

## Verdsettelse av Awilco Drilling PLC

**Sverre Moen**

*Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.*

Universitetet i Agder, 2015

Handelshøyskolen ved UIA

## Sammendrag

Denne oppgaven starter med en presentasjon av både Awilco Drilling PLC, og riggbransjen som selskapet opererer i. Dette skal gi en innføring om selskapet generelt, historien til selskapet, riggene de eier, og i tillegg hvordan riggbransjen fungerer.

Jeg vil deretter presentere metodedelen hvor jeg beskriver alle de ulike metodevalgene, etterfulgt av hvilken metode jeg mener passer best til Awilco Drilling PLC. Her ble valget mitt fundamental verdsettelse og jeg beskriver fremgangsmåten jeg skal bruke videre i oppgaven. Jeg velger også at jeg skal bruke den driftsrelaterte superprofittmodellen i selve verdsettelsen. Etter dette vil jeg utføre den strategiske analysen som er det første steget i fundamental verdsettelse. Her har jeg skilt mellom en ekstern del og intern del for å analysere ulike faktorer som kan påvirke selskapet. Den strategiske analysen legger det første grunnlaget for fremtidsregnskapet senere i oppgaven. Det andre grunnlaget er regnskapsanalysen hvor jeg presenterer balansen og resultatregnskapet. Deretter reformulerer jeg balansen og resultatregnskapet for at de skal være egnet for min lønnsomhetsanalyse, risikoanalyse, vekstanalyse og også mitt fremtidsregnskap senere i oppgaven.

Etter dette ønsker jeg å finne avkastningskravet til totalkapitalen ved bruk av WACC-modellen. Dette avkastningskravet er det som kalles for diskonteringsrente og vil bli brukt til å neddiskontere tall fra fremtidsregnskapet i verdsettelsen. Jeg tar nå utgangspunkt i alt jeg har tillært meg av informasjon fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen og utarbeider et fremtidsregnskap. Dette fremtidsregnskapet bruker jeg i verdsettelsen hvor jeg kommer fram til en verdi på selskapet ved bruk av den driftsrelaterte superprofittmodellen. Verdien jeg kommer frem til på Awilco Drilling er 581 kroner per aksje. Dette var mye høyere enn verdien på Oslo Axess så derfor gjennomfører jeg en sensitivitetsanalyse for å se om noen av tallene jeg har brukt kan ha gitt misvisende verdi. Helt til slutt kommer jeg med handlingsstrategi på aksjen som konkluderer med en sterk kjøpsanbefaling.

## Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avslutning på mitt fem-årige masterprogrammet i økonomi og administrasjon med spesialisering innefor økonomisk styring og prosjektledelse ved Universitetet i Agder.

I denne spesialiseringen hadde vi faget ”*BE-414, Financial Statement Analysis and Equity Valuation*” som ga en god innføring i verdsettelse av selskaper. Jeg kjøper og solger litt aksjer på fritiden min, og derfor syntes jeg faget var veldig interessant fordi jeg kunne bruke det jeg lærte til å verdsette selskaper på Oslo Børs. Grunnen til at jeg har valgt et riggselskap er fordi jeg har fulgt mye med på riggmarkedet og synes det sykliske markedet de operer i er meget spennende. Da jeg skulle velge hvilket selskap i riggbransjen jeg skulle verdsette så jeg etter et selskap som betalte store utbytter. Grunnen til at jeg ønsket at det skulle være et selskap som betalte utbytte er fordi jeg ser på utbyttelselskaper som et alternativ til å plassere pengene i banken. Awilco Drilling PLC betaler ut svært høye utbytter, og i tillegg kvartalsvise, så dermed ble valget veldig enkelt.

Denne verdsettelsesoppgaven har gitt meg en mye dypere forståelse om verdsettelse enn jeg tidligere har hatt og jeg kommer til å bruke kunnskapen til å fortsette med å verdsette andre selskaper.

Jeg ønsker å takke familie og venner som har engasjert seg gjennom hele oppgaveperioden. Spesielt takk til Mathias Rasmussen med god veiledning, og min kjæreste Marian Juan som har støttet meg hele veien. Jeg ønsker også å takke Awilco Drilling med besvarelser på alle mine spørsmål.

Oslo, 1.juni 2015

Sverre Moen

# Innholdsfortegnelse

Sammendrag .....	I
Forord .....	II
Figurliste.....	V
Tabelliste .....	VI
1 Innledning .....	1
1.1 Bakgrunn for valg av oppgave.....	1
1.2 Målsetning med oppgaven.....	1
1.3 Avgrensning.....	1
2 Presentasjon av selskapet og bransjen .....	2
2.1 Om Awilco Drilling PLC .....	2
2.1.1 Om WilHunter og Wilphoenix .....	3
2.1.2 Aksjekursutvikling: .....	4
2.1.3 Aksjonæroversikt: .....	5
2.2 Om riggbransjen: .....	6
2.2.1 Ulike typer rigger: .....	7
2.2.2 Gjennomsnittlig flåtealder .....	9
2.2.3 Drift og opplag: .....	9
3 Verdsettelsesmetoder .....	11
3.1 Fundamental verdsettelse .....	11
3.2 Komparativ verdsettelse: .....	13
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse:.....	14
3.4 Mitt valg av verdsettelsesmetode: .....	14
4 Strategisk analyse.....	16
4.1 Ekstern analyse .....	16
4.1.1 Bransjeanalyse ved Porters femkraftsmodell .....	16
4.1.2 PEST-analyse .....	22
4.2 Intern analyse.....	30
4.2.1 VRIO-Rammeverket .....	30
5 Regnskapsanalyse .....	35
5.1 Presentasjon av tallene: .....	35
5.2 Reformulering av regnskapet.....	37
5.3 Lønnsomhetsanalyse:.....	41

5.4	Vekstanalyse:.....	46
5.4.1	Kjernerdriftsregnskapet: .....	46
5.4.2	Vekst gjennom lønnsomhet.....	47
5.5	Risikoanalyse:.....	48
5.5.1	Likviditetsanalyse.....	49
5.5.2	Soliditetsanalyse.....	50
6	Beregning av avkastningskrav .....	52
6.1	Avkastningskravet til egenkapitalen:.....	52
6.1.1	Den risikofrie renten: .....	53
6.1.2	Markedets risikopremie:.....	53
6.1.3	Selskapsspesifikk risiko: .....	54
6.2	Avkastningskravet til gjelden: .....	56
6.3	Markedsverdien på egenkapitalen: .....	56
6.4	Markedsverdien på gjelden/selskapets totale gjeld: .....	56
6.5	Avkastningskravet på totalkapitalen:.....	56
7	Fremtidsregnskap.....	58
7.1	Utarbeidelse av fremtidsregnskap.....	58
7.1.1	Vekst i kjernerdriftsinntekter.....	59
7.1.2	Vekst i kjernerdriftskostnader .....	60
7.1.3	Kjernerdriftsresultat etter skatt .....	62
7.1.4	Vekst i netto driftsrelaterte eiendeler .....	62
7.2	Langsiktig vekst i økonomien.....	63
8	Verdsettelse.....	64
9	Sensitivitetsanalyse .....	68
10	Konklusjon og handlingsstrategi .....	70
11	Kilder.....	71
11.1	Bøker .....	71
11.2	Internett.....	71
11.3	Awilco Drillings hjemmeside, rapporter og presentasjoner: .....	73
11.4	Figurliste:.....	74
12	Vedlegg .....	76

## Figurliste

Figur 1: WilHunter, 2015 .....	3
Figur 2: WilPhoenix, 2015 .....	4
Figur 3: Aksjekursutvikling AWDR, 2015 .....	4
Figur 4: 20 største aksjonærer,2015 .....	5
Figur 5: Riggtyper, 2015 .....	7
Figur 6: Boreskip, 2015.....	8
Figur 9: Gjennomsnittlig flåtealder, 2015 .....	9
Figur 7: Halvt nedsenkbar rigg, 2015.....	8
Figur 8: Jackup rigg, 2015.....	8
Figur 10: Fremgangsmåte ved fundamental verdsettelse, Penman 2010 .....	12
Figur 11: Porters femkraftsmodell, 1980 .....	17
Figur 12: Amerikansk skiferoljeproduksjon, 2014 .....	20
Figur 13: Oversikt over flytere på britisk sokkel, AWDR pres march, 2015 .....	21
Figur 14: Crude Oil, 2015 .....	23
Figur 15: Fallende riggdagrater, 2015 .....	25
Figur 16: Oljeprisestimat IMF, 2015.....	26
Figur 17: Verdensoversikt rigger i verden, 2015 .....	27
Figur 18: World energy consumption, 2014 .....	28
Figur 19: Fremtidsestimering av energibehov, 2012 .....	28
Figur 20: VRIO-rammeverket (Barney, 2010).....	34
Figur 21: Drivere til ROCE, (Penman 2010) .....	42
Figur 22: Historisk vekst i kjernedriftsinntekter peresentert grafisk fra 2010 til 2014.....	59
Figur 23: Historisk vekst i kjernedriftskostnader peresentert grafisk fra 2010 til 2014.....	61
Figur 24: Fremtidsprognoser av kjernedriftskostnader .....	61

## Tabelliste

Tabell 1: Presentasjon av balansen 31.12.2014.....	36
Tabell 2: Presentasjon av resultatregnskap, 31.12.2014 .....	37
Tabell 3: Dirty surplus.....	38
Tabell 4: Reformulering av balanse .....	39
Tabell 5: Reformulering av resultatregnskapet .....	39
Tabell 6: Unormalt driftsresultat .....	40
Tabell 7: Unormalt finansresultat.....	41
Tabell 8: Utarbeidelse av nøkkeltall.....	42
Tabell 9: Avkastning på alminnelig egenkapital, ROCE .....	43
Tabell 10: Avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler, RNOA.....	43
Tabell 11: Finansiell gjeldsgrad, FLEV .....	44
Tabell 12: Spread .....	44
Tabell 13: RNFO.....	45
Tabell 14: Profittmarginen (PM).....	45
Tabell 15: Eiendelenes omløpshastighet (ATO) .....	45
Tabell 16: Kjernerdriftregnskap .....	46
Tabell 17: Analyse av veksten gjennom lønnsomhet.....	47
Tabell 18: Likviditetsgrad 1 og 2 .....	50
Tabell 19: Gjeldsgrad .....	50
Tabell 20: Egenkapitalandel.....	51
Tabell 21: Betaestimering .....	55
Tabell 22: Vekst i kjernerdriftsinntekter .....	59
Tabell 23: Fremtidsprognoser av kjernerdriftsinntekter .....	59
Tabell 24: Vekst i kjernerdriftskostnader .....	60
Tabell 25: Fremtidsregnskapet av kjernerdriftsresultatet etter skatt.....	62
Tabell 26: Historisk vekst i netto driftsrelaterte eiendeler (NOA).....	62
Tabell 27: Sensitivitetsanalysen .....	68

# 1 Innledning

Temaet for denne oppgaven er verdsettelse. Oppgaven vil anvende relevant kunnskap for å komme frem til verdien av et selskap. Videre vil bakgrunn, målsetningen og oppgavens avgrensning bli presentert.

## 1.1 Bakgrunn for valg av oppgave

Jeg har hatt stor interesse for aksjer helt siden jeg gikk på barneskolen og kjøpte mine første aksjer via faren min. Faget ”*Financial Statement analysis and Security Valuation*” ga meg kunnskapen om hvordan jeg kunne utføre en fundamental verdsettelse og valget falt derfor på verdsettelsesoppgave.

## 1.2 Målsetning med oppgaven

Komme frem til et verdiestimat på en aksje og kunne avgjøre om jeg skal selge eller kjøpe aksjen.

## 1.3 Avgrensning

All informasjon jeg kommer til å bruke om selskapet er hentet fra regnskapstallene som kommer ut kvartalsvis og i tillegg årsregnskapet. Denne informasjonen ligger offentlig tilgjengelig på Oslo Børs eller hjemmesiden til selskapet.



## 2 Presentasjon av selskapet og bransjen

Her vil jeg presentere selskapet for å få dannet et bilde på hva selskapet gjør, historien deres og hva de eier. Jeg vil deretter skrive om bransjen for å få et innblikk i hvordan den fungerer.

### 2.1 Om Awilco Drilling PLC

Awilco Drilling PLC er et britisk registrert riggselskap som ble opprettet i 2009. PLC står for Public Limited Company som betyr at eierne av selskapet har begrenset ansvar og kan på norsk sammenlignes med et Allmennaksjeselskap (Public Limited Company, 2015). Selskapet ble opprettet i forbindelse med kjøpet av to tredje generasjons halvt nedsenkbare rigger «*GSF Arctic II*» og «*GSF Arctic IV*» fra Transocean. Årsaken til at Transocean måtte selge disse riggene var på grunn av sammenslutningen med *GlobalSantaFe* i 2007. Konkurransetilsynet i Storbritannia (Office of Fair Trading, OFT) mente de fikk for stor markedsandel av i det britiske riggmarkedet og måtte derfor selge to av sine rigger (Private Placement Investor Presentation September, 2010). Riggene ble dermed finansiert i regi av Awilco AS, ved å foreta en emisjon på det norske unoterte (Over the counter,OTC) markedet for 205 millioner dollar, tilsvarende 1,18 milliarder norske kroner der Awilco AS garanterte for halve beløpet (AWDR Q1 2010 report). Deretter ble riggene omdøpt til *WilPhoenix* og *WilHunter*. *WilPhoenix* hadde ikke vært fungerende siden 2008, og hadde dermed behov for en reparasjon for å kunne bli operativ igjen. *WilHunter* derimot var i god stand, og var på den tiden på en totalbefraktningsavtale med Transocean. En totalbefraktningsavtale er at Awilco Drilling leide ut *WilHunter* tilbake til Transocean uten å stille med mannskapet. Transocean står i tillegg ansvarlig om noe skulle skje med riggen så de bærer all det operative ansvaret. Etter at denne avtalen utløpte i November 2010 ble også *WilHunter* sendt til en klassifisering, siden alle rigger må inn til klassifisering hvert femte år. Totalt kom disse kostnadene på omtrent 560 millioner kroner og var finansiert av to nye emisjoner. Etter disse oppgraderingene av riggene uttalte selskapet at de mente riggene var blant de bedre tilgjengelige riggene som det var mulig å få kjøpt i det britiske riggmarkedet for mellom-dypt vann. 10. juni 2011 ble selskapet notert på Oslo Axess under tickerkode AWDR. Begrunnelsen for at selskapet valgte å notere seg på Oslo Axess var for å få lettere tilgang på kapital i et marked som har kunnskap om oljeservice og riggsektoren, samt at Awilco AS som er grunnleggeren av selskapet har hovedkontoret sitt i Norge og kjenner derfor det norske markedet godt (About us, 2015).

### 2.1.1 Om WilHunter og WilPhoenix

Awilco Drilling har to heleide halvt ned-senkbare rigger som begge er bygget på 80-tallet. WilPhoenix ble bygget i 1982, og oppgradert i 2011 der riggen fikk utvidet hoveddekket med 500 kvadratmeter, og utbedringer i sikkerheten ved å blant annet påmontere fire nye livredningsbåter. WilHunter ble bygget i år 1983, oppgradert 1999, og siste gang i 2011 der også sikkerheten ble forbedret, samt generell gjennomgang for å tilfredsstille alle krav som behøves for å operere i det britiske farvannet. Disse oppgraderingene gjør at ny forventet levetid på riggene har blitt forlenget til år 2031 (AWDR Pareto, 2014).

Begge riggene kan potensielt operere i mange ulike farvann, men er spesialkonstruert for å borre etter både olje og gass på den britiske delen av Nordsjøen. Både WilPhoenix og WilHunter er tredje generasjonsrigger som sier noe om hvilken periode riggen er bygget, og beskriver tildels hvor dypt vann riggen kan borre i. WilPhoenix kan operere i en vanddybde på 1250 fot, mens WilHunter kan operere i en vanddybde på 1500 fot. Borredybden riggene kan nå ned til er begge på 25000 fot, målt fra riggen og ned.



Figur 1: WilHunter, 2015

WilHunter har kontrakt med Hess Corporation helt fra til 30 november 2015, samt at de hadde en 275 dagers opsjon på forlengelse av kontrakt om Hess ønsket det, men den er nå kansellert av Hess som tidligere skrevet.



Figur 2: WilPhoenix, 2015

WilPhoenix er på kontrakt med Premier Oil fram til 15. juli 2014 med en mulig forlengelse fram til 31. oktober 2014. Fra og med 1. november har Awilco Drilling inngått avtale med Apache Corporation og denne varer fram til midten av 2017, i tillegg en 27 måneders opsjon om de Apache ønsker å forleng. Med disse kontraktene har begge riggene totalt sett ved utgangen av 2014 en ordresreserve på 511 millioner dollar som i norske kroner tilsvarer 3,82 milliarder kroner.

### 2.1.2 Aksjekursutvikling:



Figur 3: Aksjekursutvikling AWDR, 2015

Helt siden børsnoteringen 10. juni 2011 har aksjekursen i figur 3 sakte men sikkert gått fra 25 kroner, til toppen som var sommeren 2014 da børskursen var over 160 kroner. Senere i oppgaven blir det analysert nærmere hvordan oljeprisen har ført til at dagratene til riggselskaper har falt markant helt fra sommeren 2014. Dette reflekteres også i aksjekursutviklingen da kursen har gått ned til under 80 kroner, og per dags dato (01.05.2015) er kursen 61,75 kroner.

### 2.1.3 Aksjonæroversikt:

## Shareholders

Awilco Drilling PLC's 20 largest shareholders as of 1 May 2015

Name	Holding	Percentage
AWILHELMSSEN OFFSHORE	12 998 938	43,3
EUROCLEAR BANK S.A./	1 876 198	6,2
UBS SECURITIES LLC	1 648 850	5,5
JPMORGAN CHASE BANK	1 191 811	4,0
CITIBANK, N.A.	1 188 357	4,0
MERRILL LYNCH PROF.	1 129 000	3,8
CITIBANK, N.A.	1 126 535	3,8
DEUTSCHE BANK AG	801 080	2,7
MERRILL LYNCH,PIERCE	765 869	2,6
AVANZA BANK AB MEGLE	684 521	2,3
JPMORGAN CHASE BANK	503 845	1,7
DEUTSCHE BANK AG	466 080	1,6
CLEARSTREAM BANKING	415 896	1,4
NORDNET BANK AB	400 574	1,3
FIRST CLEARING A/C L	399 134	1,3
JP MORGAN CLEARING C	341 696	1,1
PERSHING LLC	228 474	0,8
SIX SIS AG	208 459	0,7
JPMORGAN CHASE BANK	176 943	0,6
MSIP EQUITY	161 454	0,5
OTHER	3 317 786	11,0
GRAND TOTAL	30 031 500	100,0

Figur 4: 20 største aksjonærer,2015

Største aksjonær i Awilco Drilling er Awilhelmsen Offshore som eier 43,3%. Fordelen å ha Awilhelmsen Offshore som majoritetsaksjonær er at det er et solid kapitalsterkt selskap med eierskap i mange andre bransjer som kan være trygt å ha om selskapet i fremtiden kommer i

en vanskelig økonomisk situasjon og trenger å hente penger. Awillhelmen Offshore har også vært med som aksjonær helt fra etableringen av selskapet og har vist seg å være en langsiktig investor. Ulempen med dette er at det blir ”færre omsettelige aksjer” om en majoritetsaksjonær aldri omsetter aksjene han besitter, og dermed kan et likviditetsproblem oppstå.

I gjennomsnitt de tre siste månedene ligger omsetningen på børs på omtrent 30.000 aksjer daglig, som tilsvarer verdier på underkant av 2 millioner kroner. Dette gjør det mulig for små og mellomstore aksjonærer og kjøpe aksjer uten å måtte tape for mye på ”spread” i aksjen. ”Spread” er et engelsk uttrykk som uttrykker forskjellen mellom kjøperkurs og selgerkurs på børsen (Minileksikon, 2015). Aksjen anser jeg derfor som likviditetsdyktig og fullt mulig for de aller fleste privatpersoner å handle. Dette er viktig å ta hensyn til fordi jeg senere i oppgaven skal komme med en handlingsstrategi og dermed er det nødvendig at det faktisk er mulig å enkelt få kjøpt og solgt aksjer i selskapet. Handlingsstrategien kommer jeg mer tilbake til senere i oppgaven.

## 2.2 Om riggbransjen:

Riggbransjen består globalt av hundrevis av riggselskaper som leier ut riggene de eier til selskaper som ønsker å bore og lete etter olje og gass. Samtidig bistår Awilco Drilling og mange andre riggselskaper med personaltjenester og avansert utstyr som brukes i forbindelse med boringen. Valget av riggtype avhenger av værforhold og hvor dypt det er der selskapet ønsker å bore. Felles for de fleste rigger er at de er en svært kostbar investering og er også grunnen til at det eksisterer et marked for riggutleie. Oljeselskapene, som er kundene til riggbransjen, opererer ofte på mange ulike steder i verden og har behov for et større spekter av oljerigger flere steder i verden. Dette krever enorme investeringer for olje- og leteselskapene dersom de skulle eid en rigg for hver brønn de boret i. Samtidig tar det lang tid å frakte en rigg mellom brønnene de eier så dermed blir fraktkostnadene for flyttingen av riggene mindre om de leier, enn å eie riggen selv.

### 2.2.1 Ulike typer rigger:

Innenfor riggbransjen til havs finnes det rigger med ulike egenskaper som avgjør hvilke områder riggen kan operere i. En av forskjellene er om riggen er fortøyd til havbunnen eller ikke. De som ikke er fortøyd i havbunnen kalles for ”flytere”. Innenfor alle rigger som går under betegnelsen ”flytere” finner vi boreskip, halv nedsenkbare rigger og jackup- rigger (Ensco rig fleetdefinition, 2015).



Figur 5: Riggtyper, 2015

Figuren ovenfor viser alle de ulike riggtypene som eksisterer i riggsektoren. Jeg vil beskrive nærmere de riggene som er under kategorien flytere. Dette er også den kategorien WilPhoenix og WilHunter går innunder.

**Boreskip:** Disse riggene brukes mye til å letebore etter olje da de er mye mer mobile enn andre typer rigger og kommer seg lettere mellom brønnene da de ikke er avhengig av ankerhåndtringsbåter til å frakte dem fra sted til sted. Dette kommer av at disse riggene er utformet som et skip og har nettopp de samme egenskapene til et skip.



Figur 6: Boreskip, 2015

**Halvt nedsenkbare rigger:** Disse riggene brukes for det meste til produksjon og til boring av nye brønner. Halvt nedsenkbare rigger er også kapable til å bore på svært dypt hav på grunn av at de ikke behøver å bli fortøyd i havbunnen, men har avanserte datasystemer som holder den korrekte posisjonen over brønnen. Skroget til riggen tar også inn vann og senker riggen til havnivået for å gjøre den mer stabil.



