inntektsvekst, er Aker Solutions ASAs pågående arbeid med innovasjon, effektivisering og omorganisering. Dersom dette resulterer i flere teknologiske nyvinninger eller lavere prosjektkostnader og høyere marginer enn først antatt, vil selskapet kunne levere produkter som er enda mer konkurransedyktige og dermed vinne flere kontrakter. I tillegg kan vi ha undervurdert Aker Solutions ASAs forhold til Statoil ASA og Aker BP ASA noe som også vil gjøre inntektsveksten høyere enn først antatt.

På den andre siden kan vi ha overvurdert Aker Solutions ASAs forhold til Statoil ASA og Aker BP ASA. Videre kan oljeprisen reduseres til et lavere nivå enn først antatt. Dette vil gi Aker Solutions ASA færre kontrakter, som videre vil gi dem en lavere fremtidig inntjening. Et moment som vil kunne påvirke petroleumsnæringens lønnsomhet betydelig, og dermed også oljeservicebransjen, er blant annet utviklingen innenfor fornybar energi. Dersom fornybar energi utkonkurrerer petroleumsnæringens, vil det kunne føre til et skift i markedet og betydelig nedgang i investeringer innenfor petroleumsnæringen. Dette vil videre gi færre kontrakter i oljeservicebransjen. Alt dette er argumenter for en inntektsvekst som er lavere enn 3,5 %. Samtidig vil det på lang sikt ikke være mulig, med mindre petroleumsnæringen blir utkonkurrert, å ha et lavere nivå enn langsiktig inflasjonsmål på 2,5 %.

Dersom inntektsveksten er 20 % høyere enn antatt i kapittel 6, gir dette en estimert aksjeverdi på 36,95 kroner. Det er 5,09 % høyere enn estimert aksjepris i verdsettelsen. Videre gir en reduksjon i estimert inntektsvekst på 20 % en aksjepris på 33,67 kroner, noe som er 4,24 % lavere enn verdien i verdsettelsen. Som vi ser påvirker ikke variasjonen i inntektsveksten verdiestimatet i særlig stor grad. En interessant oppdagelse er dessuten at estimatene fortsatt blir høyere enn børsverdien per 04.01.2016. Dette indikerer at aksjen er undervurdert i vår analyse, selv om vekstraten skulle være  $\pm 20\%$  av vår opprinnelige antakelse på 3,5 %.

### 7.3 Netto driftsmargin

I verdiestimatet på 35,16 kroner er det antatt en bunnpunktverdi på 2,5 % og en steady state netto driftsmargin på 5,18 %. På den ene siden kan vi ha undervurdert oljeprisens fremtidige utvikling som nevnt i forrige avsnitt. En kraftig økning i oljeprisen vil kunne føre til et høyere investeringsnivå i petroleumsbransjen og et mindre press fra Statoil ASA på oljeservicebransjens og Aker Solutions ASAs marginer. Økte investeringer fra petroleumsselskapene vil også kunne redusere konkurransen i oljeservicebransjen noe som bidrar til økte marginer. Videre kan vi ha undervurdert konsekvensene av et økt fokus på innovasjon, effektivisering og omorganisering, som vil kunne føre til at driftskostnadene reduseres ytterligere relativt til Aker Solutions ASAs inntekter.

På den andre siden kan vi, som nevnt tidligere, ha overvurdert oljeprisens utvikling. Dette vil føre til at Statoil ASA som dominerende kunde vil presse marginene ytterligere i fremtiden for å maksimere sin egen lønnsomhet. Dersom konkurransen blir enda mer effektiv i fremtiden vil det kunne presse marginene på lang sikt. Økt konkurranse kan også føre til at flere konkurrenter satser på innovasjon og produktutvikling. Dette kan gjøre det vanskeligere for Aker Solutions ASA å vinne kontrakter, fordi andre selskaper kan komme med konkurrerende teknologiske løsninger. Dette vil igjen føre til at pris blir en av få gjenværende virkemidler for å vinne kontrakter. Resultatet blir da et ytterligere press på marginene. Dersom Aker Solutions ASA ikke opprettholder fokuset på kostnadseffektivisering i fremtiden, vil det kunne føre til reduserte marginer slik vi har sett eksempler på de siste to årene.

Hvis våre antakelser om fremtiden viser seg å ha vært for pessimistiske, vil det med en økning på 20 % i netto driftsmarginer, i bunnpunkt og steady state, gi en estimert aksjepris på 42,84 kroner. Dette er 21,84 % høyere enn aksjeprisen vi kom frem til i verdsettelsen. En reduksjon på 20 % i fremtidig netto driftsmargin, i bunnpunktet og steady state, gir en estimert aksjepris på 27,48 kroner, 21,84 % lavere enn estimerte aksjeverdien i kapittel 6. Resultatet av dette er at vår verdsettelse er sensitiv for antakelsene om fremtidige netto driftsmarginer. Dette fordi avviket er på hele  $\pm 21,84\%$ , noe som er relativt høyt sammenlignet med avvikene gitt fra endringer i antakelsene om inntektsvekst og omløpshastighet. De pessimistiske fremtidsutsiktene om netto driftsmargin tilsier også at aksjeprisen per 04.01.2016 er overvurdert, noe som betyr at vårt verdiestimat er mer sensitivt for negative endringer i verdidriveren enn positive. Dette er kun dersom netto driftsmargin reduseres med mer enn 13,47 %. Et annet interessant resultat er at sensitivitetsanalysen bekrefter funnene i den strategiske analysen og regnskapsanalysen, om at Aker Solutions ASA har en marginulempe. Dette fordi selskapets verdi er mer sensitiv for endringer i denne verdidriveren, i forhold til endringer i omløpshastighet og vekst.

## 7.4 WACC

Til utregning av estimert aksjeverdi for Aker Solutions ASA, er det benyttet en utregnet WACC på 11,28 % i 2016 og 2017, og 11,29 % fra 2018 og utover. Dersom avkastningskravet er overvurdert med 20 %, vil det gi en ny estimert aksjeverdi på 53,10 kroner, 51,02 % over aksjeverdien vi kom frem til i kapittel 6. Motsatt vil en undervurdering av avkastningskravet på 20 % gi en estimert aksjeverdi på 25,35 kroner, 27,90 % under verdien i kapittel 6. Dersom WACC økes med mer enn 9,22 % vil aksjeprisen per 04.01.2016 være overvurdert. Dette betyr at vår konklusjon er sensitiv for en slik utvikling. Vi ser at et overvurdert avkastningskrav til ha en større effekt på aksjeprisen relativt til et undervurdert avkastningskrav. Samtidig har en over- og undervurdering av avkastningskravet størst effekt på aksjeprisen, sett i forhold til de andre verdidriverne. Dette er illustrert grafisk i figur 21. Resultatet fra verdsettelsen er med andre ord mest sensitivt for feilvurderinger av WACC.

I likhet med de andre verdidriverne vil det være fornuftig å se på ulike grunner til at WACC kan variere. WACC er som nevnt oppbygd av flere variabler og vi tar derfor utgangspunkt i disse i den følgende drøftingen. Kapitalstruktur og betaverdien til selskapets egenkapital er

det vi regner som de mest usikre variablene, og som antas at kan utvikle seg annerledes enn det vi først antok i kapittel 6. Skattesatsen kan bli redusert ytterligere etter 2018. Det foreligger foreløpig ikke noen konkrete vedtak om dette, og vi har derfor valgt å holde skattesatsen fast. Vi vil i det følgende gi forklaringer til mulige endringer i variablene, kapitalstruktur og betaverdien, hvordan det påvirker WACC og videre selskapets verdi.

