



Conglomeratization's effect on the weighted cost of capital

A case study of the net asset value discount of Aker ASA

«Å kjøpe Aker-aksjen er som å kjøpe en bil med 268 hestekrefter til prisen for en med 155 hestekrefter. Med på kjøpet får du mye drivstoff og ekstraustyr. Jeg forsøker ikke å være bruktbilselger, men forklare at Aker's aksjekurs er lav i forhold til underliggende verdier» - Kjell Inge Røkke

Master Thesis - Copenhagen Business School 2018

Tobias Sørheim Mørland 107337 – Cand.merc. IB

Petter Westgaard 13501 – Cand.merc. FIR

Veileder: Hans-Christian Sune Andersen

1 Executive Summary

The stock of Aker ASA currently trades a price that values the company at a considerable discount when compared to the net asset value of the corporation's underlying investments. This phenomenon is not unique to Aker ASA. The mismatch between market value and underlying investments is widely known as the "conglomerate discount", which can be observed for a number of diversified firms globally.

What is however somewhat unique to Aker ASA, is the fact that a vast majority of the corporation's investments are publicly traded companies on the Oslo Stock Exchange. The implication of this is that financial data on the various segments of Aker ASA as a corporation are available. This is often not the case, and the opportunity for a new approach to explaining the phenomenon is present.

In order to quantify the effect of being a company held by a conglomerate, the authors attempt to incorporate existing qualitative theories into the calculation of each of Aker ASAs industrial investments' weighted average cost of capital. By constructing models discounting the future cash flows of each of Aker ASA's subsidiaries, we are then able to test the effects of different approaches to the estimation of WACC.

This paper's analysis indicate that the effect of being a subsidiary of a conglomerate dramatically lowers the discount rate for future cash flows. The findings further indicate that the market's discount rate for the actual conglomerate itself may be incorrect. As such, this paper argues that the current discount in market value on Aker ASA's equity represents an inefficiency in the market.

2	Innholdsfortegnelse	
1	Executive Summary	1
2	Innholdsfortegnelse	2
3	Introduksjon	5
4	Problemformulering	6
5	Metode	7
5.1	Data	8
5.2	Gjennomgang av konglomeratet	9
5.3	Strategisk analyse	10
5.4	Verdiansettelse og Analyse	10
6	Avgrensning	11
7	Eksisterende Litteratur	14
7.1	Delkonklusjon – Eksisterende Litteratur	19
8	Teori	20
8.1	WACC	20
9	Aker ASA	22
9.1	Aker i dag	23
10	Aker BP	23
10.1	Historie	24
10.2	Virksomheten i dag	24
11	Aker Solutions	25
11.1	Historie	25
11.2	Virksomheten i dag	26
12	Kværner	26
12.1	Historie	26
12.2	Virksomheten i dag	27
13	Aker BioMarine	27
13.1	Historie	28
13.2	Virksomheten i dag	28
14	Ocean Yield	29
14.1	Historie	29
14.2	Virksomheten i dag	29
15	Akastor	30
15.1	Historie	30
15.2	Virksomheten i dag	31
16	Strategisk Analyse	31
16.1	Olje og Gass	32
16.2	Porters Five Forces	34
16.2.1	Kunder	35
16.2.2	Leverandører	35
16.2.3	Substitutter	36
16.2.4	Inntrengere	36
16.2.5	Rivalisering	37
16.2.6	Oppsummering	37
16.3	Maritim Transport og Shippingvirksomhet	37
16.4	Porters Five Forces	40
16.4.1	Kunder	41
16.4.2	Leverandører	41
16.4.3	Inntrengere	42
16.4.4	Substitutter	43