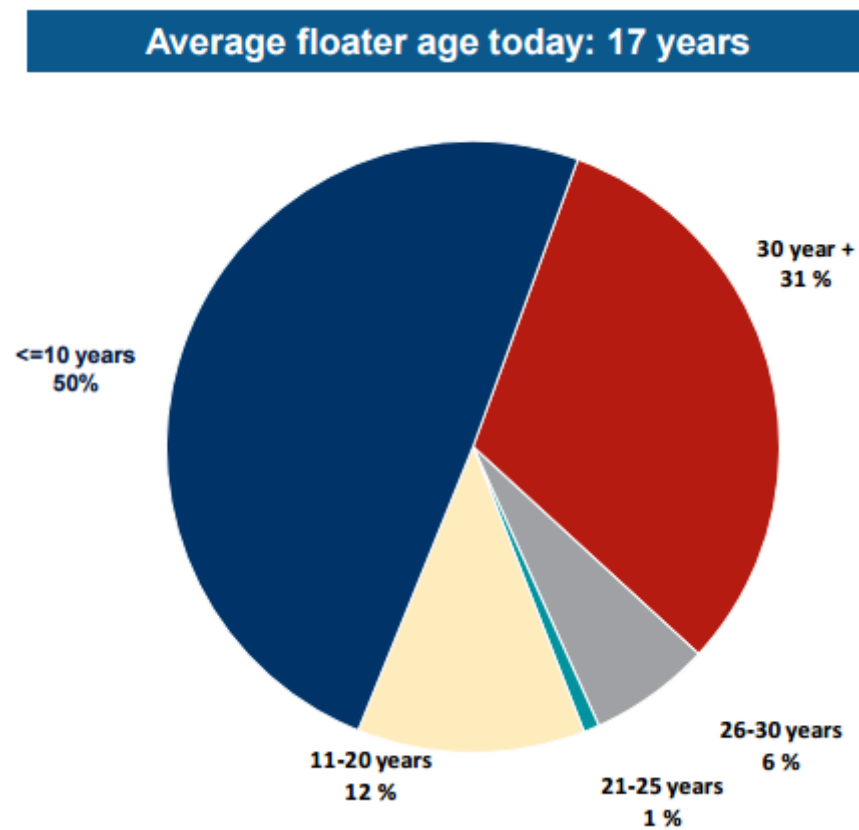
Figur 7: Halvt nedsenkbar rigg, 2015

**Jackup-rigger:** Disse riggene står på havbunnen med skroget. Dette innebærer at vanddybden ikke bør overstige mer enn 130 meter da skroget vanligvis ikke er høyere enn dette.



Figur 8: Jackup rigg, 2015

## 2.2.2 Gjennomsnittlig flåtealder



Figur 9: Gjennomsnittlig flåtealder, 2015

Figuren ovenfor viser den gjennomsnittlige alderen som ligger på 17 år på alle rigger som går under betegnelsen flytere. Den viser også at over 50% av dagens flytere er bygget for under 10 år siden. WilPhoenix og WilHunter er over 30 år gamle siden de er bygget i 1982 og 1983, så de tilhører tredjedelen av de eldste riggene i riggmarkedet.

## 2.2.3 Drift og opplag:

Når et riggselskap får en kontrakt med et oljeselskap er det riggselskapet som oftest står for bemanningen av oljeriggen og alle faste og variable kostnader ved driften. Om riggselskapet går ut av kontrakten og må vente på at de skal signere en ny, må riggen ut i opplag. Opplag betyr at riggen ikke har noe arbeid. Man kan ha en rigg i tre ulike typer opplag som på engelsk kalles for "hot-stacking", "warm-stacking" og "cold-stacking" (Besanko & Braeutigam, 2010).

Hot-stacking: Her har riggen midlertidig blitt tatt ut av drift fordi den venter på å snart komme tilbake i arbeid. Riggen er fremdeles fullt bemannet og hele mannskapet er klare til å



skulle ut på nye oppdrag. Riggselskapet unngår kun kostnadene ved å bore, mens alle faste kostnader ved å drive en rigg må de regne med.

Warm-stacking: Her forventer selskapet at riggen kan bli liggende over en lengre periode fordi den for eksempel ikke har kontrakt lenger. Denne opplagsmetoden gjør at selskapet unngår all form for bore-kostnader og i tillegg unngår de mannskapskostnader da selskapet tar sikte på å heller ansette nye arbeidere en gang i fremtiden når riggen skal ut i arbeid igjen.

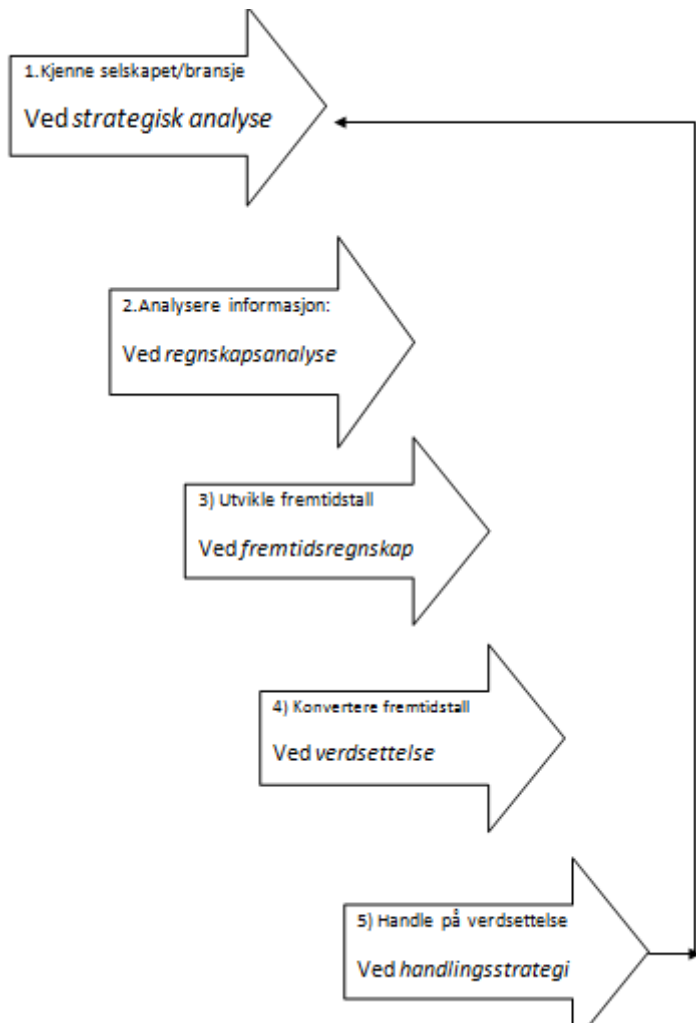
Cold-stacking: Selskapet forventer i denne situasjonen at riggen ikke vil komme tilbake i arbeid på veldig lang tid og alle former for utgifter forsvinner unntatt forsikringskostnadene (Besanko & Braeutigam, 2010).

### 3 Verdssettelsesmetoder

Når man skal verdsette et selskap er det tre hovedmetoder som det er mulig å bruke. De tre metodene er fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse (Penman 2010). Felles for disse er at de alle estimerer verdien på selskapets egenkapital. Man kan bruke dette resultatet til å fastslå om selskapet er lavere eller høyere priset enn det selskapet er i markedet om selskapet er notert på børs. Grunnen til at man kan benytte seg av flere ulike verdsettelsesmetoder er for å få en mer korrekt verdsettelse. Det kan være vanskelig å få et realistisk resultat kun ved å bruke en av metodene, da enkelte verdsettelsesmetoder ikke vil være egnet for noen selskaper. Ulike bransjer og hvor et selskap befinner seg i livssyklusen er årsaker til at det er riktig å bruke forskjellige verdsettelsesmetoder på ulike typer selskaper. Grunnen til at livssyklusen spiller en rolle har noe å si for valget av verdsettelsesmetode er at enkelte av metodene krever flere år med datagrunnlag for å kunne bli utført på korrekt måte. Jeg skal først presentere de tre ulike hovedtypene av verdsettelsesmetoder som finnes, og deretter bestemme hvilken av disse som passer best for Awilco Drilling og som vil være valget i oppgaven.

#### 3.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse kan i hovedsak forklares som en prosess delt opp i fem trinn (Penman 2010). Denne prosessen er tegnet opp i en figur som er illustrert i figur 10.



Figur 10: Fremgangsmåte ved fundamental verdsettelse, Penman 2010

Denne figuren viser den fem trinnene når man går frem i en fundamental verdsettelse.

I første trinn skal man gjøre seg kjent med selskapet: Det går ut på å gjøre en økonomisk analyse av selskapet, markedet og de produktene som selskapet produserer. Her henter vi inn informasjon om selskapet og om bransjen for å danne oss et bilde av hvordan selskapet står. Vi analyserer også konkurrentene for å finne ut hvordan konkurransebildet er i bransjen.

I andre trinn analyseres årsregnskapet der man tar for seg balansen, resultatregnskapet, kontantstrømoppstillingen og andre faktorer som kan spille en rolle i selskapets finansielle situasjon. Dette skal deretter videre analyseres for å gi et godt innblikk i selskapets finansielle situasjon.

I trinn tre lager man prognoser for fremtidige kontantstrømmer der man ser på de viktigste verdidriverne i selskapet og kommer fram til de beste prognosene av disse. Her må man ta

høyde for faktorer som kan gjøre at prognosene kan bli unøyaktige ved å ekskludere de unormale postene og også skille mellom driftsrelaterte og finansielle aktiviteter.

I trinn fire brukes det som har blitt funnet fra trinn en til tre til å fastslå verdien på selskapet. Denne verdien kan da fastsettes enten ved bruk av en egenkapitalmetoden eller ved bruk av totalkapitalmetoden. Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen ved bruk av direkte modeller basert på utbytte, fri kontantstrøm, superprofitt og superprofittvekst.

Totalkapitalmetoden gjør det samme ved å først verdsette totalkapitalen og deretter trekke fra all gjeld for å finne verdien på egenkapitalen og altså verdien på selskapet (Penman 2010).

I trinn fem skal man velge en videre handlingsplan hvor vi ønsker å handle på bakgrunn av den informasjonen vi fikk fra verdsettelsen. For en investor på utsiden kan man også komme med en anbefaling om man bør eie eller ikke eie selskapet basert på den verdien man har kommet frem til, sammenlignet med det den handles til på børsen. Man kan dermed gi en videre kjøpsanbefaling, salgsanbefaling eller "hold"-anbefaling som betyr at man ikke skal foreta seg noe. Insideinvestorene vil forholde seg til en litt annen handlingsplan ved å heller se på hvilke videre strategier man heller skal se på i veien videre og dermed går insideinvestoren tilbake til utgangspunktet i trinn 1 igjen for å gjøre nye forbedringer i fremtiden (Penman, 2010). Dette er illustrert i figuren ved pilen fra handlingsstrategien tilbake til den strategiske analysen.

### **3.2 Komparativ verdsettelse:**

Denne metoden går ut på å finne verdien av selskapet ved å sammenligne med prisingen av andre tilnærmet like selskaper (Damodaran 2002). Dette er en mindre tid- og arbeidskrevende metode for å finne verdien på et selskap sammenlignet med å bruke fundamental verdsettelse.

Man kan enten bruke en direkte eller indirekte metode til å fastslå verdien av selskapet. Ved bruk av den direkte metoden benyttes multiplikatormodeller. Ulike multiplikatormodeller kan være "aksjekurs/ fortjeneste per aksje" (P/E), og "aksjekurs/ bokført verdi av egenkapital per aksje (P/B)". Tallene man kommer frem til sammenlignes deretter med andre selskaper.

Valget av multiplikatormodell bør være i samsvar med hvordan type selskap det er og man bør også vurdere flere multiplikatormodeller samtidig da de fleste bedrifter innenfor samme bransje også er svært ulike. Ulike multiplikatormodeller kan være "aksjekurs/ fortjeneste per aksje" (P/E), og "aksjekurs/ bokført verdi av egenkapital per aksje (P/B)"

Ved bruk av den indirekte metoden benyttes substansverdimodellen som finner et estimat på substansverdien til individuelle eiendeler, og sammenligner deretter med markedsverdien på komparative eiendeler, altså eiendelene til andre selskaper i samme bransje.

### **3.3 Opsjonsbasert verdsettelse:**

En opsjon er en avtale som gir rett til å inngå en fremtidig avtale på vilkår fastsatt på forhånd (Store norske leksikon, 2015). Man kan aldri vite om den avtalen man inngår kommer til å lønne seg, men avtalen blir prissatt på bakgrunn av hva markedet tror. På samme måte finner opsjonsbasert verdsettelse en pris på et selskap nå, ut ifra deres muligheter i fremtiden. Om markedet mener at mulighetene til selskapet er gode, vil prisen på selskapet også være høye. En opsjonsbasert verdsettelsesmetoden fungerer godt som et supplement til fundamental verdsettelse, og metoden går ut på å finne nåverdien av selskapets fremtidige fleksibilitet (Damodaran, 2002). Det betyr at denne verdsettelsesmetoden passer godt til selskaper som kan få mange ulike fremtidsmessige utfall. Et eksempel på selskaper denne typen metode passer godt for kan være legemiddelselskaper som forsker på vaksiner. Sjansen for at selskapet skal lykkes må derfor prises til hva markedet tror utfallet av vaksineresultatet blir.

### **3.4 Mitt valg av verdsettelsesmetode:**

Det eksisterer mange faktorer som er viktig å ta hensyn til og som må vurderes når det kommer til valg av verdsettelsesmetode. De ulike faktorene er hvilken bransje selskapet operer i, hvor i livssyklusen selskapet befinner seg, om det fremdeles er mulig for selskapet å fortsette driften. Om et selskap for eksempel anser sin situasjon som så vanskelig at de vurderer å avvikle driften vil det være mest aktuelt å selge eiendelene sine og avvikle driften. Hvor store mengder data som finnes er også en viktig faktor når man skal velge verdsettelsesmetode, da det for eksempel kreves mye data for å utføre en fundamental verdsettelse (Damodaran 2002).

Awilco drilling eier to rigger, har ingen andre operasjonsområder og er derfor et rent riggselskap. Disse riggene har stor verdi og kan sannsynligvis selges til bokført verdi i annenhåndsmarkedet, selv om det riktignok ikke foreligger noen planer for avvikling eller salg av disse. Med annenhåndsmarked mener jeg et marked hvor Awilco Drilling kan selge riggene sine. Det finnes mange andre rene riggselskaper som er komparative med Awilco Drilling på Oslo Børs og som derfor kan sammenlignes. Dette åpner for muligheten til å benytte en komparativ verdsettelsesmetode.

De har også all offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon som jeg trenger tilbake fra fjerde kvartal 2010 og det foreligger derfor nok datagrunnlag til å utføre en fundamental verdsettelsesmetode. Selv om Awilco Drilling er et ungt selskap i forhold til mange andre selskaper på Oslo Børs, produserer selskapet positivt årsregnskap i flere år og betaler store utbytter. Dette gjør at metoden fundamental verdsettelse vil være et godt valg fordi jeg har muligheten til å velge mellom flere ulike typer valg som involverer fremtidsprognoser for å finne frem til selskapsverdien.

Konklusjonen blir derfor på bakgrunn av det jeg har skrevet ovenfor, å utføre en fundamental verdsettelse som illustrert i figur 10. Dette har jeg først og fremst mye erfaring med fra tidligere studier fra faget ”Financial Statement Analysis and Security Valuation” der jeg lærte mye om å verdsette selskaper ved bruk av totalkapitalmetoden, så dette er en fremgangsmåte jeg er godt kjent med.

Videre er det mange ulike måter å verdsette selskapet på innenfor metoden fundamental verdsettelse. Her vil jeg velge å benytte meg av superprofittmodellen. Superprofittmodellen finner verdien på et selskap ved all fremtidig superprofitt. Superprofittmodellen har jeg valgt fordi jeg synes det er en oversiktlig metode å verdsette selskapet på, og den passer godt til å verdsette Awilco Drilling.

Jeg skal bruke en videreføring på denne superprofittmodellen som heter ”residual operating income” som på norsk kan kalles for den driftsrelaterte superprofittmetoden. Denne er naturlig å bruke i min oppgave siden Awilco Drilling generer omtrent alle sine inntekter fra sine driftsrelaterte eiendeler. Måten jeg kommer frem til verdien av selskapet med denne metoden er å benytte meg av nåverdien av alle forventede ”residual operating income” i fremtiden, pluss dette med bokførte verdier og trekker fra all gjeld til slutt (Penman, 2010).

## 4 Strategisk analyse

Dette kapittelet er begynnelsen på selve verdsettelsen. En strategisk analyse utføres fordi vi ønsker å danne oss et grunnlag til å kunne utarbeide et fremtidsregnskap senere i oppgaven. Awilco drilling kan kun bli verdsatt korrekt om en kjenner selskapets strategier godt (Penman, 2010). En strategi kan beskrives som en gjennomføring av planer med sikte på å nå et bestemt mål (Strategi, 2015). Hovedhensikten med denne analysen er å finne ut om selskapet har strategiske fordeler og konkurransefortrinn i forhold til andre selskaper i samme bransje, og dette er bakgrunnen for tilnavnet ”*strategisk analyse*” (Roos, 2005).

Den strategiske analysen er delt opp i en ekstern del og en intern del. I den eksterne analysen vil oppgaven benytte seg av ”*Porters femkraftsmodell*” der den ser på hvilke faktorer i bransjen som kan påvirke Awilco Drilling. Den vil også gjennomgå hvilke makroøkonomiske faktorer som kan påvirke riggbransjen som Awilco Drilling er en del av og dette vil bli gjennomført ved en *PEST-analyse*.

I den interne analysen vil oppgaven benytte seg av *VRIO-rammeverket* som er en ressursbasert internanalyse for å se nærmere på hvilke konkurransefordeler Awilco Drilling klarer å få ut av de ressursene de besitter.

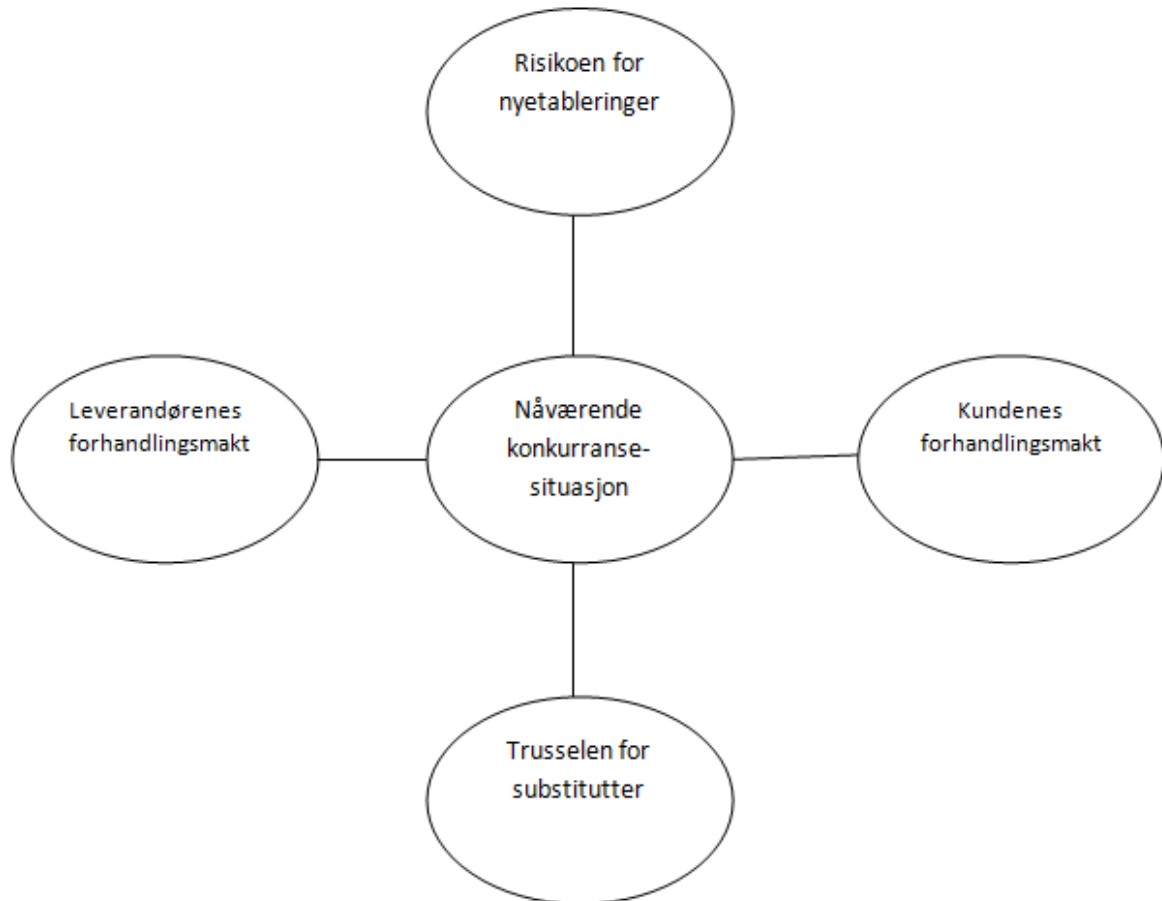
### 4.1 Ekstern analyse

Alt av ytre makroøkonomiske faktorer som kan påvirke riggbransjen, og alle bransjespesifikke faktorer som kan påvirke Awilco Drilling vil bli tatt med i den eksterne analysen. Innenfor makroøkonomiske faktorer kan det ifølge en *PEST-analyse* være politiske, makroøkonomiske, sosiokulturelle og teknologiske forhold som har innvirkning (Jones & Hill, 2010). I tillegg til dette kan det være bransjespesifikke faktorer som kan påvirke selskapet, her vil jeg som nevnt bruke *Porters femkraftsmodell* til å analysere dette.

#### 4.1.1 Bransjeanalyse ved Porters femkraftsmodell

Porters femkraftsmodell viser hvilke krefter som kan påvirke et selskap i den aktuelle bransjen. Porters femkraftsmodell hevder at lønnsomheten i en bransje kan bli påvirket av fem ulike krefter (Porter, 1980). Det betyr at dersom disse kreftene er svake så vil selskapet gjøre det bedre og dermed klare å oppnå høyere profitt. Disse kreftene i Porters femkraftsmodell er kundenes forhandlingsstyrke, leverandørenes forhandlingsstyrke, trusler fra fremtidige

konkurrenter, trusler fra nære substitutter og selve konkurransesituasjonen i bransjen (Porter, 1980). Porters femkraftsmodell er vist i figuren nedenfor.



Figur 11: Porters femkraftsmodell, 1980

I figur 11 er de ulike kreftene illustrert i hver sirkel. Disse fem kreftene skal jeg nå skrive mer om for å finne ut hvor eksponert Awilco Drilling er mot disse.

#### 4.1.1.1 *Kundenes forhandlingsmakt*

Kundene til Awilco Drilling kan potensielt variere mellom små, mellomstore og store oljeselskap. *Hess Corporation* og *Apache Corporation* som leier riggene i dag blir derfor de nåværende kundene. Måten partene blir enige er ved å inngå lengre avtaler på varighet fra 3 måneder til flere år. I Awilco drilling sitt tilfelle har det blitt inngått en avtale med Hess corporation til 30. november 2015 på Wilhunter. Denne har også en maksimal forlengelsesopsjon på 275 dager om Hess Corporation ønsker å forlenge kontrakten (Letter of



Intent signed with Hess, 2013), men fra senere informasjon har denne avtalen blitt kansellert (Hess option for WilHunter expired, 2015). Her vil sannsynligvis Hess Corporation vurdere om det vil lønne seg å forlenge kontrakten eller om de kan få leid en annen rigg til lavere dagrater. Som beskrevet i analysen der jeg benytter PEST-rammeverket senere i kapittelet er dagens situasjon i riggmarkedet preget av mye ledige rigger, og dette gjør at Hess har mer forhandlingsmakt fordi de har en stor tilbudsside. De kan derfor enklere forhandle ned prisen på dagratene om de velger å inngå en ny kontrakt med Awilco etter utløp av kontrakten. Awilco Drilling har også inngått kontrakt med Apache Corporation på riggen Wilphoenix til midten av 2017, samt en opsjon på 27 måneder etter dette (Contract signed with Apache and Taqa, 2013).