I verdsettelsen antok vi at Aker Solutions ASA skulle ha en konstant kapitalstruktur resten av sin levetid. I følge Miller og Modigliani teoremet vil ikke kapitalstrukturen påvirke Aker Solutions ASAs selskapsverdi (Modigliani & Miller, 1958). Samtidig forutsetter teoremet et perfekt marked uten skatt, konkurskostnader, agentkostnader og assymetrisk informasjon. Dette vil i de fleste tilfeller ikke være realistiske antakelser. Dersom Aker Solutions ASA for eksempel tar opp mer gjeld for å finansiere oppkjøp, FoU eller nye prosjekter, vil det redusere total skatt. Hvis dette ikke fører til økte konkurskostnader, vil resultatet bli et større overskudd til kapitaleierne. Dette gir videre en høyere netto nåverdi av selskapet og reflekteres i en reduksjon av WACC som følge av en større vekt på gjeldsrenten. Motsatt, dersom egenkapitalandelen økes og alt annet holdes konstant, vil WACC bli høyere og selskapsverdien reduseres.

En endring i betaverdien til egenkapitalen vil påvirke avkastningskravet til egenkapitalen, som videre påvirker WACC og selskapets verdi. I vårt verdiestimat har vi antatt en konstant betaverdi på 1,77. Dersom betaverdien i fremtiden blir høyere, som følge av økt systematisk risiko, vil egenkapitaleierne kreve kompensasjon i form av høyere avkastning. Systematisk risiko for Aker Solutions ASA kan øke som følge av for eksempel en ustabil oljepris eller usikre markedsutsikter. Dette vil videre føre til en økning i WACC som gir en reduksjon i selskapsverdien. Motsatt vil en lavere betaverdi som følge av mindre systematisk risiko gi et lavere avkastningskrav til egenkapitalen, redusert WACC og høyere selskapsverdi. En lavere systematisk risiko kan komme av positive fremtidsutsikter for oljeprisen eller markedet.

## 7.5 Konklusjon

I sensitivitetsanalysen har vi kommet frem til at vårt verdiestimat er mest sensitivt for endringer i WACC, etterfulgt av netto driftsmargin, omløpshastighet til netto driftseiendeler og vekst. Mulige endringer i disse verdidriverne er diskutert med utgangspunkt i avvik fra de

konkurransfordelene og -ulempene vi tidligere har avdekket for Aker Solutions ASA. Alle verdidriverne, med unntak av vekstraten, vil kunne påvirke vår konklusjon om at aksjeprisen er undervurdert per 04.01.2016. Det betyr at de også vil kunne påvirke rimeligheten av de konkurransfordelene og -ulempene vi har avdekket tidligere. Dersom WACC økes med mer enn 9,22 % vil ikke lengre vårt resultat være gjeldende. Dette er en mindre relativ endring enn de andre verdidriverne hvor netto driftsmargin må reduseres med 13,47 %, mens omløpshastigheten må reduseres med 17,41 %. Da den mest sensitive verdidriveren minimum må økes med 9,22 % for å påvirke våre resultater, konkluderer vi med at Aker Solutions ASA per 04.01.2016 er undervurdert. Dette styrker også rimeligheten av våre resultater om Aker Solutions ASAs konkurranseposisjon.

Konklusjonen i sensitivitetsanalysen er basert på en analyse hvor vi kun har endret en variabel av gangen. Dette er en svakhet da det i virkeligheten vil være slik at variablene kan forandre seg samtidig, og påvirke hverandre. Et eksempel er at økt vekst vil gi flere inntekter og dermed også kunne påvirke netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler. Analysen gir oss likevel et godt bilde på hvilke verdidrivere som er mest kritiske for vårt verdiestimat.

## Kapittel 8 - Konklusjon

I denne masteroppgaven var målet å avdekke Aker Solutions ASAs konkurransefordeler og -ulemper. Ved bruk av rammeverket for en fundamental verdsettelse analyserte og sammenlignet vi Aker Solutions ASAs konkurranseposisjon i forhold til bransjen. Først ble selskapets konkurransefordeler og -ulemper kartlagt ved bruk av den eksterne, kvalitative metoden, Porters Femkraftsmodell. Deretter gjennomførte vi en regnskapsanalyse for og komplementere den strategiske analysen samt avdekke likviditets- og lønnsomhetsmessige konkurransefordeler og -ulemper.

Videre brukte vi fri kontantstrøm verdsettelsesmetoden til å estimere en aksjeverdi per 01.01.2016. Denne reflekterer resultatene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Aksjeverdien vi kom frem til var på 35,16 kroner. Dette er 5,16 kroner høyere enn markedsprisen den 04.01.2016, noe som tyder på at våre funn fra de overnevnte analysene samt tolkningen av disse er mer positive enn markedets forventninger. For å teste rimeligheten av de konkurransefordelene og -ulempene vi avdekket og uttrykte i form av en aksjeverdi, gjennomførte vi en relativ verdsettelse. Avslutningsvis utførte vi en sensitivitetsanalyse for å teste feilmarginen ved våre funn. I det følgende vil vi presentere noen av hovedfunnene.

Den norske oljeservicebransjen er for øyeblikket ikke særlig lønnsom. Dette skyldes i hovedsak høy konkurranse, et lavt investeringsnivå og en dominerende kunde som presser marginene ned. Likevel er Aker Solutions ASA godt posisjonert i forhold til medianen i bransjen, da de innehar en rekke konkurransefordeler. For det første er Aker Solutions ASA å regne som en av de største leverandørene på norsk kontinentalsokkel. Dette er en fordel da de i større grad har mulighet til å påta seg flere og større prosjekter enn mange av konkurrentene. For det andre har selskapet en fordel da de har lang erfaring i det norske markedet, noe som har resultert i høy kompetanse, dynamiske skalafordeler og en solid merkevare. Samtidig er Aker Solutions ASA ledende innenfor teknologi og innovasjon, noe som har gitt dem muligheten til å utvikle spesialiserte produkter som er ettertraktet blant petroleumsselskapene.

Aker Solutions ASA har i tillegg en god relasjon til petroleumsselskapet Aker BP ASA, samt den dominerende kunden på norsk kontinentalsokkel, Statoil ASA. Dette er en



konkurransfordel da det gir Aker Solutions ASA lettere tilgang på kontrakter. Videre vil faste kunder gjøre det mulig å standardisere produksjonen og gi Aker Solutions ASA en stordriftsfordel. De ovennevnte fordelene bekreftes ved at de har evnen til å generere en netto driftsavkastning godt over medianen i bransjen. Dette underbygges videre med en høyere relativ omløpshastighet.