16.4.5	Rivalisering.....	43
16.4.6	Oppsummering:	43
16.5	Krill.....	44
16.6	Porters Five Forces	44
16.6.1	Kunder	44
16.6.2	Leverandører	45
16.6.3	Inntrengere	45
16.6.4	Substitutter	45
16.6.5	Rivalisering.....	45
16.6.6	Oppsummering	46
17	Stand Alone Verdiansettelse av Aker ASAs industrielle investeringer	46
17.1	Aker Solutions	46
17.1.1	Styrker.....	46
17.1.2	Svakheter	47
17.1.3	Muligheter	47
17.1.4	Trusler.....	48
17.1.5	Forutsetninger.....	48
17.1.6	Tilbakediskontert kontantstrøm	50
17.2	Kværner	50
17.2.1	Styrker.....	50
17.2.2	Svakheter	51
17.2.3	Muligheter	51
17.2.4	Trusler.....	52
17.2.5	Forutsetninger.....	53
17.2.6	Tilbakediskontert Kontantstrøm	54
17.3	Aker BP.....	54
17.3.1	Styrker.....	54
17.3.2	Svakheter	55
17.3.3	Muligheter	56
17.3.4	Trusler.....	56
17.3.5	Forutsetninger.....	56
17.3.6	Tilbakediskontert Kontantstrøm	57
17.4	Ocean Yield.....	58
17.4.1	Styrker.....	58
17.4.2	Svakheter	58
17.4.3	Muligheter	59
17.4.4	Trusler.....	59
17.4.5	Forutsetninger.....	59
17.4.6	Tilbakediskontert kontantstrøm	60
17.5	Akastor	61
17.5.1	Styrker.....	61
17.5.2	Svakheter	62
17.5.3	Muligheter	62
17.5.4	Trusler.....	62
17.5.5	Forutsetninger.....	62
17.5.6	Tilbakediskontert Kontantstrøm	63
18	Net Asset Value Aker ASA.....	64
18.1	Delkonklusjon, Net Asset Value Aker ASA	65
19	Analyse.....	67
19.1	Introduksjon	67
19.2	Peer Group	68

19.3	Markedsverdi av gjeld	70
19.3.1	Aker BP	72
19.3.2	Aker Solutions	73
19.3.3	Akastor	73
19.3.4	Ocean Yield	74
19.3.5	Aker BioMarine	74
19.3.6	Kværner	75
19.3.7	Delkonklusjon, markedsverdi av gjeld	75
19.4	Kapitalstruktur	76
19.5	Delkonklusjon, kapitalstruktur	79
19.6	Egenkapitalkostnaden (R_e)	79
19.6.1	CAPM	79
19.6.2	Risikofri rente (r_f)	80
19.6.3	Beta	80
19.6.4	Market Risk Premium	82
19.6.5	Delkonklusjon, egenkapitalkostnad	83
19.7	Gjeldskostnad	83
19.7.1	Delkonklusjon, gjeldskostnad	85
19.8	WACC	86
19.9	Sensitivitetsanalyse	86
19.9.1	Aker BP	87
19.9.2	Aker Solutions	87
19.9.3	Akastor	88
19.9.4	Kværner	88
19.9.5	Ocean Yield	89
19.9.6	Net Asset Value Aker ASA	89
19.10	Vektet WACC for Aker ASA	91
19.10.1	Sensitivitetsanalyse vekting av WACC	93
19.10.2	Ny Net Asset Value ved WACC vektet på omsetning	94
20	Diskusjon	95
20.1	Teoretiske forklaringer på konglomeratrabatten	95
20.2	Stand Alone Verdiansettelse	96
20.3	WACC	97
20.3.1	Kapitalstruktur	97
20.3.2	Egenkapitalkostnad	97
20.3.3	Gjeldskostnad	98
20.3.4	Sensitivitetsanalyse	98
21	Konklusjon	100
22	Perspektivering	101
23	Kildeliste	103

3 Introduksjon

Et mye omtalt fenomen i norske finansmarkeder, er den store differansen mellom gjeldende markedsverdi og underliggende verdier i Kjell Inge Røkke-kontrollerte Aker ASA (AKER:OL), populært omtalt som «Røkke-rabatten».

Begrepet viser til rabatten Aker ASA kan handles til sammenliknet med Net Asset Value (NAV) i konsernet. I 2008 var denne rabatten på 48%, mens den ved utgangen av 2016 var falt til under 30% (Framstad, 2017). Det er spekulert og skrevet mye om hvorfor denne rabatten oppstår, om det er en ineffektivitet, eller om det er naturlig med en slik rabatt i et konglomerat som Aker ASA. I sin nyeste rapport skriver Arctic Securities, som dekker aksjen, følgende: "Med mer enn 90% av GAV som eiendeler og kontanter (...) finner vi en slik rabatt nærmest absurd" (Arctic Securities, 2018).

Dekning fra en rekke ledende norske investeringsbanker trekker liknende konklusjoner, med følgende stående kjøpsanbefaling på moderselskapet. Hva imidlertid ingen fremlegger, er grundigere forklaringer på hvorfor denne ineffektiviteten i utgangspunktet oppstår.