Om et av disse selskapene skulle ønske å terminere kontraktene må de betale et vederlag for termineringen som fungerer som en forsikring for Awilco Drilling så ikke oljeselskapene skal kunne terminere kontrakten så fort dagratene begynner å gå nedover. Beløpet på vederlaget kommer an på hvor lang tid det er igjen av kontrakten.

#### *4.1.1.2 Leverandørenes forhandlingsmakt*

Awilco Drilling har per i dag ingen rigger under bygging, så dermed eksisterer det kun leverandører knyttet til årlige oppdateringer og uforutsette reparasjoner på verft. Disse verftene er også drevet av effekten av tilbud og etterspørsel, og de kan presse verftprisene oppover i gode tider når dagratene på rigger er høye. Dette kommer av at mange riggselskaper ønsker å bestille rigger i gode økonomiske tider, mens de ønsker å kansellere eller ikke bestille når tidene er dårlige i riggmarkedet.

Dagens situasjon er derimot vanskelig for leverandørene. Dette kommer fram i et intervju med Dagens Næringsliv der Administrerende Direktør i oljeleveradørselskapet National Oilwell Varco advarer at ordreinngangen til verftene sine siden nyttår har vært lik null (DN, Forbereder ansatte på nedtur, 2015). Dette kan da sees i sammenheng med økningen i antall rigger i opplag de siste månedene fordi behovet for vedlikehold dermed også går ned. Awilco Drilling har begge sine rigger på verft i tredje og fjerde kvartal i 2016 og det vil derfor være positivt for dem at tilbudssiden fra verft er stor.

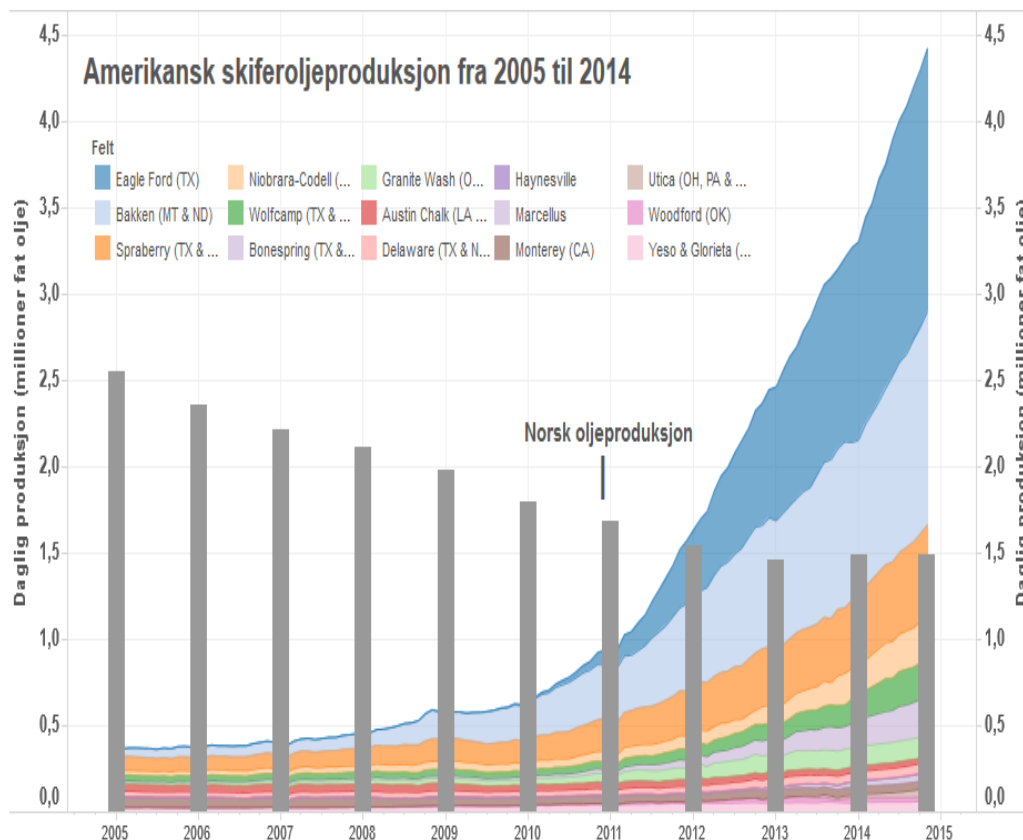
#### *4.1.1.3 Risikoen for nyetableringer*

En potensiell økning i nye aktører i markedet vil skape større konkurranse i bransjen og dermed vil det gjøre det vanskeligere for selskapene å oppnå profitt fordi det ofte leder til prispress (Roos, 2010). Graden av hvor enkelt det er å etablere seg avhenger av hvor sterke

etableringshindringene til å starte opp er. I riggbransjen krever det store investeringer for å kjøpe en rigg og det tar lang tid å produsere den på et verft. Den store kostnaden ved å bygge en ny rigg er den største etableringshindringen for at nye aktører skal kunne etablere seg i riggbransjen. Det krever også kunnskap om bransjen for å kunne lykkes, og samtidig er renommé en viktig faktor når oljeselskapene skal velge å leie rigg. Derfor ser en oftere at det heller er de store riggselskapene som bestiller flere nye rigger enn at det stadig kommer nyetablerte selskaper. Riktignok var Awilco i nyetableringsfasen for ca. fem år siden, men dette var et resultat av konkurranseregler i den britiske sektoren i forbindelse med sammenslåingen mellom Transocean og Global Santa FE.

#### *4.1.1.4 Trusselen for substitutter*

I følge Store norske leksikon (2015) er begrepet erstatning et annet ord for substitutt (Substitutt, 2015). Innenfor riggbransjen er det ikke blitt funnet opp noen direkte substitutt til de riggene som Awilco Drilling har som erstatter riggene til havs. Innenfor boring til lands har det derimot skjedd store endringer i skiferoljeteknologien, og oljeboring i skifer på land kan på mange måter sammenlignes som en substitutt til riggmarkedet til havs. Om en ser på utviklingen i oljeproduksjonen innenfor skiferolje i USA ser en at den står for en stor del av total oljeproduksjon i verden da det per i dag totalt produseres 4,5 millioner fat olje per år. Dette er illustrert på figur 12 under.



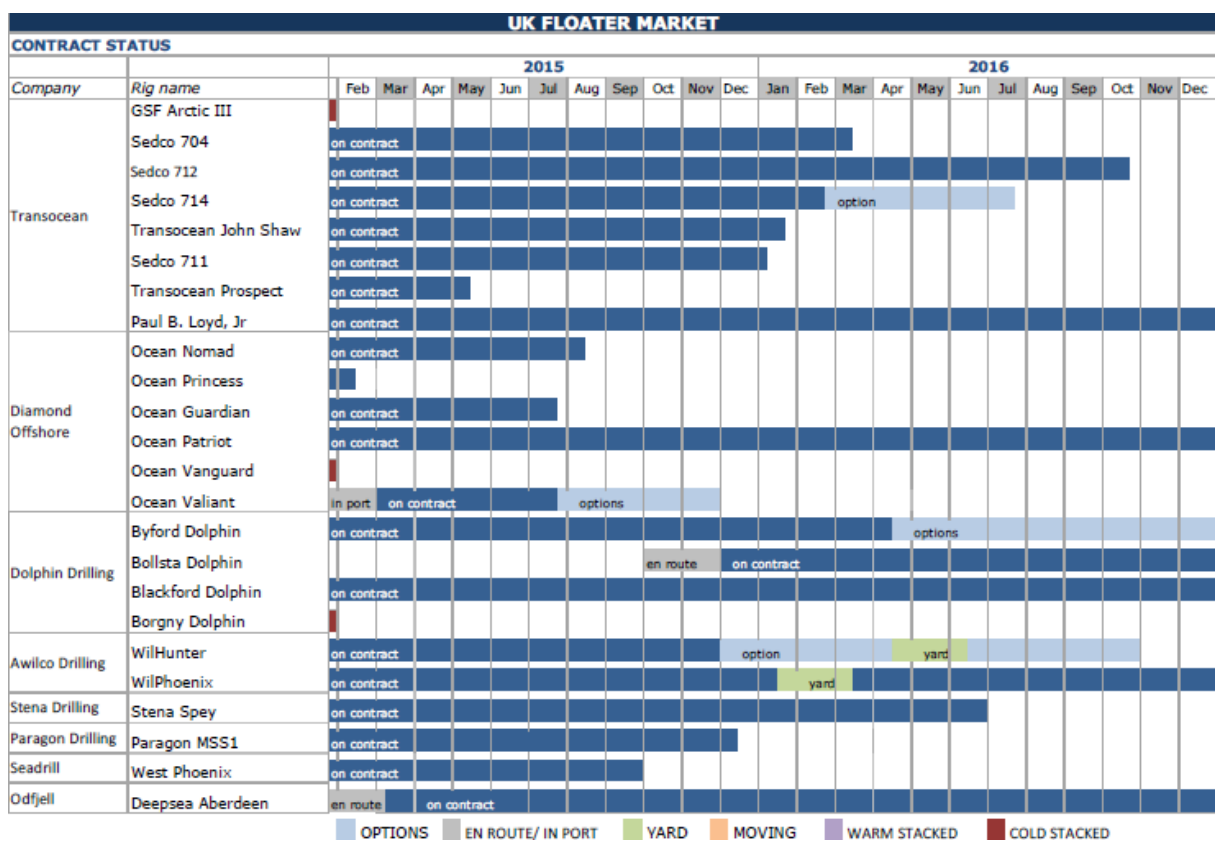
Figur 12: Amerikansk skiferoljeproduksjon, 2014

*”Analysebyrået Citigroup forventer for eksempel at oljeproduksjonen i USA kommer til å øke med én million fat per dag i 2015, opp fra ni millioner fat i dag” (TU Petroleum, 2014).*

Om denne utviklingen fortsetter vil det naturligvis igjen føre til mindre boring til havs i lang tid fremover. Seismikkselskaper som avbilder havbunnen for å finne tegn på forekomster av olje er med på å bidra til at oljeselskapene leier inn rigger for å undersøke om funnene stemmer. Dagens leteteknologi til seismikkselskapene har derimot blitt mye bedre enn for noen tiår siden og en kan med større sikkerhet si om det faktisk befinner seg olje på det aktuelle stedet kun ved å studere seismikkbildene (PGS Technology, 2015). Dette gjør at dagens utvikling i seismikkteknologien også kan bli sett på som en substitutt, da mer nøyaktige bilder gjør at ikke oljeselskapene trenger å borre like mye som de tidligere har utrettet for å fastslå om det faktisk er olje på det potensielle området. Blant substitutter finnes PGS sin nyeste seismikkteknologi *GeoStreamer®*, der de kombinerer et skannersystem til havbunnen som kalles for 4D-teknologi sammen med sin nyeste teknologi som gjør at de får mye kraftigere og mer nøyaktige bilder av havbunnen (PGS GeoStreamer, 2015).

#### 4.1.1.5 Den nåværende konkurransesituasjonen i bransjen

Awilco Drilling sine største konkurrenter er i første omgang de riggselskapene med rigger som er godkjent for å operere i den britiske sektoren. Alle riggselskaper som har rigger som potensielt kan bore etter olje i den britiske sektoren kan i prinsippet være en konkurrent, men på grunn av de strenge kravene som stilles fra Storbritannia er det kun et fåtall rigger som har lisens til å bore her. Transocean, Diamond Offshore og Dolphin Drilling er Awilco Drilling sine største konkurrenter som har halvt nedsenkbare rigger registrert og godkjent til å bore i den britiske sektoren. Videre er det også flere mindre riggselskaper som kun har en rigger registrert i britisk havsektor.



Figur 13: Oversikt over flytere på britisk sokkel, AWDR pres march, 2015

På figuren over ser vi alle riggselskapene som opererer i det britiske markedet for flytere. Vi ser også hvor mange rigger de ulike riggselskapene eier, når riggene skal på reparasjon på verft, hvilke rigger som er varm-stacked og hvilke som er cold stacked. Vi kan også se hvor lange kontrakter de ulike riggselskapene har med sine kunder, og hvor lange opsjonskontrakter som har blitt inngått. De største riggselskapene og også konkurrentene til Awilco Drilling er Transocean som operer med åtte rigger der sju av riggene enten ikke har videre kontrakt, eller der den går ut i nærmeste fremtid i 2015 og 2016. Diamond Offshore har

seks rigger der fire av disse kommer til å stå uten oppdrag i løpet av 2015. Dolphin Drilling har tre rigger med en rigg som står uten jobb i 2015 (AWDR q4 pres feb, 2015).

I riggmarkedet konkurreres det mye på utviklingen av teknologien til de ulike riggene for eksempel hvor dypt riggene kan borre. Prisen på dagratene er det som er avgjørende for de fleste oljeselskaper da de fleste rigger som er laget for en spesiell havdybde gjør jobben like godt. Situasjonen ser ut til å bli tøff fremover da blant annet Dolphin Drilling venter levering av Bollsta Dolphin, en ny halvt nedsenkbar rigg i januar 2016 og vil gjøre et allerede vanskelig marked for riggselskaper enda tøffere (Bollsta, 2015).

#### **4.1.2 PEST-analyse**

PEST-analysentar for seg fire makroøkonomiske forhold som kan påvirke en bransje. Når disse makroøkonomiske forholdene påvirker bransjen vil også konkurransekraftene i bransjen endre seg og påvirke lønnsomheten til selskapene (Jones & Hill, 2010). Om en klarer å forstå alle disse makroforholdene kan et selskap lettere minimere eksterne trusler og utnytte bedre de potensielle mulighetene de har (Roos, 2010). Disse fire makroøkonomiske forholdene som kan påvirke bransjen er politiske, makroøkonomiske, sosiokulturelle og teknologiske forhold (Jones & Hill, 2010). På bakgrunn av dette vil jeg bruke PEST-analysen til å danne meg et helhetsbilde over hva som kan endre fremtiden til riggbransjen. Jeg skal nå gå nærmere inn på de fire forskjellige makroøkonomiske forholdene.

##### **4.1.2.1 Politiske forhold**

De politiske forholdene gjelder hvilke grep myndighetene i det landet hvor selskapet har sine operasjoner kan påvirke bransjen. Awilco Drilling er registrert i Storbritannia og følger lover og regler fastsatt av Storbritannia. Storbritannia er på fredindeksen rangert som nummer 29, som er en statistikk som prøver å vise en oversikt over hvor velfungerende demokrati, utdanningssystem og høy levestandard det aktuelle landet har, sammenlignet med andre fredelige land (Fredsindeksen, 2012). Awilco operer i farvann som er under britisk styre og sett fra et slikt perspektiv er dette et relativt trygt sted og ha riggene i forhold til mer krigsutsatte områder i verden.

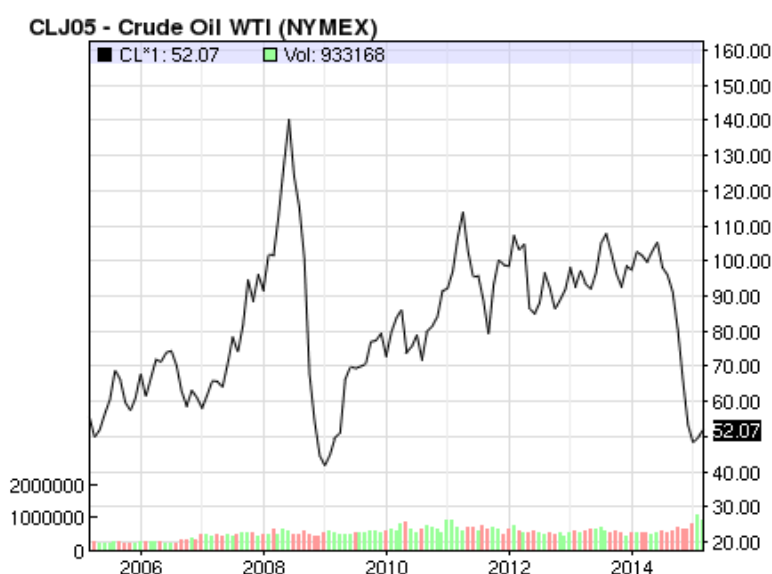
Awilco Drilling er skattepliktig underlagt Storbritannia og endringer knyttet til skattereglene til nye politiske partier etter valg kan gi utslag på hvor mye riggbransjen i Storbritannia må betale i skatt. Selskaper i riggbransjen må også bruke mye tid og andre ressurser på å holde seg oppdatert, samt gjøre seg kjent med nye lover innenfor kvalitetssikring, ”helse og sikkerhet” og hvilke krav som stilles til riggene så de er forsvarlige til å operere i britisk

farvann (Awilco drilling – prospectus final, 2011). Selskapet vil bli eksponert mot endringer i styringsrenten til Norges Bank da selskapet har registrert obligasjoner i Norge og dermed vil obligasjonene bli påvirket av pengepolitiske avgjørelser fra Norges Bank.

Oppgaven vil senere gå nærmere inn på en positivt korrelerende sammenheng mellom oljepris og utviklingen i dagrater på rigger til riggbransjen. OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) sin politikk har mye å si på utslag i oljeprisen og dermed har politiske avgjørelser OPEC foretar seg mye å si for riggbransjen.

#### 4.1.2.2 Økonomiske forhold

Når vi snakker om økonomiske forhold er det snakk om forhold i den globale utviklingen som kan påvirke bransjen (Jones & Hill, 2010). Riggbransjen vil være utsatt for en rekke økonomiske forhold som blant annet BNP-vekst i verden, valutasvingninger, rentenivå, inflasjon og oljepris. Awilco har fast rente på sine obligasjoner som er notert i Norge og om markedetsrenten skulle gå opp vil verdien på obligasjonene til Awilco kunne gå ned (Awilco Drilling – prospectusfinal, 2011). Dette vil også ha motsatt positiv effekt om markedetsrenten skulle gå kraftig ned. Rentemarkedet vil alltid være viktig for riggselskaper fordi riggmarkedet ofte går i sykluser og dårligere tider vil gjøre at Awilco må utstede nye obligasjoner for å sikre finansiering. Verdensøkonomiveksten og spesielt utviklingen i oljeprisen har størst innvirkning på hvordan framtidsutsiktene til riggbransjen vil se ut på lang sikt. Derfor er det naturlig å se mer på den historiske utviklingen i oljeprisen som har vært for å danne oss et bilde av oljeprisen på lengre sikt.



Figur 14: Crude Oil, 2015

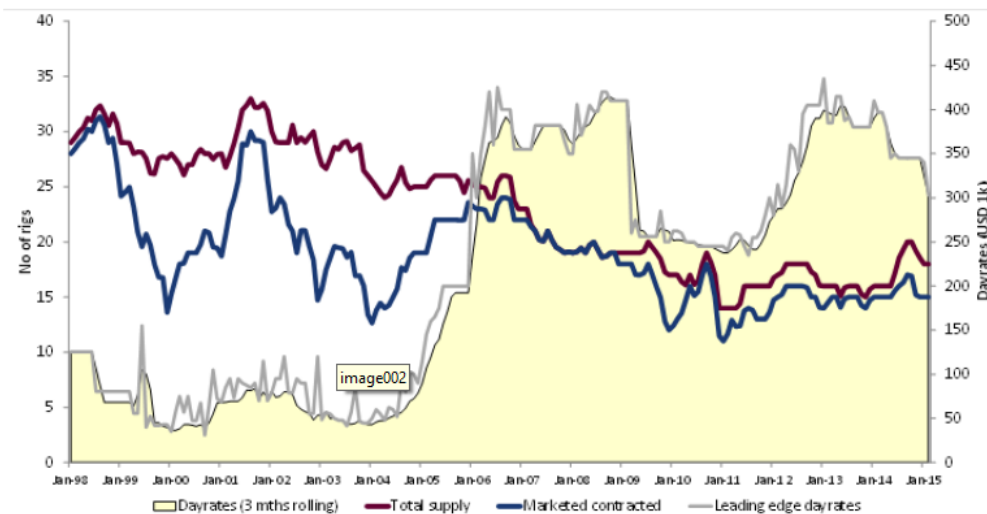
Figuren ovenfor viser oss hvilke endringer det har vært i oljeprisen "Crude Oil" på ti år. Etter 2005 har oljeprisen vært to ganger nede under 50 dollar per fat. Den første gangen kan vi se var i 2008 som var forårsaket av finanskrisen. Før dette hadde oljeprisen vært helt oppe i 140 dollar per fat. Etter fallet i 2008 har oljeprisen igjen steget, og beveget seg i et intervall mellom 80 og 110 dollar per fat fra 2010 til 2014. Fra midten av 2014 begynte oljeprisen å synke helt til den traff bunnen som var i underkant av 50 dollar per fat ved årsskifte 2015.

Oljeprisen blir påvirket av en rekke faktorer som selskapet ikke har noe kontroll over, som blant annet tidligere nevnt OPEC sin politikk, hvor mye andre land som operer utenfor OPEC produserer, alternative kilder til energi og krig og konflikter i oljeproduserende land (Awilco Drilling – ProspectusFinal, 2011). Fallet en har sett i oljeprisen siden sommeren 2014 har spesielt kommet av et altfor høyt tilbud, men også en generell lav etterspørsel etter olje fra hele verden.

Den høye tilbudssiden var forårsaket av overraskende høy oljeproduksjon i OPEC. Land som Irak og Libya som er med i OPEC fikk begge en sterk reduksjon i sin oljeproduksjon på grunn av krig og uroligheter i det siste tiåret. Disse har igjen fått opp sin oljeproduksjon kraftig i forhold til hva som var ventet (IMF World economic outlook, 2015).

Produksjonsøkninger i oljeproduserende land som ikke er medlem av OPEC gjorde også sitt for at oljeproduksjonen har vært høyere enn ventet (IMF World economic outlook, 2015). Oljeproduksjonspolitikken til OPEC har også endret seg. De har gått ut og sagt at de ikke vil redusere sin oljeproduksjon selv om de har vært klar over at verden nå har et positivt forhold mellom produksjon og etterspørsel noe som igjen har gjort at oljeprisen har fortsatt nedover. Tidligere har de redusert sin oljeproduksjon dersom oljeprisen har falt for mye. Dette har vært for å kunne opprettholde en god pris, men den politikken har de nå altså gått vekk ifra (IMF World economic outlook, 2015).

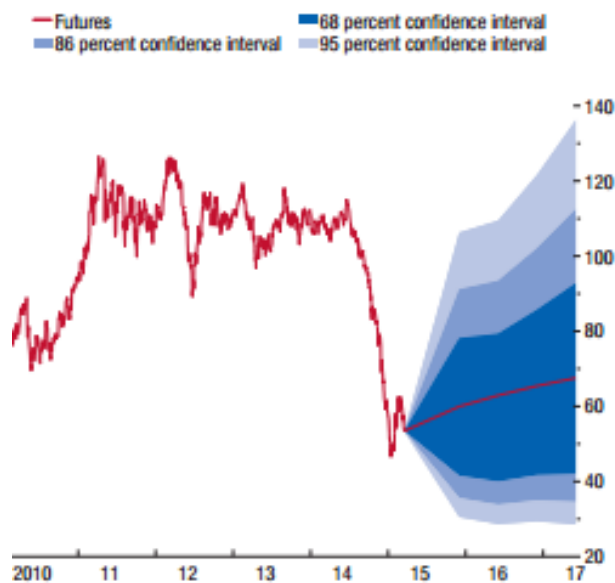
## Falling Dayrates and Low Contracting Activity in the UK market



Figur 15: Fallende riggdagrater, 2015

Figuren ovenfor viser oss hvordan dagratene i den britiske riggsektoren har gått i perioden mellom 1998 og 2015. Siden riggselskapers kunder bare er oljeselskaper vil etterspørselen etter rigger avhenge av hvordan oljeprisen går fordi en høy oljepris gjør at oljeselskapene tjener mer penger og dermed ønsker å bore mer etter olje. Dette ser en lettere om en sammenligner oljeprisen de siste 10 årene i figur 14 med dagrater for riggbransjen i figur 15. Dagraterne i riggmarkedet går kraftig oppover i 2006 når oljeprisen er rundt 70 dollar per fat og holder seg høyt oppe helt til 2009. Med høyt oppe mener jeg sett i forhold med årene fra 1998 til 2005. Dagraterne opplever deretter et kraftig fall i starten av 2009 som er en følge av oljeprisnedgangen fra 2008. På grunn av at oljeprisen hentet seg raskt inn igjen etter finanskrisen forble dagratene på i gjennomsnitt 250000 dollar fra 2009 til 2012. Riggmarkedet opplevde igjen et løft i dagrater opp til.