I tillegg til nevnte konkurransefordeler, har vi også avdekket noen konkurranseulempen for Aker Solutions ASA. Disse er i hovedsak tilknyttet finansieringen av selskapet. For det første har Aker Solutions ASA en lavere LG1 og rentedekningsgrad enn medianen i bransjen. Dette er en ulempe da de i større grad vil ha problemer med å håndtere for eksempel kortsiktige finansielle forpliktelser og tap ved å selge omløpsmidler, eller benytte seg av resultatet. På lang sikt har selskapet også en likviditetsmessig konkurranseulempe da de har en lavere egenkapitalandel enn medianen i bransjen, som gjør dem dårligere stilt til å takle for eksempel finansielle forpliktelser eller tap på lang sikt. Totalt sett har Aker Solutions ASA en likviditetsmessig konkurranseulempe. Ulempen er likevel redusert da de leverer en høyere netto driftsrentabilitet enn medianen i bransjen, noe som betyr at de kan bruke deler av driftsresultatet til å håndtere noen av de finansielle forpliktelsene.

Ved analyse av Aker Solutions ASAs netto driftsmargin fant vi at den er lavere enn medianen i bransjen. Dette er en konkurranseulempe fordi det betyr at de driver mindre kostnadseffektivt og dermed ikke er like konkurransedyktige på pris som flere av sine konkurrenter. I tillegg er største delen av Aker Solutions ASAs drift lokalisert i Norge, sammenlignet med konkurrerende selskaper som har driften i land med et lavere kostnadsnivå. Denne konkurranseulempen tilsier også at selskapet ikke vil være like konkurransedyktige på pris. Avslutningsvis ønsker vi å nevne at Aker Solutions ASAs høye fokus på innovasjon kan gi en konkurranseulempe dersom kostnadene er høyere enn avkastningen.

Da vi utførte en relativ verdsettelse fikk vi bekreftet at konkurransefordelene og -ulempene vi avdekket for Aker Solutions ASA er rimelige. Dette fordi den konkluderte med at Aker Solutions ASAs aksjeverdi er undervurdert. I tillegg viste sensitivitetsanalysen at det må minimum 9,22 % endring til i den mest sensitive verdidriveren for at aksjeverdien regnes som overvurdert og våre resultater som urimelig. Vi konkluderer derfor med at de overnevnte

konkurransfordelene og -ulempene er rimelige og at Aker Solutions ASAs konkurranseposisjon er god.

## Litteraturliste

- Aker BP ASA. (2016, September 13). *Aker BP*. Hentet fra <http://www.akerbp.com/det-norske-aker-solutions-og-subsea-7-danner-utbyggingsallianse-i-norge/>
- Aker Solutions ASA. (2015). *Aker Solutions*. Hentet fra <https://akersolutions.com/globalassets/huginreport/2014/annual-report-2014.pdf>
- Aker Solutions ASA. (2016). *Aker Solutions*. Hentet fra <http://akersolutions.com/who-we-are/>
- Aker Solutions ASA. (2016). *Aker Solutions*. Hentet fra <http://akersolutions.com/who-we-are/history/>
- Aker Solutions ASA. (2016). *Aker Solutions*. Hentet fra <http://akersolutions.com/globalassets/huginreport/2015/annual-report-2015.pdf>
- Aker Solutions ASA. (2016). *Aker Solutions*. Hentet fra <http://akersolutions.com/what-we-do/products-and-services/subsea-trees/>
- Aker Solutions ASA. (2016). *Aker Solutions*. Hentet fra <http://akersolutions.com/what-we-do/>
- Aker Solutions ASA. (2016). *Aker Solutions*. Hentet fra <http://akersolutions.com/who-we-are/corporate-responsibility/supply-chain-management/>
- Aker Solutions ASA. (2016, April 20). *Offshore.no*. Hentet fra [http://offshore.no/sak/265353\\_aker-solutions-vinner-lundin-kontrakt](http://offshore.no/sak/265353_aker-solutions-vinner-lundin-kontrakt)
- Aker Solutions ASA. (2016). *Ravninfo*. Hentet fra <https://www.ravninfo.com/modules/CompanyAccount/accelexportpopup.aspx?ControlID=6&step=3&orgno=913748174&regnk=&regnp=1&name=AKER+SOLUTIONS+ASA>
- API Energy. (u.d.). *API Energy*. Hentet fra <http://www.api.org/oil-and-natural-gas/wells-to-consumer/exploration-and-production/service-and-supply-companies>
- Baker Hughes. (2016, Januar 1). *Bakes Hughes - Annual Report 2015*. Hentet fra <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-reportsannual>
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*.
- Berg, L. P. (2014, Februar 11). *Store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/Petroleumstilsynet>
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance*. Harlow: Pearson Education.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments*. Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Bowman, E. H., & Moskowitz, G. T. (2001). Real Options Analysis and Strategic Decision Making. I E. H. Bowman, & G. T. Moskowitz, *Organization Science* (ss. 772-777). Institute for Operations Research and The Management Sciences.

- Bryhn, R. (2014, August 21). *Store norske leksikon*. Hentet fra [https://snl.no/Aker\\_Solutions\\_ASA](https://snl.no/Aker_Solutions_ASA)
- Byberg, Ø. (2014, September 26). *Hegnar.no*. Hentet fra <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2014/09/Aker-Solutions-boersnoteres-mandag>
- Byberg, Ø. (2016, September 8). *Hegnar.no*. Hentet fra <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/09/Aker-Solutions-faar-Statoil-kontrakt>
- CME Group. (2016, Oktober 27). *CME Group*. Hentet fra <http://www.cmegroup.com/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude.html>
- CME Group. (2016, November 2). *CME Group*. Hentet fra <http://www.cmegroup.com/trading/fx/g10/norwegian-krone.html>
- Cobb, B. R., & Charnes, J. M. (2007). Real Options Valuation. *Winter Simulation Conference*.
- Copeland, T. E., & Antikarov, V. (2003). *Real Options: A Practitioner's Guide*. Texere.
- Desjardins, J. (2014, September 4). *Visual Capitalist*. Hentet fra <http://www.visualcapitalist.com/forecast-when-well-run-out-of-each-metal/>
- DNB Markets. (2016). *DNB*. Hentet fra <https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valutakurser-og-renter/historiske/hovedvalutaer/2015.html>
- ENI. (2016, November 1). *ENI*. Hentet fra [https://www.eni.com/en\\_IT/home.page](https://www.eni.com/en_IT/home.page)
- Finansdepartementet. (2014, Desember 19). *Statsbudsjettet.no*. Hentet fra <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2015/Artikler/Skattesatser-2015/>
- Finansdepartementet. (2015, Januar). *Regjeringen.no*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2015-1/id2395258/?ch=5>
- Finansdepartementet. (2016, Januar 4). *Regjeringen.no*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrensener-i-2016/id2457143/>
- FMC Technologies. (2016). *FMC Technologies*. Hentet fra <http://www.fmctechnologies.com/en/AboutUs/History.aspx>
- FMC Technologies. (2016, Januar 1). *FMC Technologies - Annual Report 2015*. Hentet fra <http://ir.fmctechnologies.com/annuals.cfm>
- GCE Subsea. (2012, Desember 6). *GCE Subsea*. Hentet fra [http://www.gcesubsea.no/article/16127/Norges\\_nye\\_fastlandsindustri](http://www.gcesubsea.no/article/16127/Norges_nye_fastlandsindustri)
- General Electric. (2016, Januar 1). *General Electric - Annual Report 2015*. Hentet fra [http://www.ge.com/ar2015/assets/pdf/GE\\_AR15.pdf](http://www.ge.com/ar2015/assets/pdf/GE_AR15.pdf)