At det foreligger en såpass vesentlig rabatt på aksjen til et moderselskap hvor omlag 95% av underliggende industrielle investeringer er børsnotert (Aker ASA, 2018), er dermed en indikasjon på at et av to elementer er grunnleggende feil. Enten priser investorene i markedet moderselskapet galt, eller så er metodikken bak verdiansettelsen som indikerer nevnte rabatt feilaktig. Begge deler representerer store implikasjoner.

Om markedet feilaktig rabatterer verdien på modervirksomheten i et konglomerat, kan det argumenteres for at det er funnet en ineffektivitet som kan utnyttes for opportunistiske investorer i håp om at markedet på sikt opptrer effektivt. I så måte vil denne avhandlingen kunne avdekke store potensielle gevinster å hente ved handel av Aker ASAs egenkapital. Tilsvarende, er det mulig at Aker ASAs dattervirksomheter er priset for høyt. Dermed vil denne oppgaven kunne avdekke en overprising av fem store norske børsnoterte virksomheter.

Alternativ to er at verdiansettelsen av konglomerater, som konkluderer med at det eksisterer en rabatt på opptil 40%, er feil. Om dette er tilfellet vil denne avhandling forsøke å avdekke

nettopp hvorfor dette oppstår, samt forsøksvis å utarbeide metodikk som ved større nøyaktighet kan verdiansette virksomheter med konglomeratstruktur.

Ved nærmere undersøkelse av fenomenet konglomeratrabatt fra et teoretisk perspektiv, er manglende transparens i komplekse virksomhetsstrukturer et ofte benyttet argument. For Aker ASA er dette ikke tilfellet. Som investor er samtlige av Aker ASAs industrielle investeringer, med unntak av Aker BioMarine, børsnoterte virksomheter med påfølgende mulighet for innsyn. Andre argumenter nevnt har vært en rekke kvalitative forhold som kan påvirke dattervirksomhetenes evne til å gripe vekstmuligheter, moderselskapets evne til å optimalt investere i de underliggende aktiver, økt gjeldskapasitet og diversifisering av risiko.

Denne oppgaven vil forsøke å undersøke områder som tidligere ikke har vært behandlet i nevnte teori, som er konglomeratstrukturens påvirkning på fastsettelsen av kapitalkostnad for både moder og dattervirksomheter. Dette gjennom en grundig utredelse av samtlige virksomheters beta, deres kapitalstruktur og til slutt hvordan risikoreduksjonen av å være underlagt et konglomerat skal påvirke avkastningskrav på gjeld og egenkapital vist gjennom moder og dattervirksomhetenes WACC.

4 Problemformulering

På bakgrunn av ovenstående utledes følgende problemformulering:

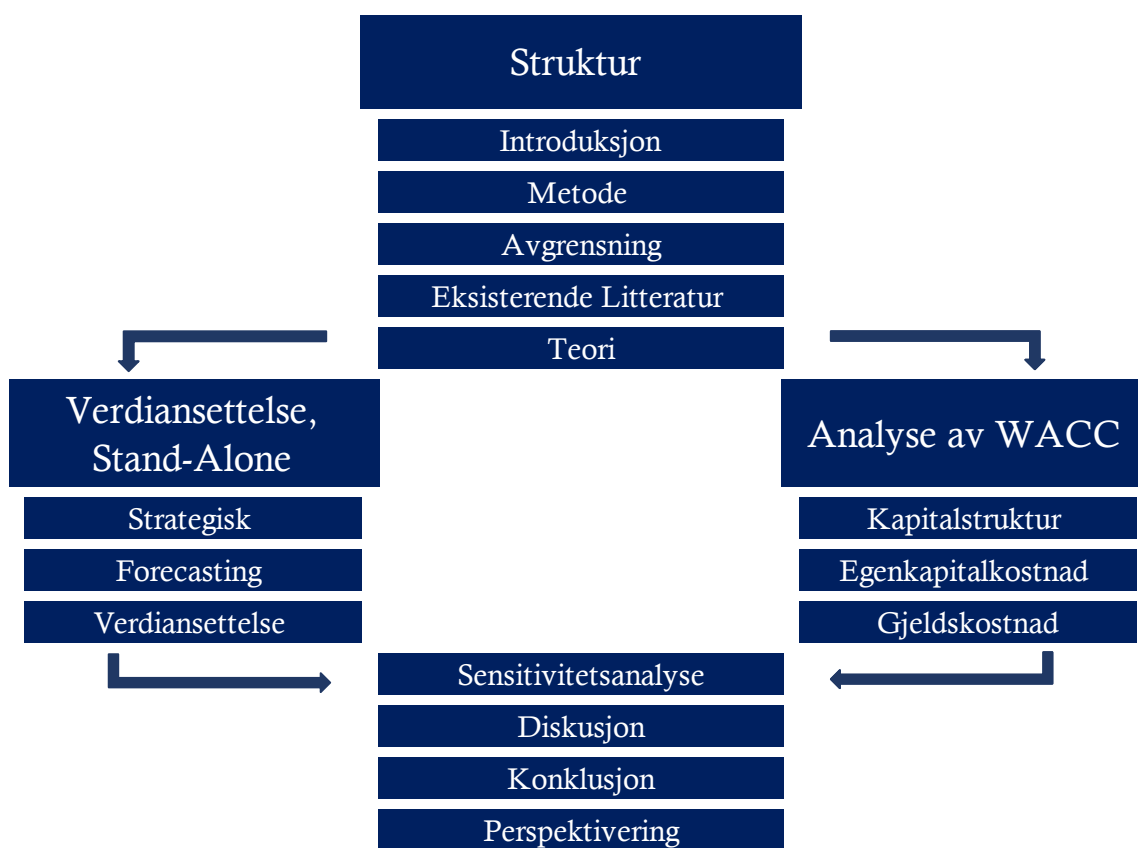
Hvorfor oppstår konglomeratrabatten i Aker ASA, og representerer dette da en ineffektivitet i markedet?

- *Hvilke teoretiske forklaringer eksisterer på fenomenet konglomeratrabatt?*
- *Hva er rabatten på moderselskapet, målt mot underliggende stand-alone verdier?*
- *Hvordan kan fenomenet forklares gjennom de ulike komponentene i WACC, da både for moder og dattervirksomheter?*

5 Metode

Denne oppgaven er basert på et "post-positivistisk" tanke sett, hvilket betyr at forfatterne anser seg selv som realister. Oppgaven tilstreber kausale forklaringer og bevis på fenomenet konglomeratrabatt ved hjelp av Aker ASA som et casestudie (Tracy, 2013). Videre erkjenner forfatterne at forskere og deres metoder har sine svakheter og subjektiv påvirkning som bør tas høyde for og minimeres. Forfatterne forsøker derfor å anvende ulike typer data og kilder til å forklare effekten av diversifisering, om det er bevis for at Aker ASA handles til en konglomeratrabatt, og om dette i tilfelle er en feil eller om det er i tråd med teoretiske forklaringer (Tracy, 2013). Ved bruk av kvantitativ data er det viktig å forholde seg kritisk til hvordan dataen er innhentet og ved bruk av kvalitativ data er en vurdering av forfatternes insentiver til å fremheve seg selv eller tilknyttede parter. Derfor har forfatterne tilstrebet en kritisk tilgang ved innhenting av både kvalitativ og kvantitativ data (Rienecker & Jørgensen, 2011).

En verdiansettelse kan påvirkes av hvilket perspektiv forfatteren anvender, hvorfor forfatterne vil anvende et investorperspektiv gjennom hele oppgaven slik at anvendelse av ulike perspektiver ikke påvirker analysen som en feilkilde. Oppgaven vil først introdusere relevante teorier som vil anvendes senere i oppgaven. Både teorier om fenomenet konglomeratrabatt, samt som grunnleggende teori om verdiansettelse, Sum of the Parts verdiansettelse (SOTP-valuation) og WACC vil introduseres, slik at leseren lettere kan følge analysedelen hvor teorien anvendes, analyseres og diskuteres.



Figur 1: Oppgavens Struktur

5.1 Data

For å kunne gjøre en grundig og selvstendig verdiansettelse av Aker ASA og dets dattervirksomheter, er det avgjørende å innhente upåvirket og ubehandlet finansiell data. I tillegg vil dette suppleres med sekundær analyse og informasjon.