Figur 16: Oljeprisestimat IMF, 2015

En kan i figur 16 ovenfor også se at IMF sine prognoser for oljeprisen fram til 2017 vil sannsynligvis øke til 69 dollar per fat. Dette er gitt ved den røde streken og beregnet ut ifra en gjennomsnittlig sansynlighetsintervall på 68%, 86% og 95%. 68% intervallet sier at oljeprisen i beste fall kan gå opp til over 135 dollar per fat og i verste fall ned til 30 dollar per fat. Dette er markert ved den lyseste av det blåmarkerte i figuren.

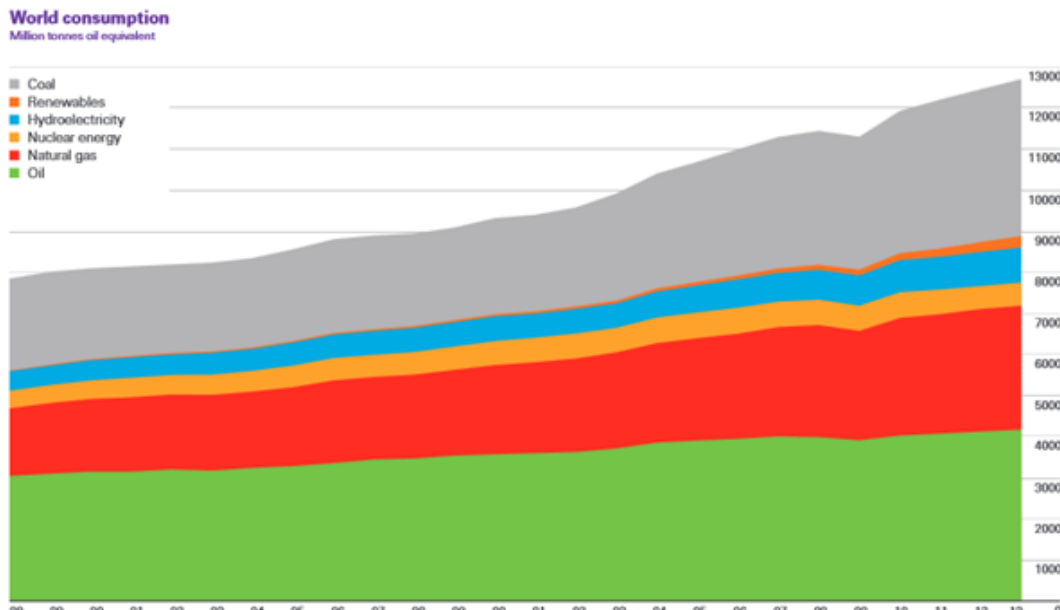
Høyere oljepris betyr mer etterspørsel til å finne mer olje og dermed går prisene på dagratene opp som en kan se noe i ettertid og på samme måten etter at et fall i oljeprisen forekommer.

En kan også se at antall rigger som er i arbeid har sunket drastisk siden desember i 2014, om vi ser på oljeselskapet Baker Hughes sin seneste riggoversikt i figur 17:

<b>BAKER HUGHES INCORPORATED</b>									
<b>WORLDWIDE RIG COUNT</b>									
2015	Latin America	Europe	Africa	Middle East	Asia Pacific	Total Intl.	Canada	U.S.	Total World
Jan	351	128	132	415	232	1258	368	1683	3309
Feb	355	133	132	415	240	1275	363	1348	2986
Mar									
Apr									
May									
Jun									
Jul									
Aug									
Sep									
Oct									
Nov									
Dec									
Avg.	353	130	132	415	236	1266	366	1516	3148
2014	Latin America	Europe	Africa	Middle East	Asia Pacific	Total Intl.	Canada	U.S.	Total World
Jan	401	126	139	403	256	1325	504	1769	3598
Feb	400	132	154	396	259	1341	626	1769	3736
Mar	406	148	132	401	258	1345	449	1803	3597
Apr	403	151	136	407	252	1349	204	1835	3388
May	404	149	140	414	243	1350	162	1859	3371
Jun	398	147	123	425	251	1344	240	1861	3445
Jul	407	153	137	432	253	1382	350	1876	3608
Aug	410	143	125	406	255	1339	399	1904	3642
Sep	402	148	117	396	260	1323	406	1930	3659
Oct	393	148	125	390	252	1308	424	1925	3657
Nov	375	149	142	403	255	1324	421	1925	3670
Dec	369	148	138	403	255	1313	375	1882	3570
Avg.	397	145	134	406	254	1337	380	1862	3578

Figur 17: Verdensoversikt rigger i verden, 2015

Figuren over viser at på under to måneder har den totale aktiviteten sunket fra 3570 rigger i arbeid i desember til 2986 rigger i arbeid i februar totalt sett i hele verden. Den viser også at gjennomsnittet av rigger i arbeid gjennomsnittlig lå på 3578 som sier oss at det har kommet mange flere rigger til utleie på markedet. Det er dårlige nyheter for riggbransjen da dette betyr at mange rigger som nå venter på å komme tilbake i arbeid igjen og konkurransen blir dermed høyere. Dette innebærer også riktignok at det borres mindre etter olje nå enn det ble gjort i 2014 som oversikten viser, og for oljeprisen kan det gjøre at oljeprisen kan gå noe opp igjen siden den totale oljeproduksjonen vil være lavere. Denne oversikten gir et godt innblikk i den generelle aktiviteten innen alle underkategorier i oljeservicebransjen, og gir en god pekepinn på forholdene i riggbransjen akkurat nå (Rig count overview & summary count, 2015).

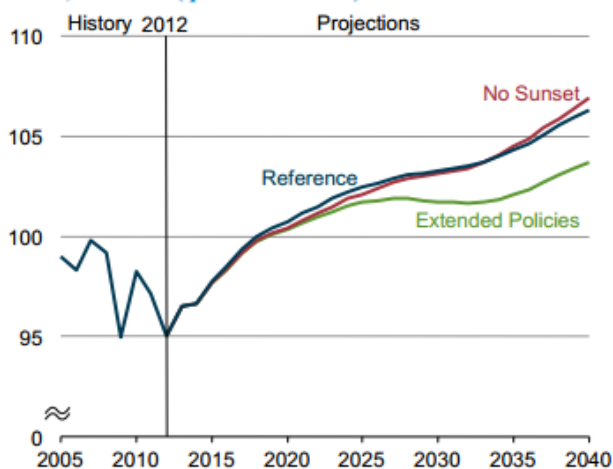


Figur 18: World energy consumption, 2014

Figur 18 viser at olje (grønnt område) brukes i omtrent en fjerdedel av all energikonsumering i 2013. Indirekte sier denne grafen oss at olje er en svært viktig del av energiforbruket for verdens befolkning i dag.

EIA (Energy Information Administration) sine prognoser i figur 19 viser at energibehovet vil øke kraftig fram til 2019 både i de pessimistiske (grønn linje) og de optimistiske utfallene (blå linje). Olje kommer med stor sansynlighet derfor til å fremdeles være like viktig for verden i fremtiden, som den er i dag.

Figure IF1-1. Total energy consumption in three cases, 2005-40 (quadrillion Btu)



Figur 19: Fremtidsestimering av energibehov, 2012

#### **4.1.2.3 Teknologiske forhold**

De teknologiske forholdene dreier seg om forskning og utvikling av ny teknologi som kan gi selskapet fordeler i forhold til konkurrenter (Jones & Hill, 2010).

Awilco Drilling har som visjon å være en foretrukket partner som bestandig skal levere ”forskjellen” til sine kunder. Bedriftsstrategien til selskapet er å leie ut rigger som skal sikre selskapet de beste dagratene som finnes på markedet. De skal også hele tiden vurdere hvilke muligheter som gir best vekstmuligheter fremover for selskapet (Corporate Strategy, 2015). Siden Awilco Drilling kjøpte riggene har selskapet gjennomført en rekke oppdateringer og forbedringer på riggene sine. Disse regelmessige oppdateringene mener selskapet gjør at riggene kan fortsette å bore helt til 2031. Dermed kan det se ut til at selskapet implementerer de nyeste teknologiske fremskrittene som kommer på markedet for at riggene skal være konkurransedyktige. Blant annet fikk WilHunter i 2010 en oppgradering som gjorde at de kunne øke antall arbeidere på riggen til 110 personer, og gjorde at selskapet gikk fra en av de med færrest arbeidere til en av de med flest arbeidere på rigg i den britiske sokkelen (WilHunter project scope, 2010).

#### **4.1.2.4 Sosiokulturelle forhold**

De sosiokulturelle forholdene dreier seg om livsendringer i befolkningen og demografi i verden (Jones & Hill, 2010). Per i dag er vi 7,3 milliarder mennesker og i 2030 kommer vi til å være over 8,4 milliarder flere. 1 milliard i befolkningsøkning kommer til å bety at vi trenger mer energiproduksjon for å kunne opprettholde samme energiforbruk per person som vi har i verden i dag (UNCTADstat – population, 2015). Det er sannsynlig å tro at mye av denne energietterspørsel økningen kommer i form av etterspørsel etter olje. Et annet moment er om vi sammenligner verdens BNP per innbygger kan en klart se at store folkerike land som Kina og India ligger langt ned på listen. Å øke BNP er ofte et mål for mange land, da det betyr at den generelle økonomien i landet vokser og produksjonen i landet blir større. For at et land skal kunne øke sitt BNP betyr det også høyere investeringer i landet og fører ofte med seg mye energiforbruk da investeringene fører til byggeaktivitet som naturligvis krever energi for å gjennomføre.

## 4.2 Intern analyse

I den interne analyse velger jeg å benytte meg av en ressursbasert analyse som tar utgangspunkt i at alle selskaper i en bransje konkurrerer med ulike ressurser som de har til rådighet. Dette er finansielle ressurser, fysiske ressurser, humane ressurser og organisatoriske ressurser. Den interne analysen benytter seg av VRIO-rammeverket (Barney & Hesterley, 2008). VRIO-rammeverket står for **V**aluable (verdiful), **R**areness (Sjelden), **I**mitability (imiterbar), **O**rganization (organisasjon). Disse ressursene er det som kjennetegner hvert enkelt selskap og om en ønsker å finne ut om disse ressursene gir Awilco Drilling en konkurransefordel på noen måte. En må derfor se om de ulike ressursene er verdifulle for selskapet, om andre selskaper har de samme ressursene, hvor enkelt andre konkurrentene klarer å imitere disse og om selskapet i det hele tatt klarer å utnytte de ressursene de besitter (Barney& Hesterley, 2008).

### 4.2.1 VRIO-Rammeverket

**Verdiful:** Selskapet har ressurser som er verdifulle om ressursene klarer utnytte muligheter og nøytralisere trusler for selskapet (Barney, 2011).

**Sjelden:** Om selskapet er den eneste i bransjen som har denne ressursen vil det si at de har en sjelden ressurs.

**Imiterbar:** Desto enklere det er for andre konkurrenter å kopiere denne ressursen, desto mer imiterbar er den. Om konkurrentene må bruke masse tid og/eller penger på å prøve å etterligne denne ressursen som vårt selskap allerede besitter, vil det si at ressursen er vanskelig å imitere (Barney, 2011).

**Organiserbar:** At en ressurs er organiserbar vil si at selskapet greier å utnytte de verdifulle, sjeldne og vanskelige imiterbare ressursene de besitter på en god måte kan de skape konkurransefortrinn (Barney, 2011).

#### 4.2.1.1 Finansielle ressurser

Awilco Drilling hadde per 31.12.2014 75 millioner dollar i kontantbeholdningen sin, noe som gjør at selskapet står sterkt rustet for dårlige perioder i riggmarkedet. De har samtidig bare 110 millioner dollar i gjeld gjennom et obligasjonslån, samt 10 millioner dollar i kortsiktig lån. Dette betyr at sammenlignet med de bokførte verdiene sine på 458 millioner dollar har de en svært høy egenkapital. De hadde også et resultat etter skatt på 137 millioner dollar som betyr at selskapet generer store verdier for aksjonærene sine og som de eventuelt kan bruke på

å betale ned gjeld eller utbytte i henhold til sin utbyttepolitikk. Denne solide finansielle situasjonen vil senere bli nøyere analysert der jeg ser på likviditetsgraden, gjeldsgraden og egenkapitalandelen. Awilco er noe annerledes enn mange andre tilsvarende selskaper i riggbransjen da det er vanlig å ha en langt høyere gjeldsgrad enn det Awilco Drilling har, noe som igjen kan gi Awilco Drilling en liten fordel nå som situasjonen i riggmarkedet har strammet seg til.

Gjeldsgraden til en bedrift sier noe om evnen til å tåle dårlige økonomiske tider. Denne finansielle situasjonen som Awilco Drilling har opparbeidet seg er derimot ikke umulig å imitere fra andre selskaper siden mange av andre riggselskaper kan hente penger fra sine aksjonærer og dermed også få en lavere gjeldsgrad. Dette kan riktignok være vanskelig å få til da det ikke alltid er gitt at selskapets aksjonærer er villige til å gå med på en emisjon. Alternativkostnaden vil derfor være å hente penger i markedet og det aktuelle selskapet må dermed betale en høy rente på disse pengene som igjen betyr at ressursen er sjelden og vanskelig å imitere. Det vil si at kostnaden for andre selskaper til å komme i samme gode finansielle situasjon.

Utbyttepolitikken til Awilco sier at de skal betale ut tilnærmet all overskudd ut igjen til utbytte. Dette er for mange investorer svært attraktivt da det betyr at de får regelmessige ”renter” på pengene de har investert i selskapet. Awilco Drilling utnytter de finansielle ressursene sine relativt godt om en sammenligner med at det første alternativet ville vært å bestille flere rigger som sannsynligvis ikke ville fått kontrakt da tilbudssiden i riggmarkedet er så stort. Det andre alternativet ville eventuelt vært å betale ned gjeld eller å sette pengene på konto noe som sannsynligvis ville vært noe bedre om de skulle utnytte de gode inntektsressursene maksimalt.

#### **4.2.1.2 Fysiske ressurser**

De fysiske ressursene til et selskap kan være produksjonsanlegg, fysisk teknologi, alt av utstyr brukt i forbindelse med produksjon, geografisk plassering og råvarer som selskapet besitter (Barney, 2011). Awilco Drilling eier altså kun to halvt nedsenkbare rigger og riggene er derfor både produksjonsanlegget, den fysiske teknologien og utstyret brukt i forbindelse med produksjonen til Awilco. Den geografiske plasseringen er for øyeblikket i den britiske sektoren, men disse riggene har mulighet til å bli fraktet til andre steder på havet hvor dybden ikke overskrider mer enn ca. 400 meter ved hjelp av ankerhåndteringsfartøy, dette gjelder for begge rigger. Siden selskapet bare leier ut rigger, besitter ikke selskapet noe råvarer. Risikoen

med å ha to rigger er at om en av riggene må på reparasjon vil selskapet miste halvparten av sine inntekter og dermed er de svært sårbare om noe uventet skulle skje med en av riggene. Alternativet for å redusere denne risikoen ville vært å ha en tredje rigg i tilfelle det skulle skje noe med de to i drift, men dette er svært uvanlig og også meget kostbart i denne bransjen. Det er en meget stor risiko som selskapet hele tiden er eksponert mot. Videre er også riggene bygget på tidlig 80-tallet og betyr at riggene er over 30 år gamle. Om en sammenligner med tilsvarende halvt nedsenkbare rigger som eies av konkurrenter ser vi at rigger i denne aldersgruppe veldig ofte blir skrotet. Seneste rigg som ble skrotet av en av konkurrentene til Awilco var Transocean sin rigg, Transocean Rather (Skroter enda flere rigger, 2015). Denne riggen ble bygget og levert til Transocean i 1987 som tilsvarer en alder på 28 år. Riggene var derfor yngre enn riggene til Awilco Drilling og ble allikevel skrotet. Riggene får riktignok regelmessig reparasjoner og vedlikehold. I tillegg viser riggene at de er i utmerket stand da de hadde en operasjonell opptid på 98,7% i 2014 (AWDR DNB Mar 2015). I et vanskelig konkurransemarked vil oljeselskaper sannsynligvis velge nyere rigger som betyr at riggene til Awilco ikke er sjeldne og heller ikke vanskelige å imitere for andre konkurrenter.

De halvt nedsenkbare riggene er svært vanlig blant mange riggselskaper og enkle å imitere av andre selv om de krever store investeringer for å bygge. Det stilles riktignok strenge krav til de riggene som opererer i den britiske havsektoren så den nåværende lokasjonen til riggene er god, men også utfordrende da denne regionen består av mye gamle oljefelt der mange allerede har blitt boret ferdig (AwilcoDriling PLC\_ listing prospectus, 2011). Dermed vil det i fremtiden bety at disse områdene har synkende etterspørsel etter rigger til oljeproduksjon. Tatt i betraktning er det bare et fåtall rigger som er godkjent i disse områdene så foreløpig er lokasjonen ansett som verdifull for selskapet. Awilco drilling klarer totalt sett å utnytte sine fysiske ressurser på en god måte da riggene står for all operasjonell aktivitet som selskapet har og generer store overskudd for Awilco.

#### **4.2.1.3 Humane og organisatoriske ressurser**

Måten selskapet forvalter sine ansatte på vil utgjøre hvor gode deres humane ressurser er i dag. Ved å trene opp sine ansatte kan selskapet forbedre sine humane ressurser.". Humane ressurser vil også reflekteres i hvor mye erfaring de som jobber i selskapet har (Barney,2011).

Awilco Drilling sin ledelse består av styreleder Sigurd E. Thorvildsen og styremedlem Henrik Fougner, Daniel Gold, John Simpson, Synne Syrrist og John Oliver Bryce. Styreleder Sigurd E.Thovildsen har mer enn 20 års erfaring fra shipping og offshore-industrien og en

respektabel historie i ulike toppstillinger i Awilco Offshore ASA og Awilco Heavy Transport ASA. Resterende styremedlemmer har også en lang rekke med ulike toppstillinger og lang erfaring innen både Shipping, offshore og bankindustrien så Awilco Drilling har sikret seg en ledelse med formidabel kunnskap og rutine. Selskapet har også ansatt administrerende direktør Jon Oliver Bryce som har jobbet i 25 år innenfor rigg industrien. Finansdirektøren i selskapet er Ian Wilson som også har over 25 års erfaring fra både offshore og andre marine næringer fra mange ulike geografiske områder i verden (Management, 2015).

Mannskapet som blir leid ut sammen med riggene Awilco Drilling leier ut utgjør en viktig del av de totale humane ressursene. Kulturen blant de ansatte er at de skal levere den høyeste ansatt og kunde tilfredsheten som er mulig. Dette er topp prioritert for selskapet gjennom "Quality, Health, Safety & Environment"-programmet. Det sier også at selskapet skal levere effektive og sikre operasjoner med lite skader og ulykker både på mennesker og i miljøet. Dette beviser Awilco Drilling ved å blant annet ha mottatt prisen for "Best safety award" av International Association of Drilling Contractors (IADC) på WilPhoenix. Denne prisen gis ut årlig og WilPhoenix vant denne for 2014 (AWDR Q1 pres, 2015).

Videre har den andre riggen WilHunter fått prisen for "2014 Chairman's award for best safety performance" som også er et tegn på at Awilco Drilling sitt fokus på sikkerhet lønner seg.

Utbyttepolitikken til Awilco kan også sees på som en organisatorisk forvaltning.

Utbyttepolitikken går ut på at selskapet ønsker å utbetale all fri kontantstrøm til aksjonærene så lenge de holder seg over en viss sikkerhetsbuffer som skal dekke kapitalkrav og driftsmessige investeringer. Dette er en god måte å skape verdier til aksjonærene istedenfor å bruke pengene til å nedbetale gjeld. Nedbetaling av gjeld kan i mange tilfeller være positivt for aksjonærene, men det er først og fremst kreditorene som ønsker dette og det er derfor et godt tiltak fra ledelsen og selskapet at den aggressive utbyttepolitikken blir prioritert til aksjonærene.

Alt i alt er både organisasjonen og menneskene som jobber i bedriften mer enn kvalifisert til å gjøre jobben sin utmerket. Allikevel er det så mange andre faktorer som spiller inn, at det er vanskelig for Awilco Drilling å få en konkurransefordel kun ut ifra at selskapets ansatte er godt kvalifisert. Allikevel viser Awilco Drilling at de er svært godt likt av sine kunder, da de nylig mottok prisen "Rig of the Year" som de fikk fra "Hess Corporation" som leier WilHunter. På bakgrunn av dette kan oppgaven konkludere med at de humane og



organisatoriske ressursene er verdifulle for selskapet og dermed gir en liten konkurransefordel for selskapet.

#### 4.2.1.4 Oppsummering

Awilco Drilling sin eldre riggflåte kan by på fremtidige problemer om dagens dårlige oljemarked vedvarer fordi oljeselskaper sannsynligvis vil velge de nyeste riggene som tilbys til utleie på markedet. Allikevel har selskapet en solid ordresreserve og en lav total gjeld så selskapet står godt rustet til å møte tøffere tider, selv om dette betyr at utbyttet de nå betaler ut hver måned forsvinner. Samtidig har ledelsen den erfaringen og kunnskapen som skal til for å takle enhver utfordring i markedet. Den gode kvaliteten på riggarbeidet gjør også at selskapet kanskje kan få kontrakter på bakgrunn av dette. Totalt sett ser det ut som om Awilco Drilling har en konkurransefordel i forhold til komparative selskaper.

Ressurs	Konkurransemessige konsekvenser	Økonomisk ytelse
<b>Fysiske</b>	Totalt konkurransemessig nøytral	Nøytral
<i>Riggene</i>	<b>Konkurransemessig ulempe</b>	<b>Under normal</b>
<i>Lokasjon</i>	Konkurransemessig fordel	Over normal
<b>Finansielle</b>	Konkurransemessig fordel	Over normal
<b>Humane</b>	Konkurransemessig paritet	Over Normal
<b>Organisatoriske</b>	Konkurransemessig fordel	Over normal

Figur 20: VRIO-rammeverket (Barney, 2010)

## 5 Regnskapsanalyse

Det neste steget i verdsettelsen er regnskapsanalysen (Penman, 2010). Regnskapsanalysen blir en del av grunnlaget for at vi skal kunne verdsette selskapet ved å finne driverne som generer mest verdi for selskapet og for senere å kunne utarbeide gode prognoser i fremtiden må vi analysere de historiske regnskapstallene. Alle regnskapstallene ligger offentlig tilgjengelig på selskapets hjemmeside. Disse regnskapstallene har en struktur som er best egnet for kreditorer som vil se på selskapets gjeldssituasjon og likviditet, så det første steget blir å omgjøre regnskapstallene så de er best tilpasset et investorbasert syn.