- GN Solids Control America. (2016, September 20). *GN Solids Control America*. Hentet fra <http://oilfield.gnsolidscontrol.com/worlds-top-10-biggest-oilfield-services-companies-list/>
- Grytten, O. H., & Hunnes, A. (2016). *Krakk og Kriser i Historisk Perspektiv*. Cappelen Damm.
- Guedes, J., & Santos, P. (2016, September 24). Valuing an Offshore Oil Exploration and Production Project Through Real Option Analysis. *Energy Economics*.
- Halliburton. (2016). *Halliburton*. Hentet fra <http://www.halliburton.com/no-no/about/company-profile/default.page?node-id=igryif0i>
- Halliburton. (2016, Januar 1). *Halliburton - Annual Report 2015*. Hentet fra <http://ir.halliburton.com/phoenix.zhtml?c=67605&p=irol-reportsAnnual>
- Hirth, M. L. (2016, April 15). *Sysla*. Hentet fra [http://sysla.no/2016/04/15/oljeenergi/aker-solutions-vant-milliardkontrakt-i-brasil\\_91783/](http://sysla.no/2016/04/15/oljeenergi/aker-solutions-vant-milliardkontrakt-i-brasil_91783/)
- Investing.com. (2016, November 2). *Investing.com*. Hentet fra <http://www.investing.com/currencies/usd-nok-forward-rates>
- Jerver, H. (2015, Januar 26). *Metal Supply*. Hentet fra [http://www.metalsupply.no/article/view/147279/promet\\_as\\_tar\\_i\\_bruk\\_revolusjonen\\_de\\_3dteknologi#](http://www.metalsupply.no/article/view/147279/promet_as_tar_i_bruk_revolusjonen_de_3dteknologi#)
- Kjernli, E. (2016, Mai 4). *NRK.no*. Hentet fra <https://www.nrk.no/norge/her-er-hele-skatteforliket-1.12931908>
- Knivsfå, K. H. (2016). Powerpoint 2-16 i BUS424. Bergen, Norges Handelshøyskole, Norge.
- Lewis, H. Ø., & Kongsnes, E. (2016, September 8). *Stavanger Aftenblad*. Hentet fra <http://www.aftenbladet.no/aenergi/Aker-Solutions-kutter-sjefsniva-487670b.html>
- Lilleby, J. (2016, Mai 19). *E24*. Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/olje/technip-og-fmc-technologies-fusjonerer/23687188>
- Lorch-Falch, S., Lilleby, J., Norli, K., Armstrong, V., Braaten, M., Nordstrøm, J., & Hammerstrøm, J. (2016, Mars 14). *E24*. Hentet fra <http://e24.no/energi/aker-solutions/aker-solutions-varsler-kutt-paa-opptil-600-stillinger/23638187>
- Lorentzen, M. (2016, Juli 13). *E24*. Hentet fra <http://e24.no/boers-og-finans/aker-solutions/aker-solutions-overrasker-oekte-driftsmarginen/23738747>
- Lorentzen, M. (2016, September 2). *E24*. Hentet fra <http://e24.no/boers-og-finans/aker-solutions/aker-solutions-setter-i-gang-stor-reorganisering/23782900>
- Lorentzen, M. (2016, September 13). *E24*. Hentet fra <http://e24.no/boers-og-finans/det-norske-oljeselskap/det-norske-aker-solutions-og-subsea-7-inngaar-allianse-paa-norsk-sokkel/23792322>

- Mala, S. (2016, Oktober 7). *Petro*. Hentet fra <http://petro.no/leverandornaeringene-trekker-industriproduksjonen/42859>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments*. Nashville: The American Economic Review.
- National Oilwell-Varco. (2016, Januar 1). *National Oilwell-Varco - Annual Report 2015*. Hentet fra <http://investors.nov.com/phoenix.zhtml?c=97690&p=quarterlyEarnings>
- Nordnet. (2016, Oktober 26). *Nordnet*. Hentet fra <https://www.nordnet.no/mux/laddaner/historikLaddaner.ctl?isin=NO0010716582&country=Norge&currency=NOK>
- Norges Bank. (2016, November 3). *Norges Bank*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>
- NTB. (2016, Februar 12). *Aftenposten*. Hentet fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Aker-Solutions-dropper-utbytte-etter-resultatsmell-8827b.html>
- NTB. (2016, Juli 21). *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/nyheter/energi/2016/07/21/2035/konkurransetilsynet-skal-utredetatoils-markedsmakt>
- NTB. (2016, Oktober 5). *NRK.no*. Hentet fra <https://www.nrk.no/rogaland/konkurransetilsynet-leverte-rapport-om-oljesektoren-1.13164984>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2014, April 30). *Regjeringen.no*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/Stotter-Aker-Solutions-fisjon/id758061/>
- Offshore Technology. (2014, Mars 10). *Offshore Technology*. Hentet fra <http://www.offshore-technology.com/features/featurenorways-giants---the-biggest-oil-fields-on-the-norwegian-continental-shelf-4191946>
- Offshore.no. (2016, Januar 19). *Offshore.no*. Hentet fra [http://offshore.no/sak/255593\\_her-er-tilbudet-til-36-oljeselskaper-pa-norsk-sokkel](http://offshore.no/sak/255593_her-er-tilbudet-til-36-oljeselskaper-pa-norsk-sokkel)
- Olje og energidepartementet. (2016, Oktober 27). *Norsk Petroleum*. Hentet fra <http://www.norskpetroleum.no/utbygging-og-drift/leverandorindustrien/>
- Olje og energidepartementet. (2016, April 25). *Regjeringen.no*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/energi/olje-og-gass/leverandorindustrien/id2001283/>
- Oljedirektoratet. (2010, Mai 18). *Oljedirektoratet*. Hentet fra <http://www.npd.no/publikasjoner/rapporter/okonomisk-vurd-av-uoppd-petrres-utenfor-lo-ve-senja/8-verdisetting---valg-av-metode/>
- Oljedirektoratet. (2016, Juni 20). *Oljedirektoratet*. Hentet fra [http://www.npd.no/Global/Norsk/4-Kart/Sokkelkart2016/Kontinentalsokkelkart\\_2016.pdf](http://www.npd.no/Global/Norsk/4-Kart/Sokkelkart2016/Kontinentalsokkelkart_2016.pdf)