Vi henter all finansiell data direkte fra Aker ASA og dets dattervirksomheter direkte fra virksomhetens reviderte årsregnskaper, for så å deretter kunne gjøre våre egne vurderinger og reformuleringer i byggingen av de finansielle modeller nødvendig for å kunne belyse vår problemformulering gjennom oppgavens analyse. Dette dreier seg da om virksomhetenes årsrapporter for årene 2014-2017. Vi velger videre å stanse innsamling av finansiell data så sent som overhodet mulig for å kunne benytte nyeste aktuelle årsrapport fra de respektive virksomheter. I tillegg vil årsrapportene tjene som kilder på virksomhetenes egne perspektiver på fremtidig utvikling for sin virksomhet og markedene det opererer i.

Videre vil vi forsøke å ytterligere kvalitetssikre våre estimer ved innhenting av konsensustall på både Aker ASA og dets industrielle investeringer. Dette vil ikke fungere som primærdata, men som et referansepunkt til å eliminere eventuelle graverende feil.

Dette vil ytterligere belyses av innhenting av aksjeanalyse fra en rekke av Norges ledende investeringsbanker på Aker ASA, dets dattervirksomheter og ikke minst strategiske analyser av deres respektive bransjers fremtidsutsikter. Disse vil benyttes både som kontrollgrunnlag i oppgavens verdiansettelser og følgende analyser, og som viktig datagrunnlag for utsikter innenfor de respektive strategiske analyser som også skal gjennomføres.

Til slutt vil vi innhente markedsdata fra Oslo Børs, hvor nær samtlige av Aker ASAs industrielle investeringer per dags dato er notert. Dette for å kunne gjennomføre Peer Group-analyser, multipler på sammenliknbare fokuserte virksomheter og til slutt fastsette Aker ASAs aksjes ytelse på børs de siste 4 år fra et investorperspektiv.

5.2 Gjennomgang av konglomeratet

En analyse av de teoretiske forklaringene av fenomenet konglomeratrabatt krever først en grundig gjennomgang av konsernet Aker ASA. Oppgaven vil dermed ta for seg konsernets historie, strategi og verdikjede som grunnlag for den videre strategiske og finansielle analyse, verdiansettelse og evaluering av teoretiske forklaringer på konglomeratrabatt som fenomen.

Videre vil oppgaven gjennomgå Aker ASAs dattervirksomheter og finansielle investeringer hver for seg sammen med en gjennomgang av de respektive bransjene disse virksomhetene opererer i. Dette for å avdekke bransjenes utvikling, generelle utsikter og historiske utvikling de siste ti år. Til sammen vil oversikten over Aker ASA og dets nåværende investeringer gi et grunnlag for å foreta en strategisk analyse av posisjonen til hver enkelt virksomhet som deretter vil bli lagt til grunn for verdiansettelsen denne oppgaven legger frem.

5.3 Strategisk analyse

Den påfølgende strategiske analysen legger grunnlaget for oppgavens vurdering og fastsettelse av Aker ASAs dattervirksomheters fremtidsutsikter og vekst, og vil dermed være av stor betydning på den endelige verdiansettelsen av konglomeratets dattervirksomheter. Den strategiske analysen vil bli benyttet for å primært estimere fremtidig vekst i omsetning, da øvrige elementer i forutsetningene for fremtidig kontantstrømmer baseres på historisk utvikling og/eller utvikling i omsetning.

Den strategiske analysen vil struktureres som en overordnet vurdering av makroøkonomiske forhold Aker ASA er eksponert mot, fulgt av en analyse av de respektive bransjer virksomheten opererer i, og til slutt en virksomhetsspesifikk analyse av konglomeratets dattervirksomheter.

Oppgaven vil gjøre en strategisk vurdering av konkurransesituasjonen i de respektive dattervirksomheters bransjer ved bruk av en Porters Five Forces analyse, som gjennomgår trusselen fra nye aktører i bransjen, graden av homogene produkter og tilbud i markedet, samt leverandører og konsumenters grad av påvirkning og relative posisjon mot bransjens virksomheter.

Til slutt vil oppgaven gjøre en virksomhetsspesifikk analyse av samtlige av Aker ASAs dattervirksomheter for å gjøre en vurdering av hvert enkelt virksomhets styrker, svakheter, muligheter og trusler gjennom en SWOT-analyse. Til sammen vil disse analysene gi et utgangspunkt for en fastsettelse av hva denne oppgaven legger til grunn som fremtidig vekst i Aker ASAs dattervirksomheter når hver enkelt virksomhet skal verdiansettes på Stand Alone-basis.