I regnskapsanalysen skal jeg først presentere de historiske årsregnskapene og reformulere årsregnskapene så de er tilpasset metoden fundamental verdsettelse. Reformuleringen av regnskapene vil inneholde fire steg for at reformuleringen blir korrekt utført (Gjesdal, 2007). Deretter skal jeg utføre en lønnsomhetsanalyse som analyserer driverne til avkastningen på den alminnelige egenkapitalen, og en vekstanalyse som skal klargjøre tallene vi behøver videre i fremtidsregnskapene (Penman, 2010). Til slutt skal jeg utføre en risikoanalyse av selskapet som vil inneholde en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse som vil fortelle oss hvilken betalingsevne Awilco Drilling har og hvor godt rustet selskapet er til å tåle dårligere tider.

### 5.1 Presentasjon av tallene:

Awilco Drilling ble børsnotert i 2010 så tallene dette året skiller seg noe ut fra de andre, men har likevel valgt og ta disse med fordi jeg ønsket å ha mest mulig talldata.

Balanse: *”Balanseoppstillingen er en regnskapsrapport som angir regnskapsenhetens økonomiske formuesstilling på et bestemt tidspunkt”* (Snl balanse, 2015).

Tabell 1: Presentasjon av balansen 31.12.2014

Alle tall i 1000 \$					
<b>Eiendeler</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Rigger, maskiner og utstyr	251165	245279	250173	262573	209323
Utsatt skattefordel	2486	2763	853		
<b>Anleggsmidler</b>	<b>253651</b>	<b>248042</b>	<b>251026</b>	<b>262573</b>	<b>209323</b>
Kundefordringer og andre fordringer	40760	40814	37814	23128	912
Varelager	4799	4799	4799	4800	4517
Kontanter og likvide midler	75951	52347	16926	25100	67707
Derivater					392
Forskuddsbetalt skatt	82595	42317	6642		
<b>Omløpsmidler</b>	<b>204105</b>	<b>140277</b>	<b>66181</b>	<b>53028</b>	<b>73528</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>457756</b>	<b>388319</b>	<b>317207</b>	<b>315601</b>	<b>282851</b>
Leverandørgjeld	18116	26720	23393	19246	19834
Betalbar skatt	108522	53271		1980	
Lån	10000	11000	16500	45667	9250
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>136638</b>	<b>90991</b>	<b>39893</b>	<b>66893</b>	<b>29084</b>
Utsatt skatt	0	554	769	657	4839
Lån	110000	87098	98098	109098	125097
Annen langsiktig gjeld	2766	2164			
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>112766</b>	<b>89816</b>	<b>98867</b>	<b>109755</b>	<b>129936</b>
<b>Total gjeld</b>	<b>249404</b>	<b>180807</b>	<b>138760</b>	<b>176648</b>	<b>159020</b>
<b>Netto Eiendeler</b>	<b>208352</b>	<b>207512</b>	<b>178447</b>	<b>138953</b>	<b>123831</b>
<b>Egenkapital</b>					
Aksjekapital	304	304	304	304	271
Overkursfond	129837	129837	129837	129837	111116
Tilbakeholdt inntjening	78211	77371	48206	8812	12444
<b>Aksjonærenes totale egenkapital</b>	<b>208352</b>	<b>207512</b>	<b>178347</b>	<b>138953</b>	<b>123831</b>

Presentasjon av resultatregnskap: ”Resultatregnskap, den delen av et foretaks årsregnskap som gir oversikt over regnskapsårets inntekter og kostnader, delresultater og totalt årsresultat” (Snl resultatregnskap, 2015).

Tabell 2: Presentasjon av resultatregnskap, 31.12.2014

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Kontraktsinntekter	271971	233152	147210	75830	54963
Kompenserte utlegg	3969	3314	4800	420	
Annen inntekt	198	66	217	12	
Driftsinntekter	276138	236532	152227	76262	54963
Riggrelaterte utgifter	64178	56568	56545	42416	
Kompenserte utlegg	1157	1239	951	262	0
Administrasjonskostnader	15706	20887	11132	10918	5373
Tap på fordringer			9700		
Annet (inntekt)	-2485	-3535			
Andre utgifter	180	1900			
Avskrivninger	17912	17609	17474	15041	11995
Driftskostnader	96648	94668	95802	68637	17368
Driftsresultat	179490	141864	56425	7625	37595
Renteinntekter	161	120	19	120	119
Finansutgifter	-11861	-9507	-14129	-14023	-16188
Netto utenlandske transaksjonstap/gevinst	114	972	-238		-1070
Gevinst/tap på forward kontrakter	-294	562		2751	392
Gevinst på salg av eiendom	0	147			
Sum finansielle poster	-11994	-8825	-14110	-11152	-15677
Resultat før skatt	167790	132477	42076	-3528	17283
Skatt (utgift)	-30306	-10214	-2682	-104	-4839
Resultat	137484	122263	39394	-3632	12444
Annen resultat	0	0	0	0	0
Årsresultat	137484	122263	38407	-3632	12444

## 5.2 Reformulering av regnskapet

Regnskapsanalysen er avhengig av å bli omformulert slik at den er tilpasset den fundamentale verdsettelsen som jeg har valgt. I omgrupperingen må vi gjennom fire steg som er å "skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler, rentebærende og "rentefri" gjeld og mellom normale og unormale poster. I tillegg må en håndtere brudd på kongruensprinsippet, såkalt "dirty surplus." (Gjesdal, 2007).

### *Steg 1: Omgruppere avsatt utbytte fra rentefri gjeld til egenkapital*

Årsaken til at utbytte omgjøres er fordi fra et investorperspektiv er det ikke mulig å ha gjeld til seg selv. Som en kreditor ville dette bli regnet som kortsiktig gjeld fordi utbytte betales ut av selskapet til aksjonærene. Awilco Drilling følger IFRS standarder og det medfører at all avsatt utbytte blir direkte ført som egenkapital. Derfor er det ikke behov for å omgruppere noe utbytte.

### *Steg 2: Håndtere brudd på kongruensprinsippet ("Dirty surplus")*

Dirty surplus betyr at alle inntekter og kostnader føres direkte mot egenkapitalen. Siden Awilco Drilling fører etter IFRS blir alle inntektene og kostnadene ført i resultatregnskapet, men det finnes noen unntak som dermed kan gjøre at det blir et brudd på kongruensprinsippet ifølge regnskapsloven §4-3.

Tabell 3: Dirty surplus

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
EK 01.01	207512	178347	138953	123831	0
Totalresultat	137484	122263	38407	-3632	12444
Betalt utbytte	-136463	-93098	0	0	0
Netto kapitalinnskudd				17514	116023
<b>Dirty Surplus</b>	<b>181</b>	<b>0</b>	<b>-987</b>	<b>-1240</b>	<b>4636</b>
EK 31.12	208352	207512	178347	138953	123831

Awilco Drilling har hatt "Dirty Surplus" som var på kun 181 dollar i 2014.

### *Steg 3: Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler*

Årsaken til at man skiller ut driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler i reformuleringen av balansen og regnskapsanalysen er at investorer ønsker å vite hva som skaper verdi i selskapet og hva som ikke gjør det (Penman, 2010).

Reformuleringen av resultatregnskapet skal skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster (Penman, 2010). Det gjør man for å enkelt kunne se hvor verdiene i selskapet blir generert. Om selskapet skaper majoriteten av sine inntekter fra de driftsrelaterte postene.

For å kunne skille mellom de driftsrelaterte og finansielle postene i balansen er det viktig å kunne ha et godt innblikk i selskapets kjernevirksomhet, fordi vi skal skille de driftsrelaterte aktivitetene fra de finansielle (Penman, 2010). I den reformulerte balansen vil jeg derfor skille

netto driftsrelaterte eiendeler i en post og nettofinansielle eiendeler i den andre. Årsaken til at jeg gjennomfører denne operasjonen er at disse tallene blir brukt senere i verdsettelsen av selskapet.

Tabell 4: Reformulering av balanse

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Driftsrelaterte eiendeler	253651	248042	251026	262573	209323
Driftsrelaterte omløpsmidler	128154	87930	34570	27928	5429
<b>Sum driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>381805</b>	<b>335972</b>	<b>285596</b>	<b>290501</b>	<b>214752</b>
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2766	2718	769	657	4839
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	126638	79991	23393	21226	19834
<b>Sum driftsrelatert gjeld</b>	<b>129404</b>	<b>82709</b>	<b>24162</b>	<b>21883</b>	<b>24673</b>
<b>Netto driftseiendeler (NOA)</b>	<b>252401</b>	<b>253263</b>	<b>261434</b>	<b>268618</b>	<b>190079</b>
Finansielle eiendeler	75951	52347	16926	25100	68099
Finansiell gjeld	112766	89816	98867	109755	129936
<b>Netto finansielle eiendeler/gjeld (NFA/NFO)</b>	<b>-36815</b>	<b>-37469</b>	<b>-81941</b>	<b>-84655</b>	<b>-61837</b>
<b>Egenkapital (NOA - NFO= CSE)</b>	<b>215586</b>	<b>215794</b>	<b>179493</b>	<b>183963</b>	<b>128242</b>

Det reformulerte resultatregnskapet skal vise oss hvilke inntekter som har kommet i løpet av året fra kjernevirksomheten til selskapet og vist nedenfor.

Tabell 5: Reformulering av resultatregnskapet

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Kontraktsinntekter	271971	233152	147210	75830	54963
Kompenserte utlegg	3969	3314	4800	420	
Annen inntekt	198	66	217	12	
<b>Driftsinntekter</b>	<b>276138</b>	<b>236532</b>	<b>152227</b>	<b>76262</b>	<b>54963</b>
Riggrelaterte utgifter	64178	56568	56545	42416	
Kompenserte utlegg	1157	1239	951	262	0
Administrasjonskostnader	15706	20887	11132	10918	5373
Avskrivninger	17912	17609	17474	15041	11995
<b>Driftskostnader</b>	<b>98953</b>	<b>96303</b>	<b>86102</b>	<b>68637</b>	<b>17368</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>177185</b>	<b>140229</b>	<b>66125</b>	<b>7625</b>	<b>37595</b>
Driftsrelatert skatt	38095	30149	14217	1639	8083
<b>Netto driftsresultat etter skatt</b>	<b>139090</b>	<b>110080</b>	<b>51908</b>	<b>5986</b>	<b>29512</b>
Netto finansinntekter	126	94	15	94	93
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>138964</b>	<b>109986</b>	<b>51893</b>	<b>5891</b>	<b>29419</b>

Netto finanskostnad	-11861	-9379	-13447	-14030	-16188
<b>Nettoreultat til egenkapitalen</b>	<b>127103</b>	<b>100607</b>	<b>38446</b>	<b>-8139</b>	<b>13231</b>
<b>Netto finansielle kostnader/inntekter</b>	<b>-11735</b>	<b>-9285</b>	<b>-13432</b>	<b>-13936</b>	<b>-16095</b>
<b>Skatteeffekt</b>	<b>-2523</b>	<b>-1996</b>	<b>-2888</b>	<b>-2996</b>	<b>-3460</b>
<b>Netto finansielle kostnader/inntekter etter skatt</b>	<b>-9212</b>	<b>-7289</b>	<b>-10544</b>	<b>-10940</b>	<b>-12634</b>
Unormalt netto driftsresultat	2627	-45	-8927	-973	3639
Unormalt netto finansresultat	89	663	-722	2068	-840
<b>Fullstendig nettoreultat til EK</b>	<b>124387</b>	<b>99989</b>	<b>48095</b>	<b>-9234</b>	<b>10432</b>
Netto utbetalt utbytte	-136463	-93098			
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>-12076</b>	<b>6891</b>	<b>48095</b>	<b>-9234</b>	<b>10432</b>

#### Steg 4: Unormale og normale poster

De unormale postene skilles ut for å få et mer riktig bilde av fremtidsregnskapet som skal utarbeides senere i oppgaven og for å analysere forholdstall. Awilco Drilling er underlagt Storbritannia sitt skattesystem og hadde en skattesats på 21,5% i 2014. Denne har riktignok vært noe høyere tidligere da Storbritannia har nedjustert selskapsskatten hvert år siden 2010. Oppgaven tar uansett utgangspunkt i 21,5% skattesats i utarbeidelsen av netto unormalt drift- og finansresultat.

Tabell 6: Unormalt driftsresultat

	2014	2013	2012	2011	2010
Unormale driftsinntekter	2485	1855	1548		
Andre unormale utgifter		-1900	-9700	0	0
<b>Unormalt driftsresultat før skatt</b>	<b>2485</b>	<b>-45</b>	<b>-8152</b>		
Driftsrelatert Dirty Surplus	181	0	-987	-1240	4636
Unormal skatt	39	0	-212	-267	997
<b>Unormalt netto driftsresultat</b>	<b>2627</b>	<b>-45</b>	<b>-8927</b>	<b>-973</b>	<b>3639</b>

Andre unormale utgiftene gjelder tap på kundefordringer i 2012.

Andre unormale utgifter dreier seg om et oppgjør av et rettslig krav i 2013.

Unormale driftsinntekter er relatert til en forsikringsutbetalinger i 2012, 2013. I 2014 gjaldt dette oppgjør av et rettslig krav i favør Awilco Drilling.

Tabell 7: Unormalt finansresultat

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Unormale finansinntekter	705	972	82	5056	392
Unormale finanskostnader	-591	-128	-1002	-2421	-1462
<b>Unormalt finansresultat før skatt</b>	<b>114</b>	<b>844</b>	<b>-920</b>	<b>2635</b>	<b>-1070</b>
Skatt 21,5 %	25	181	-198	567	-230
<b>Netto unormalt finansresultat etter skatt</b>	<b>89</b>	<b>663</b>	<b>-722</b>	<b>2068</b>	<b>-840</b>

De finansrelaterte unormale postene gjelder aksjonærlånsgebyr og tap på valutatransaksjoner i 2012. Det normale finansresultatet vil dermed kun være inntekter og kostnader knyttet til renter på pengebeholdning og lån.

De unormale finansinntektene og kostnadene dreier seg om tap på utenlandske forward kontrakter og valutatransaksjoner.

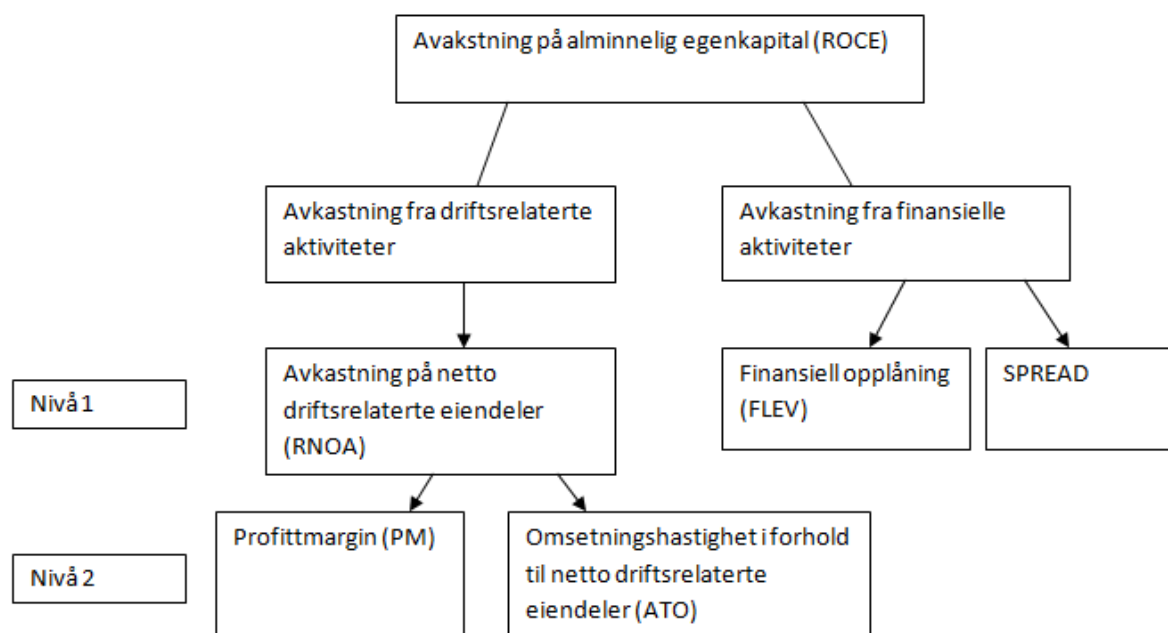
Det unormale finansresultatet etter skatt har jeg utarbeidet for ordens skyld, men vil ikke bli tatt med videre i vekstanalysen da finansresultatet ikke er kjernevirksomheten til Awilco Drilling.

Nå når vi har funnet de driftsrelaterte postene som er unormale kan jeg igjen lage et kjernedriftsresultat. Alle unormale driftsrelaterte poster kan derfor anses som null verdt for selskapet i kjernedriftsresultatet senere i i fremtidsregnskapet, siden disse vil lage støy om jeg skal regne med disse videre i verdsettelsen.

### 5.3 Lønnsomhetsanalyse:

Analysen av driverne til avkastningen på egenkapitalen (ROCE) kalles for lønnsomhetsanalyse (Penman, 2010). De direkte driverne til ROCE er avkastningen på de driftsrelaterte eiendelene, finansiell opplåning og SPREAD som illustrert på figur 21. Dette er derfor driverne markert i nivå 1. På nivå 2 skal jeg ta for meg driverne til RNOA som er profittmarginen (PM) og omsetningshastigheten i forhold til netto driftsrelaterte eiendeler (ATO). Samtlige drivere skal jeg analysere og sammenligne med gjennomsnittstallene til selskaper i samme bransje fra 1963-1996 som er hentet fra "Financial statement analysis and security valuation" (Penman, 2010). Dette gjør jeg for å kunne si noe om hvor god lønnsomhet Awilco Drilling har i forhold til hva som er normalt i bransjen.





Figur 21: Drivere til ROCE, (Penman 2010)

Øverst i tabell 8 vises alle tall jeg har benyttet meg av i utarbeidelsen av de ulike driverne til ROCE. Nederst er driverne representert som fra nå av jeg kaller for nøkkeltall.

Tabell 8: Utarbeidelse av nøkkeltall

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Driftsresultat etter skatt	137484	122263	38407	-3632	12444
Kontraktsinntekter (salgsinntekter)	271971	233152	147210	75830	54963
Netto finansielle kostnader/inntekter etter skatt	-9212	-7289	-10544	-10940	-12634
<b>IB netto driftsrelaterte eiendeler (NOA 0)</b>	<b>253263</b>	<b>261434</b>	<b>268618</b>	<b>190079</b>	<b>190079</b>
UB netto driftsrelaterte eiendeler (NOA 1)	252401	253263	261434	268618	190079
<b>Gjennomsnittlig NOA</b>	<b>252832</b>	<b>257348,5</b>	<b>265026</b>	<b>229348,5</b>	<b>190079</b>
IB Netto finansiell gjeld/eiendeler (NFO/NFA)0	-37469	-81941	-84655	-61837	-61837
UB Netto finansiell gjeld/eiendeler (NFO/NFA)1	-36815	-37469	-81941	-84655	-61837
<b>Gjennomsnittlig (NFO/NFA)</b>	<b>-37142</b>	<b>-59705</b>	<b>-83298</b>	<b>-73246</b>	<b>-61837</b>
IB egenkapital (CSE 0)	215794	179493	183963	128242	128242
UB egenkapital (CSE 1)	215586	215794	179493	183963	128242
<b>Gjennomsnittlig CSE</b>	<b>215690</b>	<b>197643,5</b>	<b>181728</b>	<b>156102,5</b>	<b>128242</b>
<b>Nøkkeltall</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
RNOA	0,544	0,475	0,145	-0,016	0,065
FLEV	-0,172	-0,302	-0,458	-0,469	-0,482
ROCE	0,407	0,295	0,020	-0,078	-0,065
PM	0,506	0,524	0,261	-0,048	0,226

SPREAD	0,792	0,597	0,272	0,134	0,270
ATO	1,076	0,906	0,555	0,331	0,289
RNFO	0,248	0,122	0,127	0,149	0,204

Avkastning på allminnelig egenkapital er gitt ved:  $ROCE = \text{Fullstendig nettoresultat} / \text{Gjennomsnittlig CSE} = RNOA + [FLEV * SPREAD] = (PM * ATO) + [FLEV * (RNOA - NBC)]$

Tabell 9: Avkastning på alminnelig egenkapital, ROCE

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
FLEV	-0,172	-0,302	-0,458	-0,469	-0,482
RNOA	0,544	0,475	0,145	-0,016	0,065
SPREAD	0,792	0,597	0,272	0,134	0,270
ROCE	40,8 %	29,5 %	2,0 %	-7,9 %	-6,5 %

Avkastningen på alminnelig egenkapital har tatt seg kraftig opp til 29,5% i 2013 og 40,8% i 2014. Dette kan vi se skyldes kraftig økning i driftsresultatet etter skatt siden gjennomsnittlig CSE ikke har hatt den samme økningen i samme periode. Den gjennomsnittlige ROCE i oljebransjen ligger på 9,1% som betyr at Awilco Drilling har svært høy ROCE i forhold til bransjen.

Avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler:  $RNOA = \text{Driftsresultat} / \text{Gjennomsnittlig NOA}$

Tallet sier oss hvor mye selskapet klarer å oppnå i driftsresultat etter skatt når vi sammenligner med hvor mye verdier selskapet har knyttet opp i de driftsrelaterte eiendelene.

Tabell 10: Avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler, RNOA

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Driftsresultat etter skatt	137484	122263	38407	-3632	12444
Gjennomsnittlig NOA	252832	257348,5	265026	229348,5	190079
RNOA	54,4 %	47,5 %	14,5 %	-1,6 %	6,5 %

Awilco Drilling har de to siste årene hatt en veldig god RNOA der driftsresultatet utgjør omtrent halvparten av de driftsrelaterte eiendelene. I oljebransjen er den gjennomsnittlige

avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler på 8,3%. Awilco Drilling sin avkastning på netto driftsrelatert eiendeler er dermed 46,1% høyere enn gjennomsnittet.

Finansiell gjeldsgrad:  $FLEV = \text{Gjennomsnittlig NFO} / \text{Gjennomsnittlig CSE}$

Dette tallet sier oss hvor stor del av de netto drifterelaterte eiendelene som er finansiert ved at selskapet enten har lånt penger eller om de eier selv gjennom egenkapital. (Penman, 2010)

**Tabell 11: Finansiell gjeldsgrad, FLEV**

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Gjennomsnittlig NFO	37142	59705	83298	73246	61837
Gjennomsnittlig CSE	215690	197643,5	181728	156102,5	128242
FLEV	17,2 %	30,2 %	45,8 %	46,9 %	48,2 %

Fra 2010 til 2012 var FLEV på det høyeste av dem fem årene. Dette betyr da at selskapet hadde finansiert nesten halvparten av sine netto driftsrelaterte eiendeler i form av gjeld. Dette forholdstallet har de fått kraftig ned og helt ned til 17,2% i 2014 som betyr at en mindre andel av netto driftsrelaterte eiendeler er finansiert med gjeld og istedenfor en større andel egenkapital.

Den gjennomsnittlige FLEV for oljebransjen er på 39,5% (0,395) og dermed har Awilco Drilling klart å få dette forholdstallet godt ned i forhold til hva som er vanlig i bransjen.

SPREAD:  $SPREAD = RNOA + RNFO$

En av de direkte verdidriverne til ROCE på nivå 1 er SPREAD.