- Oslo Børs. (2016, September 29). *E24*. Hentet fra <https://bors.e24.no/#!/instrument/AKSO.OSE>
- Oslo Børs. (2016, November 3). *E24*. Hentet fra <https://bors.e24.no/#!/instrument/AKERBP.OSE>
- Oslo Børs. (2016, September 20). *Oslo Børs*. Hentet fra [https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/7ccc966ad4b93d6003dacf27f9f68754/file/file/Nibor%20-%20gjennomsnitt\\_september\\_2016.xlsx](https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/7ccc966ad4b93d6003dacf27f9f68754/file/file/Nibor%20-%20gjennomsnitt_september_2016.xlsx)
- Pestle Analysis. (2016). *Pestle Analysis*. Hentet fra <http://pestleanalysis.com/what-is-pestle-analysis/>
- Petro Media AS. (2016, Mars 1). *Petro*. Hentet fra <http://petro.no/iea-tror-pa-oljepris-comeback-i-2017/36364>
- Petrofac. (2016, November 1). *Petrofac*. Hentet fra <https://www.petrofac.com/en-gb/about-us/heritage/?category=1604>
- Petrofac. (2016, November 1). *Petrofac*. Hentet fra <https://www.petrofac.com/en-gb/about-us/what-we-do/>
- Petrofac. (2016, November 1). *Petrofac*. Hentet fra <https://www.petrofac.com/en-gb/about-us/heritage/>
- Petrofac. (2016, Januar 1). *Petrofac - Annual Report 2015*. Hentet fra <http://www.petrofac.com/en-gb/investors/reports-and-accounts/2015-annual-report-and-accounts/>
- Porter, M. E. (1979, Mars/April). How competitive forces shape strategy. *Harvard Business Review*.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy - Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Macmillan Publishing Co., Inc.
- PWC. (2015, Desember). *PWC*. Hentet fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-i-det-norske-markedet-2015.html>
- Qvigstad, J. F. (2011, Oktober 27). *Norges Bank*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Publisert/Artikler-og-kronikker/kronikk-2011-10-27-qvigstad/>
- Ryggvik, H. (2014, Oktober 16). *Store norske leksikon*. Hentet fra [https://snl.no/Norsk\\_oljehistorie](https://snl.no/Norsk_oljehistorie)
- Rystad Energy. (2013, Oktober 14). *Regjeringen.no*. Hentet fra [https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/oed/rapporter/aktiviteten\\_i\\_den\\_petroleumsrettede\\_leverandorindustrien\\_i\\_landets\\_ulike\\_regioner.pdf](https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/oed/rapporter/aktiviteten_i_den_petroleumsrettede_leverandorindustrien_i_landets_ulike_regioner.pdf)
- Rystad Energy. (2015, Mars 1). *Rystad Energy*. Hentet fra <http://www.rystadenergy.com/NewsEvents/Newsletters/OfsArchive/ofs-march-2015>

- Rystad Energy. (2016, November 1). *Rystad Energy*. Hentet fra <http://www.rystadenergy.com/NewsEvents/Newsletters/OfsArchive/ofs-march-2015>
- Saipem. (2016, November 1). *Saipem*. Hentet fra [http://www.saipem.com/sites/SAIPEM\\_en\\_IT/sottosezione/company/History.page](http://www.saipem.com/sites/SAIPEM_en_IT/sottosezione/company/History.page)
- Saipem. (2016, November 1). *Saipem*. Hentet fra [http://www.saipem.com/sites/SAIPEM\\_en\\_IT/minisiti/saipem-mondo/eng/index.shtml](http://www.saipem.com/sites/SAIPEM_en_IT/minisiti/saipem-mondo/eng/index.shtml)
- Saipem. (2016, November 1). *Saipem*. Hentet fra [http://www.saipem.com/sites/SAIPEM\\_en\\_IT/area/COMPANY-saipem-company.page](http://www.saipem.com/sites/SAIPEM_en_IT/area/COMPANY-saipem-company.page)
- Saipem. (2016, Januar 1). *Saipem - Annual Report 2015*. Hentet fra [http://www.saipem.com/en\\_IT/static/documents/Annual%20Report%202015.pdf](http://www.saipem.com/en_IT/static/documents/Annual%20Report%202015.pdf)
- Sandø, T. (2009, April 20). *Stavanger Aftenblad*. Hentet fra <http://www.aftenbladet.no/energi/Aker-skandalen-for-nybegynnere-2034467.html>
- Schlumberger. (2016, Januar). *Schlumberger*. Hentet fra <http://www.slb.com/about/who/backgrounder.aspx>
- Schlumberger. (2016). *Schlumberger*. Hentet fra <http://www.slb.com/about.aspx>
- Schlumberger. (2016, Januar 1). *Schlumberger - Annual Report 2015*. Hentet fra <http://investorcenter.slb.com/phoenix.zhtml?&c=97513&p=irol-reportsannual>
- Schwartz, E. S., & Trigeorgis, L. (2004). *Real Options and Investment Under Uncertainty: classical readings and recent contributions*. Cambridge: M.I.T. Press.
- SDØE og Petoro. (2016). *Petoro*. Hentet fra <https://www.petoro.no/%C3%85rsrapportsider/2015/pdf/Nokkeltall.pdf>
- Sjøberg, J. (2013, Oktober 18). *Aftenposten*. Hentet fra <http://www.aftenposten.no/norge/Fa-involverer-ansatte-til-nytenkning-106492b.html>
- Skarsaune, E., & Lewis, H. Ø. (2015, Mars 26). *Stavanger aftenblad*. Hentet fra <http://www.aftenbladet.no/aenergi/Tor-ikke-kritisere-Statoil-40256b.html>
- Skatteetaten. (u.d.). *Skatteetaten*. Hentet fra <http://www.skatteetaten.no/no/Bedrift-og-organisasjon/Rapportering-til-Skatteetaten/Fradrag/Skattefunn/>
- Smit, H. T., & Trigeorgis, L. (2004). *Strategic Investment: Real Options and Games*. New Jersey: Princeton University Press.
- Stangeland, G. (2012, August 21). *Offshore.no*. Hentet fra [http://offshore.no/sak/35832\\_bliir\\_verdens\\_stoerste\\_offshoremarked](http://offshore.no/sak/35832_bliir_verdens_stoerste_offshoremarked)
- Stangeland, G. (2014, September 11). *Offshore.no*. Hentet fra [http://offshore.no/sak/62156\\_mangler\\_allerede\\_100000\\_timer\\_vedlikehold](http://offshore.no/sak/62156_mangler_allerede_100000_timer_vedlikehold)



- Statistisk sentralbyrå. (2016, September 15). *SSB*. Hentet fra (1)  
<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/konjunkturomslaget-etter-oljenedturen-naermer-seg>
- Statoil ASA. (2016). *Statoil*. Hentet fra  
<http://www.statoil.com/no/OurOperations/ExplorationProd/ncs/Pages/default.aspx>
- Statoil ASA. (2016, September 16). *Statoil*. Hentet fra  
<http://www.statoil.com/en/NewsAndMedia/News/2016/Pages/16sep-troll-b.aspx>
- Steen, A. (2009, Februar 27). *Sysla Offshore*. Hentet fra  
[http://offshore.no/sak/23958\\_nordsjoeens\\_mest\\_effektive\\_rigg](http://offshore.no/sak/23958_nordsjoeens_mest_effektive_rigg)
- Stensvold, T. (2014, August 23). *Teknisk Ukeblad*. Hentet fra  
<http://www.tu.no/artikler/kongsberg-sjefen-om-for-na-og-langt-fram-i-tid/230349>
- Stensø, A. (2014, Oktober 27). *Teknisk ukeblad*. Hentet fra <http://www.tu.no/artikler/er-ineffektive-ingeniorer-arsaken-til-hoye-kostnader-i-nordsjoen/222814>
- Stoltz, G. (2014, Mai 27). *Store norske leksikon*. Hentet fra  
<https://snl.no/produkt-differensiering>
- Subsea 7. (2016, November 1). *Subsea 7*. Hentet fra <http://www.subsea7.com/en/about-us.html>
- Subsea 7. (2016, November 1). *Subsea 7*. Hentet fra <http://www.subsea7.com/en/about-us/who-we-are/history.html>
- Subsea 7. (2016, Januar 1). *Subsea 7*. Hentet fra  
<http://www.subsea7.com/content/dam/subsea7/Results%20Reports%20&%20Presentations/Reports/2015/Subsea-7-SA-2015-Annual-Report.pdf>
- Subsea 7. (2016, November 24). *Subsea 7*. Hentet fra <http://www.subsea7.com/en/our-people/working-for-subsea7.html>
- Takla, E. (2016, Januar 17). *Dagens Næringsliv*. Hentet fra  
<https://www.dn.no/nyheter/okonomi/2016/01/17/1159/Valuta/meglerhus-neste-r-m-du-betale-over-11-kroner-for-en-dollar>
- TDN Finans. (2016, September 6). *Dagens Næringsliv*. Hentet fra  
<http://www.dn.no/nyheter/energi/2016/09/06/1711/venter-oljeprisen--stabilisere-seg-over-60-dollar>
- Team FME. (2013). *Free Management Ebooks*. Hentet fra <http://www.free-management-ebooks.com/dldebk-pdf/fme-pestle-analysis.pdf>
- Technip. (2016, November 1). *Technip*. Hentet fra  
<http://www.technip.com/en/discover/technip-glance>
- Technip. (2016, Januar 1). *Technip - Annual Report 2015*. Hentet fra <http://investors-en.technip.com/phoenix.zhtml?c=110877&p=irol-reportsannual>