5.4 Verdiansettelse og Analyse

For å danne et solid grunnlag for analysen, vil Aker ASA og samtlige dattervirksomheter først verdiansettes på Stand Alone-basis, uten inndragelse av eventuelle effekter som følger av konglomeratstrukturen.

Videre vil hvert enkelt selskap verdiansettes på nytt hvor effekten av en konglomeratstruktur inndras. Denne effekten implementeres og analyseres gjennom WACC og de ulike komponentene denne består av, herunder beta ved CAPM, kapitalstruktur og avkastningskravet på egenkapital og gjeld. Ved å inndra effekten av konglomeratstrukturen gjennom de nevnte komponentene vil en analyse av effekten kunne belyse problemformuleringen og danne grunnlag for konklusjonen. I analysen vil kvalitative samt kvantitative tilganger anvendes for å skape et mest mulig nyansert bilde hvor et størst mulig spekter av effekter blir innregnet.

Verdiansettelsen og analysen har hentet inspirasjon fra Aswath Damodarans artikkel : «The Octopus: Valuing Multi-business, Multi-national companies» fra 2009. I denne artikkelen introduserer Damodaran seks steg for hvordan man verdiansetter virksomheter som opererer i flere land med ulike forretningsområder, slik som konglomeratet Aker ASA. Hvert steg drøfter ulike overveielser som en analytiker må gjøre seg i verdiansettelsen, som også suppleres av ekstern teori på området for å danne et mer korrekt og nyansert bilde. Damodaran beskriver i artikkelen både relative og absolutte verdiansettelsesmetoder, men grunnet denne oppgaves problemformulering vil en absolutt verdiansettelse være av størst verdi.

6 Avgrensning

Følgende generelle forutsetninger og avgrensninger er lagt til grunn i oppgaven og er viktig for oppgavens forståelse at leseren har forstått innen videre lesing:

- Aker ASA er et børsnotert offentlig handlet selskap og forfatterne har derfor anvendt offentlig tilgjengelig informasjon i oppgaven. Allikevel har det blitt foretatt samtaler med analytikere og eksperter på området i tillegg til analyser og rapporter fra ulike meglerhus for å supplere den offentlig tilgjengelige informasjonen.

- Aker ASA og samtlige tilhørende dattervirksomheter har pr. 30.04.2018 fremlagt sine årsrapporter for 2017 (med unntak av Aker BioMarine) og 30.04.2018 er dermed satt som Cut Off-dato for ny informasjon og data i oppgaven.
- Aker BioMarine har til Cut Off dato 30.04.2018 ikke lagt frem regnskap eller årsrapport for 2017, og selskapet blir derfor ikke verdiansatt på lik linje med de øvrige dattervirksomhetene Aker BP, Akastor, Aker Solution, Kværner og Ocean Yield. Selskapet er også det eneste av dattervirksomhetene klassifisert som industrielle investeringer som ikke er børsnotert. I verdiansettelsen er derfor den bokførte verdien av Aker BioMarine hentet fra Aker ASA Annual Report 2017 anvendt som markedsverdi på selskapet. Dette vil dog ikke være av vesentlig betydning for oppgavens problemformulering og konklusjon, da selskapet utgjør kun 3% av Aker ASAs samlede eiendeler, jf. Aker ASA Annual Report 2017. Det bemerkes allikevel at selskapet er inkludert i den strategiske analysen for å skape en bedre forståelse av konglomeratet Aker ASA som helhet og fremtidige vekstmuligheter for Aker ASA.
- Skatt er et omfattende tema, spesielt innen olje og gass. Av hensyn til oppgavens emne og omfang har forfatterne i denne oppgaven valgt å ikke utføre en dypere analyse av skatt og effektene skatt kunne hatt på analysen. Skatt kunne i seg selv vært en hel masteroppgave, men er satt flatt til 24% tross ulike skattesatser i de ulike regionene Aker ASA opererer i for å isolere effekten av WACC som er gjenstand for analyse i denne oppgaven. Det vil virke mot sin hensikt å beregne de ulike skattesatser for Aker ASAs dattervirksomheter, da dette vil kunne utgjøre en større feilkilde for oppgavens analyse. En eventuell sambeskatningsfordel som følge av konglomeratstrukturen vil derfor ikke bli nærmere ettergått. Forfatterne erkjenner at dette kunne bidratt til å belyse problemformuleringen, men dette er ekskludert med hensyn til oppgavens omfang.
- I deler av analysen har virksomheter med ulike regnskapsstandarder slik som IFRS, GAAP og PCAOB blitt anvendt uten å korrigere for dette. Forfatterne anerkjenner at dette kan innebære ulike innregningsprinsipper som ultimativt kan påvirke enkelte konklusjoner. Allikevel mener forfatterne at det kun vil kunne påvirke størrelsen på effektene som illustreres i analysen, men de overordnede effektene vil være de samme og dermed være representative for den samlede konklusjonen.