**Tabell 12: Spread**

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
RNOA	0,544	0,475	0,145	-0,016	0,065
RNFO	0,248	0,122	0,127	0,149	0,204
SPREAD	79,2 %	59,7 %	27,2 %	13,3 %	26,9 %

For å finne SPREAD må jeg også finne RNFO.

RNFO: Netto finansielle kostnader/ Gjennomsnittlig NFO

Tabell 13: RNFO

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Netto finansielle kostnader/inntekter etter skatt	-9212	-7289	-10544	-10940	-12634
Gjennomsnittlig (NFO/NFA)	-37142	-59705	-83298	-73246	-61837
RNFO	24,8 %	12,2 %	12,7 %	14,9 %	20,4 %

Profittmargin:  $PM = \text{Driftsresultat etter skatt} / \text{Salgsinntekter}$  (Penman, 2010)

Dette nøkkeltallet sier oss hvor mye selskapet sitter igjen med av all omsetning. Om prosenttallet er høyt betyr det at selskapet har lave kostnader i forhold til inntekter og sitter igjen med en stor andel av hva de omsatte for.

Tabell 14: Profittmarginen (PM)

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Driftsresultat etter skatt	137484	122263	38407	-3632	12444
Kontraktsinntekter (salgsinntekter)	271971	233152	147210	75830	54963
Profittmargin	50,6 %	52,4 %	26,1 %	-4,8 %	22,6 %

Profittmarginen til Awilco Drilling har de 2 siste årene økt til over 50% som betyr at over halvparten av all inntekt som de har sitter de igjen med etter skatt. Profittmarginen i oljebransjen i gjennomsnitt ligger på 13% og her er også Awilco Drilling langt over gjennomsnittet.

Omsetningshastighet i forhold til netto driftsrelaterede eiendeler (ATO):  $ATO = \text{Salgsinntekter} / \text{Gjennomsnittlig NOA}$

Dette tallet gir oss forholdstallet mellom hvor mye selskapet omsetter for, om vi sammenligner med verdiene som er knyttet opp i driftsrelaterede eiendeler. Om tallet er 1 betyr dette at selskapet omsetter for like mye som det de driftsrelaterede eiendelene er verdt og et høyt tall er positivt.

Tabell 15: Eiendelenes omløpshastighet (ATO)

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Kontraktsinntekter (salgsinntekter)	271971	233152	147210	75830	54963
Gjennomsnittlig NOA	252832	257348,5	265026	229348,5	190079
Asset turnover	107,6 %	90,6 %	55,5 %	33,1 %	28,9 %

I 2013 Awilco Drilling var 10% unna å tjene like mye som det verdiene av sine driftsrelaterte eiendeler var og anses som svært godt. I 2014 presterte å tjene 7,6% mer enn deres egne driftsrelaterte eiendeler var verdt. Sett i forhold til andre selskaper i oljebransjen er den gjennomsnittlige ATO 0,57 så Awilco Drilling ligger godt over gjennomsnittet (Penman, 2010).

## 5.4 Vekstanalyse:

En godkjent mål på vekst, er veksten i superprofitten eller residualinntekten (ReOI) (Penman, 2010). Dette betyr at all form for avkastning over avkastningskravet på total kapitalen blir en superprofitt for selskapet. I vekstanalysen skal jeg både utarbeide kjernedriftsregnskapet og bruke dette kjernedriftsregnskapet til å analysere lønnsomheten gjennom veksten. Siden jeg skal verdsette selskapet ved bruk av den driftsrelaterte superprofittmetoden ønsker jeg å analysere driverne til avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler (RNOA). Driverne til RNOA er som vist på figur 21 profittmarginen, og omsetningshastigheten i forhold til netto driftsrelaterte eiendeler.

### 5.4.1 Kjernedriftsregnskapet:

For at vi skal unngå inntekter og kostnader som er unormale og som gir uheldige utslag videre i fremtidregnskapet skal jeg sette opp et kjernedriftsregnskap. Disse tallene er de som kommer til å bli brukt videre i verdsettelsen fordi de gjenspeiler driften til Awilco Drilling på best mulig måte uten enkelthendelser i noen år. Enkelthendelser er riktignok noe som kan dukke opp med jevne mellomrom i regnskapet, men er ikke med på å definere Awilco Drilling sin kjernevirksomhet og derfor utelukkes dette.

Tabell 16: Kjernerdriftregnskap

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Kontraktsinntekter	271971	233152	147210	75830	54963
Kompenserte utlegg	3969	3314	4800	420	
Annen inntekt	198	66	217	12	
<b>Kjerne driftsinntekter</b>	<b>276138</b>	<b>236532</b>	<b>152227</b>	<b>76262</b>	<b>54963</b>
Riggrelaterte utgifter	64178	56568	56545	42416	
Kompenserte utlegg	1157	1239	951	262	0
Administrasjonskostnader	15706	20887	11132	10918	5373
Avskrivninger	17912	17609	17474	15041	11995
<b>Kjerne Driftskostnader</b>	<b>98953</b>	<b>96303</b>	<b>86102</b>	<b>68637</b>	<b>17368</b>
Kjerne driftsresultat	177185	140229	66125	7625	37595

Kjerne driftsrelatert skatt	38095	30149	14217	1639	8083
<b>Netto kjerne driftsresultat etter skatt</b>	<b>139090</b>	<b>110080</b>	<b>51908</b>	<b>5986</b>	<b>29512</b>
Unormalt netto driftsresultat	2627	-45	-8927	-973	3639
<b>Fullstendig driftsresultat</b>	<b>141717</b>	<b>110035</b>	<b>42981</b>	<b>5013</b>	<b>33151</b>

Driverne av veksten i superprofitt vil være veksten i ROCE og CSE. Derfor vil jeg videre i vekstanalysen bruke kjernedriftsregnskapet til å undersøke hvilke kjernedrivere som har størst betydning for ROCE. Siden jeg kommer til å bruke veksten i ReOI kommer jeg til å undersøke hva som utgjør de største endringene i RNOA som er en av driverne i ReOI. ReOI vil bli forklart nærmere

#### 5.4.2 Vekst gjennom lønnsomhet

Nå som kjernedriftsregnskapet er funnet kan man analysere hvor driverne til veksten ligger. Innledningsvis i lønnsomhetsanalysen ble det gått inn på alle driverne av RNOA som var profittmarginen, og omsetningshastigheten i forhold til netto driftsrelaterte eiendeler. Disse skal jeg nå se nærmere på hvem som tilfører mest verdi på de netto driftsrelaterte eiendelene. I tillegg vil jeg også se på hvilken effekt endringen unormale poster delt på netto driftsrelaterte eiendeler har på RNOA.

Tabell 17: Analyse av veksten gjennom lønnsomhet

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Kontraktsinntekter	271971	233152	147210	75830	54963
Netto kjerne driftsresultat etter skatt	139090	110080	51908	5986	29512
Unormalt netto driftsresultat	2627	-45	-8927	-973	3639
Gjennomsnittlig NOA	252832	257348,5	265026	229348,5	190079
Gjennomsnittlig (NFO/NFA)	-37142	-59705	-83298	-73246	-61837
<hr/>					
ATO	1,08	0,91	0,56	0,33	0,29
FLEV	-0,17	-0,30	-0,46	-0,47	-0,48
SPREAD	-3,45	-1,93	-0,33	0,20	0,00
<hr/>					
<b>Vekstanalyse</b>					
Kjerne PM	51,14 %	47,21 %	35,26 %	7,89 %	53,69 %
Endring kjerne PM	3,93 %	11,95 %	27,37 %	-45,80 %	
Endring ATO	16,97 %	35,05 %	22,48 %	4,15 %	
Unormalt netto driftsresultat/NOA	1,04 %	-0,02 %	-3,37 %	-0,42 %	1,91 %
Endring unormalt netto driftsresultat/NOA	1,06 %	3,35 %	-2,94 %	-2,34 %	
Endring RNOA som følge av endring i kjerne PM	3,56 %	6,64 %	9,05 %	-13,24 %	

Endring RNOA som følge av endring i ATO	8,68 %	16,55 %	7,93 %	0,33 %	
Endring RNOA som følge av endring i UI/NOA	-7,87 %	8,62 %	7,60 %	0,33 %	
<b>Endring RNOA</b>	<b>4,37 %</b>	<b>31,81 %</b>	<b>24,58 %</b>	<b>-12,59 %</b>	
FLEV * SPREAD	59,47 %	58,17 %	15,33 %	-9,33 %	-0,15 %
Endring i FLEV * SPREAD	1,30 %	42,84 %	24,67 %	-9,19 %	
<b>Endring i ROCE</b>	<b>5,67 %</b>	<b>74,65 %</b>	<b>49,24 %</b>	<b>-21,78 %</b>	
<b>Vekst i alminnelig egenkapital (CSE)</b>					
Endring i salgsinntekter	38819,0	85942,0	71380,0	20867,0	
1/ATO	0,93	1,10	1,80	3,02	3,46
Endring i 1/ATO	-0,17	-0,70	-1,22	-0,43	
Endring gjennomsnittlig NFO	22563,0	23593,0	-10052,0	-11409,0	
Endring CSE pga endring i kontraktsinntekter	42846,6	154850,5	215889,4	72164,5	
Endring i CSE som følge av endring i 1/ATO	-47427,6	-162751,5	-179994,7	-32895,0	
Endring i CSE som følge av endring i NFO	22563,0	23593,0	-10052,0	-11409,0	
<b>Endring CSE</b>	<b>17982,0</b>	<b>15691,9</b>	<b>25842,7</b>	<b>27860,5</b>	

$$\Delta RNOA_t = (\Delta Normal PM_t \times ATO_{t-1}) + (\Delta ATO_t \times Normal PM_t) + \Delta \left( \frac{Unormale poster}{Gjennomsnittlig NOA} \right)$$

Formelen ovenfor viser sammenhengen mellom driverne av RNOA (Penman, 2010). Om jeg deler opp disse leddene finner jeg gjennom de fem årene med historiske data følgende: Den totale endringen på RNOA fra kjerneprofittmarginen er på 6,01%, endringen fra omsetningshastigheten i forhold til netto driftsrelaterte eiendeler er på 33,49%, og endringen av unormale poster delt på netto driftsrelaterte eiendeler på 8%. Den største endringen skjer derfor av endringen i omsetningshastigheten i forhold til netto driftsrelaterte eiendeler som sier oss at Awilco Drilling er dyktigst til å bedre sin evne til å tjene penger på sine driftsrelaterte eiendeler. Awilco Drilling har dermed klart å generere totalt 33% mer i omsetning i forhold til verdiene av sine driftsrelaterte eiendeler i samme periode fra 2010 til 2015.

## 5.5 Risikoanalyse:

For at selskapet skal kunne tåle nedturer og dårligere tider i markedet er det viktig og analysere hvor god evne selskapet har til å betale ned kortsiktig gjeld, og hvor godt rustet de er til å eventuelt ta tap. Dette kan jeg se nærmere på ved å foreta en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse. Likviditetsanalysen skal vise oss likviditetsgraden som igjen forteller oss hvor godt selskapet klarer å nedbetale kortsiktig gjeld om dette skulle bli nødvendig.

Soliditetsanalysen skal gi oss en gjeldsgrad som forteller oss forholdet mellom gjeld og egenkapital. Den skal også gi oss en egenkapitalandel som forteller oss hvor mye av selskapet som er finansiert av aksjonærene (Tellefsen & Langli, 2005). Dette forholdet gir en indikasjon til långiverne om selskapets økonomiske situasjon og en lav gjeldsgrad og høy egenkapitalandel kan gjøre det attraktivt for långivere å låne selskapet penger. Dette er igjen positivt for selskapet fordi da blir også renten de skal betale på lånene sine også mindre, siden det også er mindre risiko for långiverne.

### 5.5.1 Likviditetsanalyse

Når jeg skal foreta en likviditetsanalyse er det mest vanlig å se på likviditetsgrad 1 og 2. Denne skal vise oss hvor god betalingsevne selskapet har. Årsaken til at vi også tar med likviditetsgrad 2 i tillegg til likviditetsgrad 1 er at vi ønsker å se på de aller mest likvide omløpsmidlene i tilfelle "bare omløpsmidlene" ikke er enkle nok å konvertere for selskapet og dermed ikke er i stand til å betale den kortsiktige gjelden på en god måte. En uskreven regel er at likviditetsgrad 1 bør ligge på over 2, og likviditetsgrad 2 helst bør være høyere enn 1 (Kristoffersen, T. 2008). Dette betyr at selskapet bør ha dobbelt så mye likvide midler som de har i kortsiktig gjeld og er dermed i god stand til å kunne nedbetale denne gjelden. Disse tallene skal være til hjelp for selskapet for å enkelt kunne se hvilke finansielle endringer de eventuelt bør gjøre for at selskapet skal være bedre rustet til å betale uforutsigbare kostnader.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

(Tellefsen, J. T., & Langli, J. C. 2005)



Tabell 18: Likviditetsgrad 1 og 2

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Omløpsmidler	163345	140277	66181	53027	73528
Likvide omløpsmidler	75951	52347	16926	25100	67707
Kortsiktig gjeld	136638	90991	39893	66893	29084
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>1,195458</b>	<b>1,541658</b>	<b>1,658963</b>	<b>0,792714</b>	<b>2,528125</b>
<b>Likviditetsgrad 2</b>	<b>0,555856</b>	<b>0,575299</b>	<b>0,424285</b>	<b>0,375226</b>	<b>2,327981</b>

Awilco Drilling har likviditetsgrad 1 som har variert fra det laveste i 2011 på 0,8 og på det høyeste 2,5. I 2014 har likviditetsgrad 1 ligget på 1,19 som er under det som er anbefalt. Årsaken til dette kommer av at selskapet har en stor del utsatt skatt som blir regnet som kortsiktig gjeld og dermed trekker likviditetsgraden ned. Likviditetsgrad 2 har de fire siste årene ligget omtrent mellom 0,4 og 0,6 som betyr at den kortsiktige gjelden overstiger de mest likvide midlene selskapet har stående. Dette er for begge likviditetsgrader under de anbefalte nivåene og kan være en indikasjon på at selskapet enten bør øke sine omløpsmidler eller redusere kortsiktig gjeld i fremtiden.

### 5.5.2 Soliditetsanalyse

Ved å gjennomføre en soliditetsanalyse kan man se nærmere på hvordan selskapet er i stand til å tåle en lengre periode med dårlige tider. Måten det gjøres på er å sammenligne forholdet til egenkapitalen med gjelden, og totalkapitalen.

Først ser vi på gjeldsgraden til selskapet som sier hvor mye gjeld vi har i forhold til egenkapitalen. Jo lavere dette forholdstallet er, desto bedre er det for bedriften (Kristoffersen, T. 2008).

Tabell 19: Gjeldsgrad

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Total gjeld	249404	180807	138760	176648	159020
Egenkapital	215586	215794	179493	183963	128242
<b>Gjeldsgrad</b>	<b>1,156865</b>	<b>0,837869</b>	<b>0,773066</b>	<b>0,960237</b>	<b>1,239999</b>

Awilco Drilling hadde i 2014 en gjeldsgrad på 1,16. Som en sammenligning hadde alle offentlig eide, ikke finansielle foretak en gjeldsgrad på 1,22 som er noe høyere (SSB gjeldsgrad 2013). Dette er en indikasjon på at Awilco Drilling sine tall ikke er langt utenfor hva som er normalen og til og med litt lavere.

Egenkapitalandelen viser oss hvor stor del av alle verdier i selskapet som er finansiert av eierne (Tellefsen& Langli, 2005) Desto høyere egenkapitalandelen er, desto bedre er det for selskapet da det indirekte betyr at mer av selskapet er eid av eierne og ikke finansiert av gjeld.

Tabell 20: Egenkapitalandel

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
<b>Egenkapital</b>	<b>215586</b>	<b>215794</b>	<b>179493</b>	<b>183963</b>	<b>128242</b>
Driftsrelaterte eiendeler	381805	335972	285596	290501	214752
Finansielle eiendeler	75951	52347	16926	25100	68099
<b>Totalkapital</b>	<b>457756</b>	<b>388319</b>	<b>302522</b>	<b>315601</b>	<b>282851</b>
<b>Egenkapitalandel</b>	<b>0,470963</b>	<b>0,555713</b>	<b>0,593322</b>	<b>0,582897</b>	<b>0,453391</b>

Awilco Drilling har en egenkapitalandel på 0,47 i 2014 og betyr at omtrent halvparten av selskapet er finansiert av eierne av selskapet. De gjennomsnittlige tallene for alle børsnoterte selskaper i Norge ligger på 0,402 (SSB egenkapitalandel 2014) og dermed ligger Awilco Drilling over normalen. Hvilken egenkapitalandel som er akseptabelt for et selskap vil også variere fra bransje til bransje, men jo høyere jo bedre fordi det betyr at mer av selskapet er eid av aksjonærene selv og ikke er finansiert av lån.

## 6 Beregning av avkastningskrav

For å kunne bruke superprofittmodellen må jeg finne ”*weighted average cost of capital*” (WACC) som på norsk er avkastningskravet på totalkapitalen. Denne skal brukes senere i utregningen av selskapsverdien (Penman, 2010). Avkastningskravet til totalkapitalen er et annet ord for hva en investor kunne fått i avkastning, om han hadde plassert pengene i noe annet med den samme risikoen. Beregningen er langt ifra basert på eksakt vitenskap, men er en blanding av sunn fornuft og skjønn (Gjesdal & Johnsen, 1999). For at jeg skal finne WACC trenger jeg avkastningskrav til egenkapitalen, avkastningskrav til gjelden, skattesatsen til selskapet, markedsverdien til selskapet og selskapets totale gjeld, og disse vil bli presentert og utregnet videre i kapitlet. Når jeg har funnet disse verdiene skal jeg regne ut WACC som vil bli benyttet senere i oppgaven.

### 6.1 Avkastningskravet til egenkapitalen:

For å finne avkastningskravet til egenkapitalen ønsker jeg å benytte kapitalverdimodellen (CAPM) (Boye & Koekebakker, 2006). Før vi kan finne avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp CAPM må vi ha noen flere verdier som vi først må finne. Dette er den risikofrie renten, selskapsspesifikk risikofaktor (betaverdi) og markedets risikopremie som vist i formelen under. Når jeg har funnet disse vil jeg regne ut avkastningskravet til egenkapitalen.

$$E(R_j) = R_F + \beta_j [E(R_M) - R_F]$$

$E(R_j)$  = Forventet avkastning til egenkapitalen

$R_F$  = Risikofri rente

$E(R_M)$  = Markedets risikopremie

$\beta_j$  = Selskapsspesifikk risikofaktor, (betaverdien) til selskapet, denne er gitt ved:

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_M)}{Var(R_M)} \quad (\text{Boye \& Koekebakker})$$

### 6.1.1 Den risikofrie renten:

Skal forestille den renten du ville ha fått om du hadde plassert pengene dine i det aller sikreste alternativet som finnes. Investeringen er helt risikofri dersom det ikke er noen mulighet for konkurs (Damodaran, 2002). Dette er i praksis ansett som helt umulig da absolutt alle land og bedrifter i prinsippet kan gå konkurs og dermed vil ikke renten lenger være risikofri. Det nærmeste man kommer anser jeg å kjøpe statsobligasjoner i et stabilt økonomisk land uten krig. Det er videre naturlig å benytte den renten man hadde fått om man hadde kjøpt statsobligasjoner i et land hvor selskapet også har mulighet til å investere. Awilco Drilling har tidligere utstedt obligasjoner i Norge på Oslo Børs og er børsnotert i Norge så jeg ønsker derfor å bruke en risikofri rente med utgangspunkt i Norges tiårige statsobligasjoner. Tiårige obligasjoner benytter Penman (2010) seg av og det er vanlig å benytte seg av tiårige statsobligasjoner da disse er mer stabile enn kortere tidsperioder som for eksempel de fem-årige eller tre-årige. En undersøkelse utført av PWC viser at 50% av respondentene som er hentet fra det norske næringslivet sier de ville ha benyttet seg av en risikofri rente hentet fra tiårige statsobligasjoner og støtter også opp under at dette er riktig å bruke. Den risikofrie renten blir dermed satt med utgangspunkt i mars sin gjennomsnittlige risikofrie rente på 1,54% og runder av enkelthets skyld opp til 1,6% (Norges bank, 2015).

### 6.1.2 Markedets risikopremie:

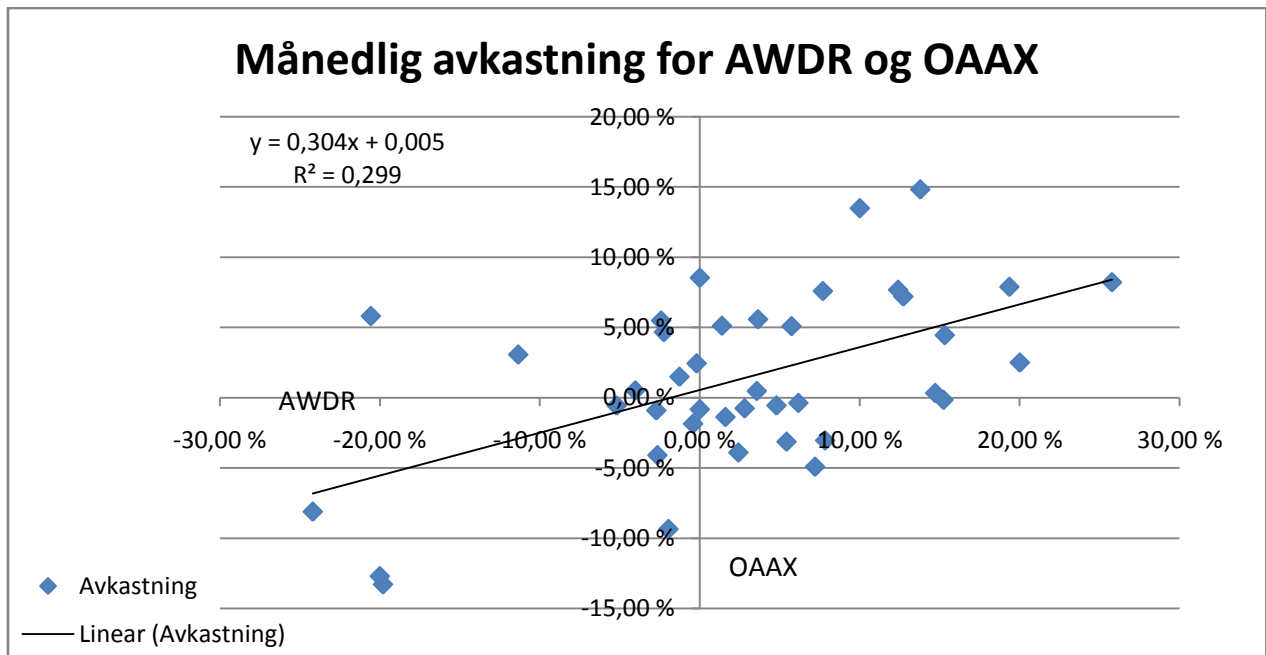
For at en investor skal ønske å ta en høyere risiko må også investoren kompenseres deretter med en premie. Dette kalles en markedspremie og er all den avkastningen investoren får utover det investoren ville fått ved å plassere pengene til en risikofri rente. Totalt kalles dette for markedets risikopremie. Oslo Børs har fra 1967-1998 gitt en årlig meravkastning på 6,2% som kan sees på som markedets risikopremie. Det fremtidige normalnivået etter 1999 vil sannsynligvis være lavere da mindre variasjon i børsens likviditet, inflasjon og generelt bedre kapitaliserte selskaper vil redusere markedspremien (Gjesdal & Johnsen, 1999). Dette er riktignok 15 år gamle data, men er basert på 32 år med historisk avkastning så et godt utgangspunkt for å fastsette vår markedsrisikopremie da verden ikke har endret seg drastisk etter dette selv om vi har vært gjennom en finanskrisen og hatt kraftige opp og nedturen i aksjemarkedene. En undersøkelse utført av PWC viser også at 41% av respondentene som er hentet fra det norske næringslivet sier de ville ha benyttet seg av en markedsrisikopremie på 5% (PWC, 2014). Jeg velger på bakgrunn av dette å ta utgangspunkt i en markedsrisikopremie på 5%

### 6.1.3 Selskapsspesifikk risiko:

Betaverdien er den selskapsspesifikke risikoen, også kalt systematisk risiko, og et mål på hvor mye aksjen korrelerer i forhold til markedet. I denne betaestimeringen har jeg benyttet meg av Oslo Axess som referanseindeks siden Awilco Drilling er notert her.