- Trading Economics. (2016, Oktober 27). *Trading Economics*. Hentet fra <http://www.tradingeconomics.com/norway/currency/forecast>
- Transocean. (2016, Januar 1). *Transocean - Annual Report 2015*. Hentet fra <http://www.deepwater.com/investor-relations/financial-reports/annual-and-quarterly-reports>
- U.S. Department of Energy. (2016, Oktober 17). *U.S. Energy Information Administration*. Hentet fra <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RB RTE&f=D>
- Vinnem, J. E. (2013, Oktober 19). *Store norske leksikon*. Hentet fra [https://snl.no/Sikkerhet\\_og\\_beredskap\\_p%C3%A5\\_norsk\\_sokkel](https://snl.no/Sikkerhet_og_beredskap_p%C3%A5_norsk_sokkel)
- Weatherford. (2016, Januar 1). *Weatherford - Annual Report 2015*. Hentet fra [http://ir.weatherford.com/cs/wft\\_investorrelations/doc/ir/2015-annual-report](http://ir.weatherford.com/cs/wft_investorrelations/doc/ir/2015-annual-report)
- Yüksel, I. (2012, November 21). Developing a Multi-Criteria Decision Making Model for PESTEL Analysis. *International Journal of Business and Management*.

## Appendiks

### A.1 - Fullstendige resultatregnskap

| <b>RESULTATREGNSKAP</b>                                       | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
|---|-------------|-------------|
| <b>Inntekter</b>  |             |             |
| Salgsinntekt  | 31 896      | 32 942      |
| Annen driftsinntekt   | -           | 29 000      |
| <b>Sum inntekter</b>  | 31 896      | 32 971      |
| <b>Kostnader</b>  |             |             |
| Varekostnad   | 12 979      | 13 561      |
| Lønnskostnad  | 11 750      | 11 171      |
| Avskrivning på varige driftsmidler og immaterielle eiendeler  | 720         | 665         |
| Nedskrivning av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler | 163         | -           |
| Annen driftskostnad   | 5 326       | 5 565       |
| <b>Sum kostnader</b>  | 30 938      | 30 962      |
| <b>Driftsresultat</b>   | 958         | 2 009       |
| <b>Finansinntekter</b>  |             |             |
| Annen renteinntekt  | 76          | -           |
| Annen finansinntekt   | 116         | 122         |
| <b>Sum finansinntekter</b>                                    | 192         | 122         |
| <b>Finanskostnader</b>  |             |             |
| Annen rentekostnad  | 348         | -           |
| Annen finanskostnad   | 118         | 315         |
| <b>Sum finanskostnader</b>                                    | 466         | 315         |
| <b>Netto finans</b>   | -274        | -193        |
| <b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>                    | 684         | 1 816       |
| Skattekostnad på ordinært resultat                            | 302         | 516         |
| <b>Ordinært resultat etter skattekostnad</b>                  | 382         | 1 300       |
| <b>Årsresultat før minoritetsinteresser</b>                   | 382         | 1 300       |
| Minoritetsinteresser  | -8          | 20          |
| <b>Årsresultat</b>  | 390         | 1 280       |
| Utbytte   | 394         | -           |
| Overføringer til/fra annen egenkapital                        | 390         | 1 280       |
| Sum overføringer og disponeringer                             | 390         | 1 280       |

**A.2 - Fullstendig omgruppert resultatregnskap**

| <b>RESULTATREGNSKAP</b>                                 | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
|---|-------------|-------------|
| <b>Driftsinntekter</b>                                  |             |             |
| Salgsinntekt  | 31 896      | 32 942      |
| Annen driftsinntekt                                     | -           | 29          |
| <b>Sum driftsinntekter</b>                              | 31 896      | 32 971      |
| <b>Driftskostnader</b>                                  |             |             |
| Varekostnad   | 12 979      | 13 561      |
| Lønnskostnad  | 11 750      | 11 171      |
| Avskrivning på varige driftsmidler og immaterielle eien | 720         | 665         |
| Annen driftskostnad                                     | 5 326       | 5 565       |
| <b>Sum driftskostnader</b>                              | 30 775      | 30 962      |
| <b>Driftsresultat før skatt</b>                         | 1 121       | 2 009       |
| Driftsrelatert skatt                                    | 303         | 542         |
| Netto driftsresultat før netto annet driftsresultat     | 818         | 1 467       |
| Netto annet driftsresultat                              | 58          | -117        |
| <b>Totalt netto driftsresultat</b>                      | 876         | 1 350       |
| Netto finansinntekter                                   | 827         | 100         |
| <b>Netto resultat til sysselsatt kapital</b>            | 1 704       | 1 450       |
| Netto minoritetsresultat                                | -8          | 20          |
| Netto finanskostnader                                   | 340         | 277         |
| <b>Nettoresultat til egenkapitalen</b>                  | 1 372       | 1 153       |
| Unormalt netto driftsresultat                           | -254        | -           |
| <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>        | 1 118       | 1 153       |
| Endring i moderselskapets investeringer                 | -           | -1 611      |
| Egne aksjer   | 8           | -35         |
| Ansattes aksjekjøpprogram                               | -14         | -24         |
| -Utbytte  | -394        | -           |
| <b>Endring i egenkapital</b>                            | 718         | -517        |