Estimeringen av betaverdien finner jeg ved regresjonsanalyse i excel ved hjelp av "single index model" (Boye & koekebakker). Ved hjelp av regresjonsanalysen vil man komme frem til en koeffisient (vedlegg nr.2). Koeffisienten er også kalt for stigningstallet og er representert som den lineære linjen på figuren under. Dataene jeg brukte, og regresjonsanalysen er presentert som vedlegg. Fremgangsmåten min for å utføre regresjonsanalysen var å finne 3 år med historiske sluttkurs for både Oslo Axess og Awilco Drilling fra Oslo Børs (vedlegg nr.1). Deretter plukket jeg ut månedlige observasjoner for å kunne sammenligne den månedlige avkastningen på Oslo Axess med den månedlige avkastningen til Awilco Drilling. Boye og koekebakker anbefaler å bruke 5 år med historiske tall, men de historiske observasjonene fra Awilco Drilling tidligere enn 01.02.2012 manglet flere dager med kurshistorikk. Derfor valgte jeg å benytte meg av ca 3 år med datahistorikk så det ikke forekomme unøyaktigheter. Deretter utførte jeg regresjonanalysen i excel og kom fram med et stigningstall fra analysen på 0,986 som betyr at betaen er 0,986. Dette vil også være den betaen jeg bruker videre i kapitalverdimodellen for å finne avkastningskravet til egenkapitalen.

Tabell 21: Betaestimering



Figuren ovenfor viser alle de månedlige avkastningspunktene mellom Awilco Drilling og Oslo Axess. Stigningstallet til linjen på bildet er det betæen vår er. Om betæverdien til Awilco Drilling er 1 betyr dette at selskapet svinger prosentvis like mye som det Oslo Axess gjør. Om betæen er lavere enn 1 vil aksjekursen svinge prosentvis mindre enn Oslo Axess og det motsatte gjelder om betæen er høyere.

*Utrekning av avkastningskravet til egenkapitalen:*

Etter å ha funnet verdiene på både markedets risikopremie, den risikofrie renten og betæen til selskapet kan vi nå komme fram til avkastningskravet på egenkapitalen:

$$r_E = 1,6\% + 0,986 * (5\% - 1,6\%)$$

$$r_E = \underline{4,95\%}$$

Vi har nå funnet avkastningskravet på egenkapitalen som er et av leddene vi trenger i utregningen av WACC.

## 6.2 Avkastningskravet til gjelden:

Avkastningskravet til gjelden er gitt ved hvor mye selskapet betaler prosentvis netto på sin gjeld. For at vi skal kunne komme fram til avkastningskravet til gjelden må vi gå igjennom samtlige av netto finansielle obligasjoner, inkluder preferanseaksjer og finansielle eiendeler (Penman, 2010). Selskapet informerer i den siste årsrapporten at de betaler netto 7% årlig rente på all sin gjeld som så dermed vil avkastningskravet til gjelden bli 7%. (AWDR Annual Report, 2014).

## 6.3 Markedsverdien på egenkapitalen:

Markedsverdien på egenkapitalen vil i Awilco Drilling sitt tilfelle være hva markedet har prissatt selskapet til på Oslo Axxess per den 30.12.2014. Sluttkursen denne datoen var på 78 kroner per aksje og om vi multipliserer med antall aksjer selskapet har finner vi markedsverdien på egenkapitalen:

$$78 * 30031500 = 2342457000 \text{ kroner.}$$

## 6.4 Markedsverdien på gjelden/selskapets totale gjeld:

Markedsverdien på gjelden er gitt ved hvilken verdi selskapet har bokført gjelden sin til i årsregnskapet per 30.12.2014. Selskapets totale rentebærende gjeld finner vi i årsregnskapet for 2014 og er på 112766000 dollar. Omregnet i norske kroner med dollarkurs 7,47 tilsvarer dette en gjeld på 842362020 kroner.

## 6.5 Avkastningskravet på totalkapitalen:

Modellen er basert på å finne en vektning mellom gjelden og egenkapitalen ved å benytte oss av avkastningskravet på egenkapitalen og gjeldskostnadsprosenten. Gjeldskostnaden skal i tillegg beregnes etter skatt (Penman, 2010). Vi har nå funnet alle leddene vi behøver i og med at skattesatsen tidligere i oppgaven har blitt funnet, og er på 21,5%. Under har jeg presentert formelen for WACC og forklart hva de ulike uttrykkene står for i formelen. Dermed kan vi regne nå også regne ut WACC:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times r_E + \frac{D}{E + D} \times r_D(1 - T_c)$$

WACC= avkastningskravet på totalkapitalen

$r_E$  = avkastningskravet på egenkapitalen = 4,95%

$r_D$  = avkastningskravet til gjelden = 7%

$E + D$  = markedsverdien på totalkapitalen = 3184819020

$E$  = markedsverdien på egenkapitalen = 2342457000

$D$  = selskapets totale rentebærende gjeld = 842362020

$T_c$  = Skattesats 21,5%

$$\frac{E}{E + D} = 2342457000/3184819020 = \underline{0,736}$$

$$\frac{D}{E + D} = 842362020/3184819020 = \underline{0,265}$$

Dermed har vi alt vi trenger for å finne avkastningskravet på totalkapitalen:

$$WACC = 0,736 * 0,0495 + 0,265 * 0,07 (1 - 0,215)$$

$$WACC = 0,0364 + 0,0146 = 0,051$$

Vi har nå funnet avkastningskravet på totalkapitalen som kommer til å bli diskonteringsrenten når vi skal utarbeide nåverdien av de driftsrelaterte residualinntektene i verdsettelen. Dette vil bli nøyere forklart i verdsettelen.



## 7 Fremtidsregnskap

I dette kapitlet skal jeg skal komme fram til et fremtidsregnskap, og estimere den fremtidige langsiktige veksten i verden.

Fremtidsregnskapet skal utarbeides for å få gode prognoser man kan støtte seg på i verdsettelsen. Metoden fundamental verdsettelse krever at man setter opp budsjettprognoser inn i fremtiden med tall man selv har prognostisert. Derfor er det viktig at verdsetteren har gjort grundige analyser i den strategiske analysen og regnskapsanalysen for at budsjettprognosene skal være så riktige som mulig. Disse budsjettprognosene anbefales å være fra fem til ti år (Penman, 2010). Jeg har valgt å budsjettere med fem år i mine fremtidsprognoser fordi jeg føler at markedet er i så store endringer at det ikke vil ha noen hensikt å forsøke å forutse fremtiden nøyaktig etter 2019.

Den langsiktige veksten blir viktig når vi i verdsettelsen skal regne ut en terminalverdi. Terminalverdien sier oss hvor mye selskapet er verdt i fremtiden. Grunnen til at vi gjør dette er fordi det ikke vil være mulig å budsjettere alle år i evig tid så terminalverdien blir derfor et tall på selskapets totale fremtidsverdi. Det vi trenger for å komme fram til terminalverdien er både WACC som vi fant i foregående kapittel og vi trenger den langsiktige veksten i økonomien som vi skal utarbeide på slutten av dette kapitlet. Selve terminalverdien vil riktignok bli regnet ut i verdsettelsen.

### 7.1 Utarbeidelse av fremtidsregnskap

I dette kapitlet vil utarbeidelsen av fremtidregnskapet analysere veksten i historiske kjernedriftsinntekter og kjernekostnader. Disse skal analyseres for å kunne gi gode fremtidsprognoser og dermed komme frem til fornuftige kjernedriftsresultater etter skatt. Kjernedriftsresultatene etter skatt vil bli benyttet i verdsettelsen. Den historiske veksten i netto driftsrelaterte eiendeler skal jeg også analysere for å også kunne gi gode fremtidsprognoser på verdien av selskapets driftsrelaterte eiendeler i fremtiden. Disse fremtidstallene vil også bli benyttet i verdsettelsen.

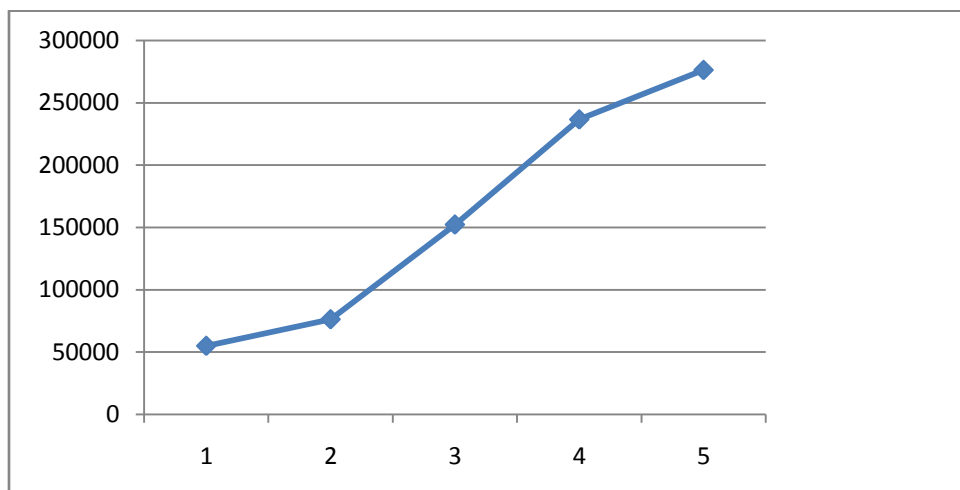
Ut ifra mine analyser i den strategiske analysen ser jeg på fremtiden til Awilco Drilling som utfordrende fremover. Om ikke selskapet klarer å få på plass nye kontrakter i et marked som er svært presset kan selskapet risikere å måtte legge en rigg i opplag fra og med desember 2015. Dette har blitt tatt i betraktning i de videre fremtidsbudsjettene når jeg skal gå igjennom veksten i de historiske tallene og forutse videre fremtidige prognoser.

## 7.1.1 Vekst i kjernedriftsinntekter

Tabell 22: Vekst i kjernedriftsinntekter

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
Kjerne driftsinntekter	276138	236532	152227	76262	54963
Vekst i kjernedriftsinntekter i %	16,74 %	55,38 %	99,61 %	38,75 %	
Snitt vekst i kjernedriftsinntekter	52,62 %				

Awilco Drilling har hatt en solid årlig vekst i kjernedriftsinntektene sine. Vi ser riktignok at veksten har avtatt noe i 2014. Grunnen til dette er fordi de fremdeles har de samme kontraktene fra 2013 og dermed har inntektene stabilisert seg noe. Majoriteten av disse kjernedriftsinntektene kommer fra kontraktsinntektene til WilHunter og WilPhoenix. Grafen nedenfor viser den kraftige årlige veksten i de fem årene.



Figur 22: Historisk vekst i kjernedriftsinntekter peresentert grafisk fra 2010 til 2014

Fremtidsprognoser av kjernedriftsinntekter illustrert i figuren under:

Tabell 23: Fremtidsprognoser av kjernedriftsinntekter

Alle tall i 1000 \$	2019e	2018e	2017e	2016e	2015e
Fremtidig vekst i kjernedriftsinntekter	1,00 %	3,00 %	-10,00 %	-45,00 %	5,00 %
Kjernedriftsinntekter	149307	147828	143523	159470	289945

År 2015: Selskapet har kontrakter på begge riggene ut 2015 og resterende ordreserver vil derfor telle maksimalt resten av 2015 om vi ser bort ifra desember der WilHunter går av

kontrakten sin. 2015 vil totalt bli et godt år for Awilco Drilling og regnskapet vil ikke bli påvirket av markedsendringer.

År 2016-2019: I 2016 vil WilHunter stå uten oppdragsgiver, og selskapet får kun inntekter fra WilPhoenix. Dette er årsaken til at inntektene har blitt budsjettert 45% lavere dette året. Den strategiske analysen viste at det ville bli økende tilgang på rigger i løpet av 2015 og 2016, i et marked som allerede begynner å få mange rigger i opplag, ser jeg på det som svært usannsynlig at Awilco Drilling vil gå rett på en ny kontrakt med det første på grunn av det store riggitilbudet fra riggselskapene som vist i den strategiske analysen.

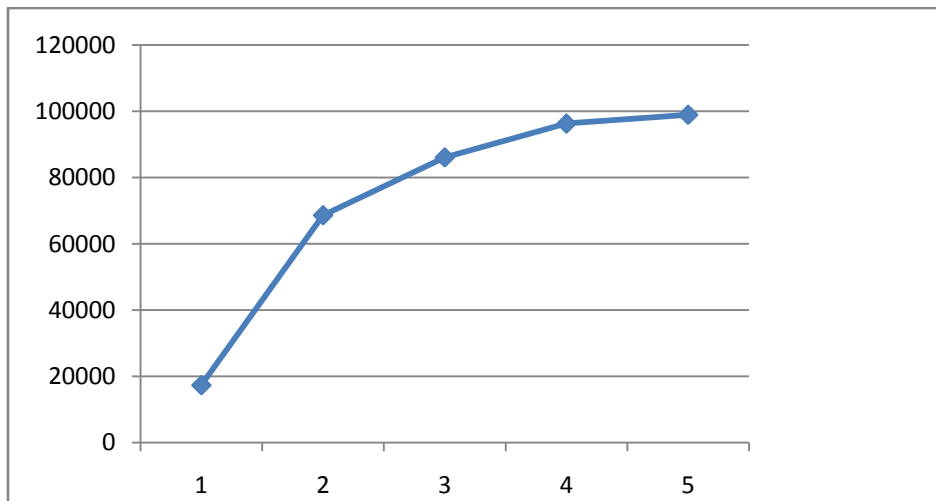
Jeg mener allikevel sjansen er tilstede for at riggen vil få flere småjobber med dagrater som dekker omtrentlige kostnader ved drift. I løpet av år 2017 kommer også WilPhoenix til å gå av sin nåværende kontrakt, men det er ennå muligheter til at opsjonen de har på 27 måneder med Apache vil bli innløst av Apache. Totalt på disse fem årene vil de fremdeles ha en rigg med gode inntekter og en rigg med kortere oppdrag av og til.

### 7.1.2 Vekst i kjernedriftskostnader

Tabell 24: Vekst i kjernedriftskostnader

År	2014	2013	2012	2011	2010
Kjernedriftskostnader	98953	96303	86102	68637	17368
Vekst i kjernedriftskostnader i %	2,75 %	11,85 %	25,45 %	295,19 %	
Snitt vekst i kjernedriftskostnader	83,81 %				

Majoriteten av kjernedriftskostnadene kommer fra kostnader forbundet med driften av riggene. Vi kan se at selskapet hadde en spesielt kraftig økning i kostnader i 2011. Når riggene kommer ut i arbeid går også driftskostnadene opp, og dette var i forbindelse med arbeid som ble utført av WilPhoenix og WilHunter med oljeselskapene AGR Petroleum Services og Nautical Petroleum (Contract signed with AGR for WilPhoenix, 2011; Contract signed with Nautical Petroleum for WilHunter, 2011).



Figur 23: Historisk vekst i kjernedriftskostnader peresentert grafisk fra 2010 til 2014

Fra og med desember 2016 når WilHunter går av sin kontrakt må selskap ta stilling til hvordan de ønsker å legge riggene sine i opplag. Som tidligere skrevet forventer jeg at selskapet kommer til å få mindre jobber på WilHunter og dermed ha majoriteten av opplagstiden i ”hot-stacking”. Derfor har jeg tatt høyde for at kostnadene til Awilco Drilling synker noe i de kommende årene, men vil holde relativt høye i forhold til om de hadde hatt begge riggene på kontrakt.

Fremtidsprognoser av kjernedriftskostnader illustrert i figuren under:

Alle tall i 1000 \$	2019e	2018e	2017e	2016e	2015e
Fremtidig vekst i kjernedriftskostnader	-2,00 %	-2,00 %	-4,00 %	-10,00 %	3,00 %
Kjernedriftskostnader	84573	86299	88060	91729	101922

Figur 24: Fremtidsprognoser av kjernedriftskostnader

År 2015: Selskapet kommer mest sannsynlig til å få kostnader som er marginalt høyere enn i 2014 da oppetiden kommer til å bli omtrent identisk med 2014. Grunnen til at de er noe høyere er fordi jeg valgte å ta med den historiske årlige utviklingen som skyldes lønnsøkninger og generell inflasjon.

År 2016: På grunn av at selskapet kommer til å stå uten oppdrag for WilHunter i 2016 vil kostnadene til selskapet synke med ca. 10%. Det vil være naturlig at selskapet plasserer riggen i opplag som ”hot-stacked”. I tillegg er sjansen stor for at riggen skal ut på nye kortere kontrakter i 2016 og årene utover og dermed vil det totalt bli noe lavere kostnader på grunn av at riggen vil veksle mellom å befinne seg i ”hot stacked” og være ute på oppdrag.

### 7.1.3 Kjernerdriftsresultat etter skatt

Jeg kommer til å ta utgangspunkt i den nåværende skatteprosenten til Awilco Drilling som i dag er på 21,5% og vil prognostisere med dette tallet i alle år fremover siden Awilco Drilling sannsynligvis vil fortsette å være underlagt Storbritannia og følge deres bedriftsskattesatser.

Tabell 25: Fremtidsregnskapet av kjernerdriftsresultatet etter skatt

Alle tall i 1000 \$	2019e	2018e	2017e	2016e	2015e
Kjernerdriftsinntekter	149307	147828	143523	159470	289945
Kjernerdriftskostnader	84573	86299	88060	91729	101922
<b>Kjerne driftsresultat før skatt</b>	<b>64734</b>	<b>61529</b>	<b>55463</b>	<b>67741</b>	<b>188023</b>
Skattekostnad (21,5%)	13918	13229	11925	14564	40425
<b>Kjerne driftsresultat etter skatt</b>	<b>50816</b>	<b>48300</b>	<b>43538</b>	<b>53177</b>	<b>147598</b>

### 7.1.4 Vekst i netto driftsrelaterte eiendeler

Tabell 26: Historisk vekst i netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)

Alle tall i 1000 \$	2014	2013	2012	2011	2010
NOA	252401	253263	261434	268618	190079
Vekst i NOA i %	-0,34 %	-3,13 %	-2,67 %	41,32 %	
Snitt vekst i NOA	8,79 %				

Endringer i NOA gjelder i stor grad endringer i verdi av riggene til Awilco Drilling. På grunn av den dårlige utviklingen i riggmarkedet må Awilco Drilling sannsynligvis ta en ny vurdering på om de bør nedskrive verdiene på riggene sine. En slik vurdering kan gå gradvis eller komme som en stor nedskrivning senere. Å nedskrive driftsrelaterte eiendeler kan være svært krevende, spesielt i tider hvor det skjer store endringer i økonomien. For å kunne gjøre eventuelle nedskrivninger forutsetter dette at disse er rimelige og dokumenterte (Arnfinn B. Fardal, 2009). Sjansene for at riggene blir mer verdt i de nærmeste årene anser jeg som usannsynlig, så jeg har forutsatt at riggene kommer til å synke i verdi som i årene 2012, 2013 og 2014. I de foregående tre årene har verdien på riggene sunket med i gjennomsnitt 2%. På grunn av at riggmarkedet har forverret seg siden i fjor tror jeg verdien på riggene dermed vil fortsette å falle. På bakgrunn av dette har jeg prognostisert med en årlig gjennomsnittlig reduksjon på 3%.

Fremtidsprognoser av fremtidige netto driftsrelaterte eiendeler illustrert i figuren under:

Tabell 27: Fremtidig netto driftsrelaterte eiendeler

Alle tall i 1000 \$	2019e	2018e	2017e	2016e	2015e
Fremtidig vekst i NOA	-3,00 %	-3,00 %	-3,00 %	-3,00 %	-3,00 %
NOA	216745	223449	230360	237484	244829

Prognoser for både kjernedriftsresultat etter skatt og NOA er laget fem år frem i tid, og disse tallene skal jeg benytte meg av videre i den driftsrelaterte superprofittmetoden i verdsettelsen.

## 7.2 Langsiktig vekst i økonomien

Jeg har valgt å verdsette Awilco Drilling med en langsiktig vekstrate etter 2019 som er på 3,4%. Grunnen til at jeg velger vekstraten er fordi realvekstraten i verden i 2014 var ifølge CIA på 3,4% og er selve definisjonen på langsiktig vekst (CIA World GDP, 2015). Dette vil være den veksten jeg benytter meg av som fremtidig vekstfaktor  $g$  når jeg skal finne terminalverdien av alle ReOI i fremtiden. Da vil den langsiktige veksten i økonomien bli omtalt som  $g$ .

## 8 Verdssettelse

I verdsettelsen av Awilco Drilling ønsker jeg å benytte den driftsrelaterede superprofittmodellen som jeg valgte i kapitlet ”Valget av verdsettelsesmetode”. Den driftsrelaterede superprofittmodellen er gitt ved:

$$V_0^{NDE} = NDE_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \frac{ReOI_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{ReOI_T}{\rho_F^T} + \frac{ReOI_T * g}{(\rho_F - g)^* \rho_F^T}$$

(Penman, 2010)

Etter at man har kommet fram til verdien av de driftsrelaterede eiendelene trekker vi fra all gjeld i selskapet og sitter dermed igjen med verdien av selskapet.

$V_0^{NDE}$  = Verdien av de driftsrelaterede eiendelene i år null (2014)

$NDE_0$  = Netto driftsrelaterede eiendeler i år null (2014)

$g$  = Langsiktig vekst i økonomien

$\rho_F$  = Avkastningskravet på totalkapitalen/diskonteringsrenten

$\frac{ReOI_T * g}{(\rho_F - g)^* \rho_F^T}$  = Terminalverdien, og kalles også for CV. Jeg skal skrive mer CV senere i kapitlet.

$ReOI$  = Driftsrelatert residualresultat

Det driftsrelaterede residualresultat i den driftsrelaterede superprofittmodellen er gitt ved formelen:

$$ReOI_t = OI_t - (\rho_F - 1)NOA_{t-1} \text{ (Penman, 2010)}$$

Ved å komme fram til ReOI i den driftsrelaterede superprofittmodellen må jeg ha Operating income(OI). Operating income er det som på norsk heter driftsresultat etter skatt. Dette tallet

skal være normalisert og beregnet etter skatt, så jeg har hentet dette tallet fra det fremtidige kjernedriftsregnskapet, og skal bruke dette i verdsettelsen av selskapet. (Penman, 2010)

Et annet ledd jeg trenger er NOA. Dette heter på norsk for netto driftsrelaterte eiendeler. Jeg har også regnet ut alle fremtidige netto driftsrelaterte eiendeler i fremtidsregnskapet som jeg skal bruke i verdsettelsen.

$(\rho_F - 1)$  er avkastningskravet til totalkapitalen og ble utregnet i kapittelet om avkastningskravet.

Verdsetteren står derfor ovenfor tre ulike vekstscenarier han kan velge mellom når han skal verdsette selskapet med den driftsrelaterte superprofittmodellen (Penman, 2010). Årsaken til at det eksisterer tre ulike måter å gjøre dette på er fordi en verdsettelse vil være helt forskjellig fra selskap til selskap med tanke på deres framtidsutsikter. Dermed må man bruke den informasjonen man har tilegnet seg i den strategiske analysen og regnskapsanalysen for å prøve å forutse hvilken sannsynlighet for videre vekst selskapet trolig vil ha i årene fremover.

Det første scenarioet tar utgangspunkt i at etter siste fremtidsregnskapsår vil ReOI være null. Vi forventer at netto driftsrelaterte eiendeler generer like mye inntekt som avkastningskravet på totalkapitalen (WACC) er ventet å gjøre. Dette scenarioet er mye brukt i verdsettelse av prosjekter der vi opererer innenfor en tidsramme og vi vet med sikkerhet at etter tidsperioden vil det ikke være mer verdi å hente. Da er terminalverdien gitt ved:

$$CV_T = 0$$

Terminalverdi er den verdien man forventer at selskapet er verdt i all tid fremover etter man har prognostisert det siste året  $ReOI_T$  i den driftsrelaterte superprofittmetoden.

I det andre scenarioet forventer man at ReOI vil være på et konstant nivå etter siste året i fremtidsregnskapet og dermed blir terminalverdien gitt ved:

$$CV_T = \frac{Re\ OI_{T+1}}{\rho_F - 1}$$



I det tredje scenarioet forventer man at ReOI vokser med en konstant vekst hvert år i all uendelighet. Man benytter derfor en konstant vekstfaktor gitt ved  $g$ . Dette scenarioet vil være et godt valg dersom man venter at selskapet vil vokse i alle år fremover og man bruker ofte den langsiktige veksten i verden som utgangspunkt.

$$CV_T = \frac{Re\ OI_{T+1}}{\rho_F - g}$$

(Penman, 2010)

Under har jeg utført verdsettelsen av Awilco Drilling ved bruk av den driftsrelaterte profittmodellen:

Tabell 29 Verdsettelsen ved den driftsrelaterte profittmetoden

Alle tall i 1000 \$	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Kjernerdriftsresultat etter skatt	<b>139090</b>	147598	53177	43538	48300	50816
NOA	<b>252401</b>	244829	237484	230360	223449	216745
WACC	<b>5,10 %</b>					
ReOI		134726	40691	31426	36552	39420
Diskonteringsrate		1,0510	1,1046	1,1609	1,2201	1,2824
Nåverdi av ReOI	<b>252792</b>	128188	36837	27070	29957	30740
Continuingvalue (CV)						2397670
Nåverdi av CV	<b>1869717</b>					
Selskapsverdi	<b>2374910</b>					
Bokførte verdier av NFA/NFO	<b>-36815</b>					
Egenkapitalverdi	<b>2338095</b>					

$$CV_T = 39420 * 1,034 / (1,051 - 1,034) = \underline{2397670}$$

$$\text{Nåverdi av CV} = 2397670 / 1,2824 = \underline{1869717}$$

Egenkapitalverdi per aksje: Siden alle tall er i 1000 USD omgjør jeg først tallene til norske kroner:  $2338095 * 1000 * 7,47 = 17465569650$ . Jeg ganger med 7,47 fordi dette var kursen på valutadatoen 31.12.2014.

Deretter deler på antall aksjer i selskapet for å finne verdi per aksje:  $17465569650 / 30031500$  aksjer = 581 kroner per aksje.

Dette verdierestimatet er mye høyere enn hva markedsverdien på Oslo Børs var per 30.12.2014, og kan ha med hvilke tall jeg har benyttet meg av i fremtidsprognosene. Det høye verdierestimatet kan bety at markedet ser noe som ikke direkte gjenspeiles i mittfremtidsregnskap. Det kan være mange typer risikomomenter, men det som er mest nærliggende er at markedet mener det er en stor fare for at selskapet ikke får fornyet sine kontrakter og at selskapet egentlig burde ha nedskrevet verdiene på riggene sine. I tillegg kan det være andre risikomomenter som innebærer at Awilco Drilling ikke ble priset høyere enn dagens verdi 26.05.2015 på 51,75 kroner per aksje.

Det kan også være den langsiktige veksten og avkastningskravet til total kapitalen som jeg har kommet frem til, som gjør at egenkapitalverdien har blitt så høy. For å se på nærmere på dette hvilke utslag endringer i den langsiktige veksten og avkastningskravet til total kapitalen vil gi på horisontverdien og selskapsverdien ønsker jeg å gjennomføre en sensitivitetsanalyse.

## 9 Sensitivitetsanalyse

For å se nærmere på hvilke endringer i langsiktig økonomisk vekst og avkastningskravet til totalkapitalen vil forandre selskapsverdien presenterer jeg endringene i en sensitivitetsanalyse. Denne sensitivitetsanalysen vil vise oss hvor mye mindre eller større "continuing value" blir om den fremtidige veksten i verden blir høyere eller mindre enn hva som er antatt på 3,4% per år. Den vil også si oss hvor mye mindre eller større "continuing value" blir om WACC ikke blir som prognostisert på 5,1%. Det er mange ulike faktorer som kan spille inn på om WACC blir annerledes enn hva jeg har forventet, så sansynligheten er høy for at ikke fremtiden blir slik jeg har antatt.

I figuren under er gjennomføringen av sensitivitetsanalysen:

Tabell 27: Sensitivitetsanalysen

		Langsiktig vekst i økonomien						
		1,50 %	2,50 %	<b>3,40 %</b>	3,50 %	4,50 %	5,50 %	6,50 %
W A C C	2318824							
	3,00 %	2628000	7884000	-9855000	-7884000	-2628000	-1576800	-1126286
	4,00 %	1576800	2628000	6570000	7884000	-7884000	-2628000	-1576800
	5,00 %	1126286	1576800	2463750	2628000	7884000	-7884000	-2628000
	<b>5,10 %</b>	1095000	1516154	<b>2318824</b>	2463750	6570000	-9855000	-2815714
	6,00 %	876000	1126286	1516154	1576800	2628000	7884000	-7884000
	7,00 %	716727	876000	1095000	1126286	1576800	2628000	7884000
	8,00 %	606462	716727	856957	876000	1126286	1576800	2628000

Analysen viser at vi får veldig store verdier når den langsiktige veksten i økonomien er høy og samtidig avkastningskravet til totalkapitalen vår er veldig lav. Disse tallene er merket i kursiv og viser at vi får verdier som er over tre ganger så høye som de jeg har prognostisert med og merket med tykke bokstaver i tabellen. Tallene som er rammet inn nederst i venstre hjørne viser at verdiene igjen blir nesten opptil fire ganger så lave som vi har estimert med når den langsiktige veksten i verden er lav og vårt avkastningskrav til totalkapitalen er høyt.

Jeg ønsker å vise hvilke utslag det ville ha gitt på verdien av selskapet om jeg velger et annet avkastningskrav på totalkapitalen og en annen langsiktig vekst. Jeg estimerer denne gangen verdien på egenkapitalen til selskapet med den fremtidige veksten i verdensøkonomien på 1,5% og samtidig det høyeste avkastningskravet på 8% til totalkapitalen:

$$\text{Nåverdi av CV} = 606462/1,47 = 412559$$

$$(\text{NOA})252401 + (\text{PV av ReOI}) 252792 + 412559 - (\text{NFO})36815 = 880937$$

$$880937 * (7,47\text{NOK/USD}) * 1000 = 6580599000$$

$$6580599000 / 30031500 \text{ aksjer} = \underline{219 \text{ kroner per aksje.}}$$

Selv med den laveste langsiktige økonomiske veksten og det høyeste avkastningskravet kommer jeg frem til et fremdeles et meget høyt verdiestimat i forhold til hva selskapet er prissatt til på Oslo Axess. Det høye verdiestimatet i dette verdiestimatet kan som jeg skrev om i verdsettelsen bety at markedet ser noe som ikke direkte gjenspeiles i regnskapet og at mine fremtidsprognoser er feil, men det kan også bety at selskapet er sterkt underpriset. Om selskapet er underpriset vil det være fornuftig å kjøpe aksjer i selskapet, jeg skal derfor finne en handlingsstrategi på aksjen.

## 10 Konklusjon og handlingsstrategi

Verdsettelsen har nå blitt utført og vi har kommet frem til et prisestimat som vi kan sammenligne med prisen på Oslo Axess. Sammenligningen avgjør derfor om den børsnoterte kursen er høyere eller lavere enn vårt estimat og vi kan derfor handle aksjen på bakgrunn av denne informasjonen. Handlingsstrategien er det siste delen av den fundamentale verdsettelsen (Penman 2010). Handlingsstrategien vil bli vinklet fra en investors ståsted der investoren har tre alternativer han kan foreta seg.

Alternativ 1: Kjøpe

Alternativ 2: Selge

Alternativ 3: Ikke foreta seg noe.

Dette tredje alternativet gjør også at muligheten åpner seg for at det vil være mulig å ”shorte” aksjen i alternativ 2. Å shorte betyr å selge en aksje som man ikke eier ved å låne aksjen fra en aksjonær. Dermed forplikter man seg til å levere tilbake samme antall aksjer til den du lånte aksjene av ved et senere tidspunkt (Minileksikon, 2015).

Per i dag den 23.05.2015 står aksjekursen i 51.75 kroner per aksje og dermed er dette svært mye lavere enn verdiestimatet jeg kom frem til på 581 kroner per aksje. Oppsiden er derfor på formidable 1120% om aksjekursen går så høyt som til verdiestimatet mitt.

Sensitivitetsanalysen viste riktignok at selskapsverdien vil være på ”bare” 216 kroner per aksje om den langsiktige veksten i økonomien var lavere og avkastningskravet til totalkapitalen var høyere. Allikevel vil oppsiden da være på 417% som fremdeles er meget høyt.

En av hovedgrunnene til at jeg valgte å verdsette Awilco Drilling var på bakgrunn av deres høye årlige utbytteprosent. Derfor vil jeg også legge til at aksjonærene kommer til å motta utbytter i alle år fremover jf. Awilco Drilling sin utbyttepolitikk. Dette kommer av at mine fremtidsprognoser viser at selskapet vil ha overskudd i alle kommende år frem til 2019. Forutsetning for dette er selvsagt at den samme utbyttepolitikken de har i dag blir opprettholdt i fremtiden.

Det er svært sannsynlig at fremtiden kanskje vil bli annerledes enn det jeg har prognostisert. Jeg velger allikevel å ta en forutsetning på at mine prognoser er riktige, og vil derfor konkludere med en sterk kjøpsanbefaling på Awilco Drilling.

## 11 Kilder

### 11.1 Bøker

Barney, J.B (2011). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage. Fourth edition.* New Jersey: Pearson Education.

Barney, J.B. & Hesterly, W.S (2008). *Strategic management and competitive advantage: Concepts and Cases.* Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall.

Boye, K. & Koekebakker, S. (2006). *Finansielle emner.* Oslo: J.W. Cappelens Forlag AS.

David A. Besanko & Ronald R. Braeutigam. (2010) *Microeconomics - 4th edition.* John Wiley & Sons, Inc.

Damodoran, A. (2002). *Investment Valuation.* New York: John Wiley & Sons Inc.

Hill, C. W. L. og Jones, G. R. (2004): *Strategic Management: An integrated approach.* Boston/New York: Houghton Mifflin Company

Johnsen, Thore og Frøystein Gjesdal. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering.* Cappelen Akademiske Forlag, Oslo.

Kristoffersen, T. (2008) *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring. 2. utg.* Bergen, Fagbokforlaget.

Penman, S. H. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation. Fourth edition.* Boston:McGraw-Hill .

Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors.* The Free Press

Roos, G., Krogh Von, G. & Roos, J. (2010). *Strategi -En innføring. 5. utgave.*Bergen: Fagbokforlaget.

Tellefsen, J.T., & Langli, J.C. (2005). *Årsregnskapet.* Oslo: Gyldendal akademisk.

### 11.2 Internett

Arnfinn B. Fardal (2009): <http://www.magma.no/nedskrivning-en-av-mange-utfordringer-i-tider-med-oekonomisk-uro>

Balanse. 2015. Snl.no <https://snl.no/balanse%2Fregnskap>

BP statistical review of world energy june, 2014. <http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/Energy-economics/statistical-review-2014/BP-statistical-review-of-world-energy-2014-full-report.pdf>

Bollsta, 2015. [www.dolphindrilling.com](http://www.dolphindrilling.com) . <http://www.dolphindrilling.no/fleet/bollsta>

Boye, K., & Koekebakker, S. *Kapitalverdimodellen - tips til praktisk implementering*. <http://finansielleemner.cappelendamm.no/binfil/download.php?did=17180>

CIA World GDP, 2015. *cia.gov* : <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html>

CIA, 2015 <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/uk.html>

DN: Forbereder ansatte på nedtur:

<http://www.dn.no/nyheter/energi/2015/03/05/2152/Oljieservice/forbereder-ansatte-p-nedtur>

IMF World economic outlook. 2015 *www.imf.org*

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>

Flåtealder, 2015. *Seadrill.com*.

<http://www.seadrill.com/~media/Files/S/Seadrill/presentations/2015/sdrl-howard-weil-conference-1q-2015.pdf>

Pwc 2014. *www.pwc.no*. <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2014-2015.jhtml>

Fredsindexen (2012). *Globalis.no*. Side <http://globalis.no/Statistikk/Fredsindexen>

Minileksikon, 2015: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Minileksikon>

Om Storbritannia (2014) *Globalis.no*. Side: <http://globalis.no/Land/Storbritannia>

PGS GeoStreamer®: <http://www.pgs.com/Geophysical-Services/GeoStreamer-with-GeoSource/>

PGS Technology: <http://www.pgs.com/Geophysical-Services/4D-Seismic/Technology/>

Public limited company, 2015. *Altinn*: <https://www.altinn.no/en/Start-and-Run-a-Business/Before-start-up/Choosing-an-organisational-structure-/Public-limited-company-ASA/?epslanguage=en>

Snl resultatregnskap, 2015. *Snl.no*. <https://snl.no/resultatregnskap>

SSB egenkapitalandel 2014. *Ssb.no*. <http://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/regnbors>

SSB gjeldsgrad 2013. *Ssb.no* <http://www.ssb.no/offentlig-sektor/statistikker/offregn/aar>

Substitutt. 2015. Snl.no: <https://snl.no/.search?query=substitutt>

Transocean, Skroter enda flere rigger 2015 :

[http://www.offshore.no/sak/63488\\_skofter\\_enda\\_flere\\_rigger](http://www.offshore.no/sak/63488_skofter_enda_flere_rigger)

Transocean Rather 2015 :

[http://www.rigzone.com/data/offshore\\_drilling\\_rigs/1097/Semisub/Transocean\\_Ltd/Transocean\\_Rather](http://www.rigzone.com/data/offshore_drilling_rigs/1097/Semisub/Transocean_Ltd/Transocean_Rather)

UNCTADSTAT, (2015) <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=97>

Well count (2015). Side: <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-rigcountsoverview>

### **11.3 Awilco Drillings hjemmeside, rapporter og presentasjoner:**

About us, 2015. *www.awilco.com*. <http://www.awilco.no/5524-About-us>

AWDR DNB Mar 2015: (<http://awilcodrilling.com/1675-Presentations>)

AWDR Annual Report 2014: Awilcodrilling <http://awilcodrilling.com/1677-Financial-Reports>

AWDR Q1 2015 pres: <http://awilcodrilling.com/1675-Presentations>

AWDR Pareto 2014: <http://awilcodrilling.com/1675-Presentations>

AWDR Annual Report 2013: <http://awilcodrilling.com/1677-Financial-Reports>

AWDR Annual Report 2012: <http://awilcodrilling.com/1677-Financial-Reports>

Awilco Drilling – Prospectus Final. Side: <http://www.awilcodrilling.com/4112-Prospectus>

AWDR DNB Mar 2015: (<http://awilcodrilling.com/1675-Presentations>)

AWDR Annual Report 2011: <http://awilcodrilling.com/1677-Financial-Reports>

AWDR Q1 2010 report: <http://awilcodrilling.com/1677-Financial-Reports>

AWDR Annual Report 2010: <http://awilcodrilling.com/1677-Financial-Reports>

Contract signed with Nautical Petroleum: <http://awilcodrilling.com/3387-Contract-signed-with-Nautical-Petroleum-for-WilHunter>

Contract signed with AGR: <http://awilcodrilling.com/3391-Contract-signed-with-AGR-for-WilPhoenix>



Contract signed with Apache and Taqa, 2013: <http://awilcodrilling.com/4142-Financial-News-Message?msg=http://cws.huginonline.com/A/147077/PR/201308/1722717.xml>

Hess option for WilHunter expired, 2015). *Awilco Drilling*: <http://awilcodrilling.com/4142-Financial-News-Message?msg=http://cws.huginonline.com/A/147077/PR/201502/1897507.xml>

Letter of Intent signed with Hess, 2013. *Awilco Drilling* <http://awilcodrilling.com/4142-Financial-News-Message?msg=http://cws.huginonline.com/A/147077/PR/201302/1675506.xml>

Management, 2015. *Awilco Drilling*. <http://awilcodrilling.com/750-Management>

Projects, 2011. *Awilco Drilling*. <http://awilcodrilling.com/484-Projects>

Private Placement Investor Presentation September, 2010: (<http://awilcodrilling.com/1675-Presentations>)

Wilhunter project scope. *www.Awilcodrilling.com*. <http://awilcodrilling.com/4611-WilHunter-Project-Scope>

## 11.4 Figurliste:

Figur 1: WilHunter, 2015 [Bilde] <http://awilcodrilling.com/4617-Photos>

Figur 2: WilPhoenix, 2015 [Bilde] <http://awilcodrilling.com/4617-Photos>

Figur 3: Aksjekursutvikling AWDR, 2015

<http://www.netfonds.no/quotes/analysis.php?paper=AWDR.OAX>

Figur 4: 20 største aksjonærer, 2015. [Bilde] <http://www.awilcodrilling.com/6667-Shareholders>

Figur 5: Riggtyper, 2015 [Bilde]

[http://www.seadrillpartners.com/drilling\\_units/fleet\\_concepts](http://www.seadrillpartners.com/drilling_units/fleet_concepts)

Figur 6: Boreskip, 2015 [Bilde] <http://www.enscoplc.com/Rig-Fleet/Definitions/default.aspx>

Figur 7: Halvt nedsenkbar rigg, 2015 [Bilde] <http://www.enscoplc.com/Rig-Fleet/Definitions/default.aspx>

Figur 8: Jackup-rigg, 2015 [Bilde] <http://www.enscoplc.com/Rig-Fleet/Definitions/default.aspx>

Figur 9: Gjennomsnittlig flåtealder, 2015. [Bilde]

<http://www.seadrill.com/~media/Files/S/Seadrill/presentations/2015/sdrl-howard-weil-conference-1q-2015.pdf>

Figur 10: Fremgangsmåte ved fundamental verdsettelse [Bilde]: (Penman, 2010)

Figur 11: Porters femkraftsmodell [Bilde] (Porter, M. E. (1980).

Figur 12: Figur 12: Amerikansk skiferoljeproduksjon [Bilde]

<http://www.tu.no/petroleum/2014/12/11/her-ser-du-hvorfor-oljeprisen-faller>

Figur 13: Oversikt over flytere på britisk sokkel, 2015 [Bilde] AWDR DNB Mar 2015:

(<http://awilcodrilling.com/1675-Presentations>)

Figur 14: Crude Oil, 2015 [Bilde] <http://www.nasdaq.com/markets/crude-oil.aspx?timeframe=10y>

Figur 15: Fallende riggdagater, 2015 [Bilde] AWDR DNB Mar 2015:

(<http://awilcodrilling.com/1675-Presentations>)

Figur 16: Oljeprisestimat IMF, 2015 [Bilde] IMF World economic outlook, 2015

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>

Figur 17: Verdensoversikt rigger i verden, 2015 [Bilde] Well count (2015). Side: <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-rigcountsoverview>

Figur 18: World energy consumption, 2014. [Bilde] BP statistical review of worldenergy June 2014. <http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/Energy-economics/statistical-review-2014/BP-statistical-review-of-world-energy-2014-full-report.pdf>

Figur 19: Fremtidsestimering av energibehov, 2012. [Bilde]

<http://www.eia.gov/totalenergy/data/monthly/pdf/mer.pdf>

## 12 Vedlegg

Vedlegg nr.1:

Dato	AWDR	Avkastning	OAAK	Avkastning
20150511	63,5	1,60 %	85,93	-1,37 %
20150410	62,5	-11,35 %	87,12	3,08 %
20150311	70,5	-20,56 %	84,52	5,82 %
20150211	88,75	13,78 %	79,87	14,84 %
20150112	78	-1,27 %	69,55	1,50 %
20141211	79	-19,80 %	68,52	-13,29 %
20141111	98,5	4,79 %	79,02	-0,55 %
20141010	94	-20,00 %	79,46	-12,71 %
20140911	117,5	-24,19 %	91,03	-8,11 %
20140811	155	6,16 %	99,06	-0,37 %
20140711	146	5,42 %	99,43	-3,13 %
20140611	138,5	5,73 %	102,64	5,10 %
20140512	131	3,56 %	97,66	0,48 %
20140411	126,5	7,20 %	97,19	-4,91 %
20140311	118	-0,42 %	102,21	-1,85 %
20140211	118,5	-5,20 %	104,14	-0,56 %
20140110	125	0,00 %	104,73	8,55 %
20131211	125	-2,72 %	96,48	-0,90 %
20131111	128,5	12,72 %	97,36	7,21 %
20131011	114	3,64 %	90,81	5,59 %
20130911	110	1,38 %	86,00	5,13 %
20130812	108,5	-2,25 %	81,80	4,68 %
20130711	111	19,35 %	78,14	7,90 %
20130611	93	12,39 %	72,42	7,69 %
20130510	82,75	2,80 %	67,25	-0,75 %
20130411	80,5	-2,42 %	67,76	5,50 %
20130311	82,5	-2,65 %	64,23	-4,09 %
20130211	84,75	15,31 %	66,97	4,46 %
20130111	73,5	7,69 %	64,11	7,60 %
20121211	68,25	14,71 %	59,58	0,34 %
20121113	59,5	-4,03 %	59,38	0,52 %
20121011	62	7,83 %	59,07	-3,04 %
20120911	57,5	15,23 %	60,92	-0,15 %
20120810	49,9	-0,20 %	61,01	2,45 %
20120711	50	0,00 %	59,55	-0,82 %
20120611	50	-1,96 %	60,04	-9,35 %
20120511	51	20,00 %	66,23	2,51 %
20120411	42,5	2,41 %	64,61	-3,90 %
20120312	41,5	25,76 %	67,23	8,23 %
20120210	33	10,00 %	62,12	13,50 %

20120111	30		54,73	
----------	----	--	-------	--

(Rådata av tallmateriale fra Oslo børs, 2015).

Vedlegg nr.2

Regresjonsanalyse utført i excel:

SUMMARY OUTPUT					
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R		0,547771682			
R Square		0,300053816			
Adjusted R Square		0,281136351			
Standard Error		0,095442986			
Observations		39			
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,144485501	0,144485501	15,86120681	0,000306875
Residual	37	0,337046455	0,009109364		
Total	38	0,481531956			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>
Intercept	0,01164043	0,015665636	0,743055069	0,462140479	-0,020101163
	-0,0137	0,986020689	0,247581343	3,982613063	0,000306875
	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>		
	0,043382024	-0,02010116	0,043382024		
	1,487668135	0,484373243	1,487668135		