**A.3 - Fullstendig balanseregnskap**

| <b>BALANSEREGNSKAP</b>                                  | <b>2015</b>   | <b>2014</b>   |
|---|---------------|---------------|
| <b>EIENDELER</b>  |               |               |
| <b>Anleggsmidler</b>                                    |               |               |
| <b>Immaterielle eiendeler</b>                           |               |               |
| Forskning og utvikling                                  | 1 841         | 1 579         |
| Konsesjoner, patenter, lisenser, varemerker og lignende | 195           | 208           |
| Utsatt skattefordel                                     | 332           | 380           |
| Goodwill  | 4 171         | 3 976         |
| <b>Andre immaterielle eiendeler</b>                     |               |               |
| Sum immaterielle eiendeler                              | 6 539         | 6 143         |
| <b>Varige driftsmidler</b>                              |               |               |
| Tomter, bygninger og annen fast eiendom                 | 1 057         | 906           |
| Maskiner og anlegg                                      | 2 905         | 2 697         |
| Sum varige driftsmidler                                 | 3 962         | 3 603         |
| <b>Finansielle anleggsmidler</b>                        |               |               |
| Obligasjoner og andre fordringer                        | 36            | 27            |
| Sum finansielle anleggsmidler                           | 36            | 27            |
| <b>Sum anleggsmidler</b>                                | <b>10 537</b> | <b>9 773</b>  |
| <b>Omløpsmidler</b>                                     |               |               |
| Varer   | 814           | 862           |
| Sum varer   | 814           | 862           |
| <b>Fordringer</b>                                       |               |               |
| Kundefordringer   | 4 264         | 12 042        |
| Andre fordringer  | 6 956         | 188           |
| <b>Sum fordringer</b>                                   | <b>11 220</b> | <b>12 230</b> |
| Investeringer   |               |               |
| Andre finansielle instrumenter                          | 1 295         | 1 187         |
| Sum investeringer                                       | 1 295         | 1 187         |
| Bankinnskudd, kontanter og lignende                     |               |               |
| Bankinnskudd, kontanter og lignende                     | 3 863         | 3 339         |
| <b>Sum omløpsmidler</b>                                 | <b>17 192</b> | <b>17 618</b> |
| <b>SUM EIENDELER</b>                                    | <b>27 729</b> | <b>27 391</b> |

|                                   |        |        |
|-----------------------------------|--------|--------|
| <b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>       |        |        |
| <b>Egenkapital</b>                |        |        |
| <b>Innskutt egenkapital</b>       |        |        |
| Selskapskapital                   | 294    | 294    |
| Beholdning av egne aksjer         | -1     | -1     |
| <b>Sum innskutt egenkapital</b>   | 293    | 293    |
| <b>Opptjent egenkapital</b>       |        |        |
| Annen Egenkapital                 | 6 103  | 5 384  |
| Minoritetsinteresser              | 234    | 216    |
| <b>Sum opptjent egenkapital</b>   | 6 103  | 5 384  |
| <b>Sum egenkapital</b>            | 6 396  | 5 677  |
| <b>Langsiktig gjeld</b>           |        |        |
| Pensjonsforpliktelser             | 572    | 670    |
| Utsatt skatt                      | 283    | 699    |
| Sum avsetninger for forpliktelser | 855    | 1 369  |
| Annen langsiktig gjeld            |        |        |
| Obligasjonslån                    | 3 389  | 2 462  |
| Gjeld til kredittinstitusjoner    | 0      | 692    |
| Øvrig langsiktig gjeld            | 27     | 22     |
| <b>Sum annen langsiktig gjeld</b> | 3 416  | 3 176  |
| <b>Sum langsiktig gjeld</b>       | 4 271  | 4 545  |
| <b>Kortsiktig gjeld</b>           |        |        |
| Gjeld til kredittinstitusjoner    | 309    | 674    |
| Leverandørgjeld                   | 12 222 | 13 075 |
| Betalbar skatt                    | 9      | 41     |
| Annen kortsiktig gjeld            | 4 288  | 3 163  |
| <b>Sum kortsiktig gjeld</b>       | 16 828 | 16 953 |
| <b>Sum gjeld</b>                  | 21 099 | 21 498 |
| <b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>   | 27 729 | 27 391 |

**A.4 - Omgruppert balanseregnskap på eiendelssiden etter 2. Steg i modellen**

| <b>BALANSEREGNSKAP</b>  | <b>2015</b>   | <b>2014</b>   |
|---|---------------|---------------|
| <b>EIENDELER</b>  |               |               |
| <b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>                                |               |               |
| Forskning og utvikling  | 1 841         | 1 579         |
| Konsesjoner, patenter, lisenser, varemerker og lignende rettigheter | 195           | 208           |
| Utsatt skattefordel   | 332           | 380           |
| Goodwill  | 4 171         | 3 976         |
| Tomter, bygninger og annen fast eiendom                             | 1 057         | 906           |
| Maskiner og anlegg  | 2 905         | 2 697         |
| <b>Sum driftsrelaterte anleggsmidler</b>                            | <b>10 501</b> | <b>9 746</b>  |
| <b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>                                 |               |               |
| Varer   | 814           | 862           |
| Kundefordringer   | 4 264         | 12 042        |
| Andre fordringer  | 6 839         | 106           |
| <b>Sum driftsrelaterte omløpsmidler</b>                             | <b>11 917</b> | <b>13 010</b> |
| <b>Sum driftseiendeler</b>  | <b>22 418</b> | <b>22 756</b> |
| <b>Finansielle anleggsmidler</b>                                    |               |               |
| Obligasjoner og andre fordringer                                    | 36            | 27            |
| <b>Sum finansielle anleggsmidler</b>                                | <b>36</b>     | <b>27</b>     |
| <b>Finansielle omløpsmidler</b>                                     |               |               |
| Rentebærende fordringer   | 117           | 82            |
| Andre finansielle instrumenter                                      | 1 295         | 1 187         |
| Bankinnskudd, kontanter og lignende                                 | 3 863         | 3 339         |
| <b>Sum finansielle omløpsmidler</b>                                 | <b>5 275</b>  | <b>4 608</b>  |
| <b>Sum finansielle eiendeler</b>                                    | <b>5 311</b>  | <b>4 635</b>  |
| <b>Sum totale eiendeler</b>   | <b>27 729</b> | <b>27 391</b> |

**A.5 - Omgruppert balanseregnskap på finansieringssiden etter 2. Steg i modellen**

| <b>BALANSEREGNSKAP</b>                     | <b>2015</b>   | <b>2014</b>   |
|--|---------------|---------------|
| <b>Egenkapital</b>                         |               |               |
| Sum innskutt egenkapital                   | 293           | 293           |
| Majoritet egenkapital                      | 6 103         | 5 384         |
| Minoritetsinteresser                       | 234           | 216           |
| <b>Sum egenkapital</b>                     | <b>6 630</b>  | <b>5 893</b>  |
|  |               |               |
| <b>Driftsrelatert langsiktig gjeld</b>     |               |               |
| Pensjonsforpliktelser                      | 572           | 670           |
| Øvrig langsiktig gjeld                     | 27            | 22            |
| Utsatt skatt                               | 283           | 699           |
| <b>Sum driftsrelatert langsiktig gjeld</b> | <b>882</b>    | <b>1 391</b>  |
| <b>Driftsrelatert kortsiktig gjeld</b>     |               |               |
| Leverandørgjeld                            | 12 222        | 13 075        |
| Annen kortsiktig gjeld                     | 1 294         | 581           |
| Betalbar skatt                             | 9             | 41            |
| <b>Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld</b> | <b>13 525</b> | <b>13 697</b> |
| <b>Sum driftsrelatert gjeld</b>            | <b>14 407</b> | <b>15 088</b> |
|  |               |               |
| <b>Finansrelatert langsiktig gjeld</b>     |               |               |
| Obligasjonslån                             | 3 389         | 2 462         |
| Gjeld til kredittinstitusjoner             | -             | 692           |
| <b>Sum finansrelatert langsiktig gjeld</b> | <b>3 389</b>  | <b>3 154</b>  |
| <b>Finansrelatert kortsiktig gjeld</b>     |               |               |
| Gjeld til kredittinstitusjoner             | 309           | 674           |
| Annen kortsiktig gjeld                     | 2 994         | 2 582         |
| <b>Sum finansrelatert kortsiktig gjeld</b> | <b>3 303</b>  | <b>3 256</b>  |
|  |               |               |
| <b>Sum finansrelatert gjeld</b>            | <b>6 692</b>  | <b>6 410</b>  |
|  |               |               |
| <b>Sum gjeld</b>                           | <b>21 099</b> | <b>21 498</b> |
| <b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>            | <b>27 729</b> | <b>27 391</b> |



**A.6 - Endelig omgruppert balanseregnskap**

| <b>BALANSEREGNSKAP</b>                     | <b>2015</b>   | <b>2014</b>  |
|--|---------------|--------------|
| <b>EIENDELER</b>                           |               |              |
| Sum driftsrelaterte anleggsmidler          | 10 501        | 9 746        |
| Driftsrelatert langsiktig gjeld            | 882           | 1 391        |
| <b>Netto driftsrelaterte anleggsmidler</b> | <b>9 619</b>  | <b>8 355</b> |
| Sum driftsrelaterte omløpsmidler           | 11 917        | 13 010       |
| Driftsrelatert kortsiktig gjeld            | 13 525        | 13 697       |
| <b>Netto driftsrelatert arbeidskapital</b> | <b>-1 608</b> | <b>-687</b>  |
| <b>Netto driftseiendeler</b>               | <b>8 011</b>  | <b>7 668</b> |
| <b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>                |               |              |
| Minoritet egenkapital                      | 234           | 216          |
| Majoritet egenkapital                      | 6 396         | 5 677        |
| <b>Sum egenkapital</b>                     | <b>6 630</b>  | <b>5 893</b> |
| Sum finansiell gjeld                       | 6 692         | 6 410        |
| Finansielle eiendeler                      | 5 311         | 4 635        |
| <b>Netto finansiell gjeld</b>              | <b>1 381</b>  | <b>1 775</b> |
| <b>Netto driftskapital</b>                 | <b>8 011</b>  | <b>7 668</b> |

**A.7 - Forholdstall konkurrenter**

| Nøkkeltall   | Likviditetsgrad 1 |      | Rentedeckningsgrad |       | Egenkapitalandel |      | Netto driftsrentabilitet |       |
|--------------|-------------------|------|--------------------|-------|------------------|------|--------------------------|-------|
|              | 2014              | 2015 | 2014               | 2015  | 2014             | 2015 | 2014                     | 2015  |
| År           |                   |      |                    |       |                  |      |                          |       |
| Petrofac     | 1,40              | 1,12 | 7,09               | -0,80 | 0,21             | 0,14 | 0,24                     | 0,04  |
| Subsea 7     | 0,98              | 1,14 | 31,04              | 58,90 | 0,65             | 0,68 | 0,11                     | 0,09  |
| FMC          | 1,59              | 1,69 | 11,76              | 15,95 | 0,35             | 0,39 | 0,19                     | 0,15  |
| Technip      | 1,06              | 0,95 | 2,13               | 2,02  | 0,33             | 0,33 | 0,14                     | 0,14  |
| Schlumberger | 1,74              | 1,91 | 15,67              | 8,02  | 0,57             | 0,53 | 0,13                     | 0,06  |
| Saipem       | 0,90              | 0,80 | 1,01               | 0,88  | 0,24             | 0,22 | 0,04                     | -0,02 |
| Median       | 1,23              | 1,13 | 9,42               | 5,02  | 0,34             | 0,36 | 0,13                     | 0,07  |

**A.8 - Framtidige driftsinntekter, netto driftseiendeler og netto driftsresultat**

| År                    | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | T + 1  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Sum driftsinntekter   | 30 314 | 29 095 | 28 198 | 27 595 | 27 263 | 27 192 | 27 377 | 27 821 | 28 533 | 29 532 | 30 565 |
| Netto driftseiendeler | 8 021  | 8 125  | 8 328  | 8 636  | 9 064  | 8 337  | 7 798  | 7 409  | 7 142  | 7 392  | -      |
| Netto driftsresultat  | 808    | 766    | 733    | 708    | 691    | 680    | 868    | 1 068  | 1 287  | 1 530  | 1 583  |

**A.9 - Multipler – Relativ verdsettelse****A.9.1 – Pris/Fortjeneste**

| Selskap      | Valuta | Pris  | Fortjeneste | Pris/Fortjeneste |
|--------------|--------|-------|-------------|------------------|
| Schlumberger | USD    | 68,36 | 1,64        | 41,68            |
| Technip      | EUR    | 45,74 | 0,39        | 117,28           |
| FMC          | USD    | 29,01 | 1,70        | 17,06            |
| Saipem       | EUR    | 7,49  | -1,83       | -4,09            |
| Petrofac     | USD    | 11,74 | 2,65        | 4,43             |
| Subsea 7     | USD    | 7,16  | 1,45        | 4,94             |

**A.9.2 – Pris/ Bok**

| Selskap      | Valuta | Pris  | Bok   | Pris/Bok |
|--------------|--------|-------|-------|----------|
| Schlumberger | USD    | 68,36 | 28,12 | 2,43     |
| Technip      | EUR    | 45,74 | 39,56 | 1,16     |
| FMC          | USD    | 29,01 | 10,84 | 2,68     |
| Saipem       | EUR    | 7,49  | 7,90  | 0,95     |
| Petrofac     | USD    | 11,74 | 3,62  | 3,24     |
| Subsea 7     | USD    | 7,16  | 16,40 | 0,44     |

**A.9.3 – Pris/Salg**

| Selskap      | Valuta | Pris  | Salg   | Pris/Salg |
|--------------|--------|-------|--------|-----------|
| Schlumberger | USD    | 68,36 | 29,63  | 2,31      |
| Technip      | EUR    | 45,74 | 122,95 | 0,37      |
| FMC          | USD    | 29,01 | 27,46  | 1,06      |
| Saipem       | EUR    | 7,49  | 26,20  | 0,29      |
| Petrofac     | USD    | 11,74 | 20,13  | 0,58      |
| Subsea 7     | USD    | 7,16  | 14,60  | 0,49      |

**A.9.4 – EV/EBITDA**

| <b>Selskap</b>      | <b>Valuta</b> | <b>EK</b> | <b>NFG</b> | <b>EV</b> | <b>EBITDA</b> | <b>EV/EBITDA</b> |
|---------------------|---------------|-----------|------------|-----------|---------------|------------------|
| <b>Schlumberger</b> | USD           | 86 612,12 | 4 001,00   | 90 613,12 | 7 305,00      | 12,40            |
| <b>Technip</b>      | EUR           | 5 254,93  | -345,30    | 4 909,63  | 1 117,80      | 4,39             |
| <b>FMC</b>          | USD           | 6 721,62  | 423,20     | 7 144,82  | 1 010,00      | 7,07             |
| <b>Saipem</b>       | EUR           | 3 291,64  | 5 579,00   | 8 870,64  | 508,00        | 17,46            |
| <b>Petrofac</b>     | USD           | 3 991,94  | 305,00     | 4 296,94  | 312,00        | 13,77            |
| <b>Subsea 7</b>     | USD           | 2 333,33  | -423,90    | 1 909,43  | 1 217,00      | 1,57             |