- I den strategiske analysen er to forutsetninger lagt til grunn. For det første er hvert enkelt selskap analysert med henblikk på en Stand Alone-verdiansettelse, det vil si uten inndragelse av eventuelle effekter som følger av å være underlagt en konglomeratstruktur. Videre er det som hovedregel forutsetninger for omsetningsvekst basert utelukkende på organisk vekst. Det vil si at inorganisk vekst som følge av eventuelle oppkjøp eller sammenslåinger ikke er innregnet i den forutsatte omsetningen. Det bemerkes dog at enkelte virksomheter har signalisert en klar oppkjøpsstrategi på kort sikt og i disse tilfellene har denne inorganiske veksten blitt innregnet.
- I verdiansettelsen av Aker ASA og tilhørende dattervirksomheter har den strategiske analysen dannet grunnlag for forventet vekst (g). Når vi senere i analysen verdiansetter virksomhetene på nytt med inndragelse av konglomerateffekten er de samme vekstforutsetningene lagt til grunn, selv om disse bygger på en strategisk analyse av virksomhetene på Stand Alone-basis. Dette er gjort for å kunne isolere effekten av en endret kapitalkostnad (WACC). Allikevel erkjenner forfatterne at vekstforutsetningene med all sannsynlighet vil endres ved inndragelse av effekten av en konglomeratstruktur, men denne effekten på vekst (g) ligger utenfor oppgavens spekter.
- Verdiansettelsen bygger utelukkende på DCF-modeller for de ulike virksomhetene. Andre verdiansettelsesmodeller som EVA og multipler anvendes ikke, da oppgavens formål ikke er en verdiansettelse med henblikk på å finne korrekt absolutt aksjekurs for hvert selskap, men en analyse av konglomeratstrukturens effekt på kapitalkostnaden.
- Aker ASAs relative verdivurdering sammenliknet med andre virksomheter, er ikke i denne oppgaven tatt i betraktning. En rekke akademiske teoretikere har tidligere analysert prisingen av diversifiserte virksomheter målt opp mot frittstående virksomheter, med påfølgende forklaringer på dette forhold. En slik tilnærming til problemstillingen vil denne oppgaven ikke ta, og holder Aker ASAs verdivurdering kun mot de underliggende aktiver i virksomheten. Vi anser videre en Peer Group-analyse for prisingen av et konglomerat å være en svært krevende øvelse, da det å finne faktisk sammenliknbare fokuserte virksomheter vil ha en stor feilkilde i et imperfekt sammenlikningsgrunnlag. Å finne virksomheter vi anser som sammenliknbare med Aker ASA er tilnærmet umulig, og krever videre en analyse av helt andre forhold enn de denne oppgaven ønsker å undersøke.

- Oppgaven behandler samtlig finansiell data i nominelle termer. Det er av forfatterne oppfattning at en justering av historisk data for prisvekst og estimering av fremtidig inflasjon ikke vil være belsynende for oppgaven og analysens fokus. En økning i antallet forutsatte fremtidige variabler vil videre representere en ytterligere feilkilde i oppgaven.

7 Eksisterende Litteratur

På 1960-tallet spredte en bølge av M&A's seg i USA, og antallet konglomerater steg kraftig. En ny trend hvor den daglige operasjonen ble desentralisert, mens de langsiktige strategiske avgjørelsene ble gjort sentralt. Denne strukturen er bedre kjent som den multi-divisjonelle «M-formen» i organisasjonsteori (Sudarsanam, 2003). Denne strukturen gir lite rom for overlapp mellom de ulike desentraliserte enhetene, hvor hver enkelt enhet fungerer som individuelle kostnads- og profittsentre. Dette kan bidra til intern konkurranse mellom de ulike forretningsenhetene hvor egne interesser på desentralt nivå går fremfor langsiktige strategiske interesser på sentralt nivå og selskapets overordnede mål om å maksimere verdien for eierne (Klein & Lien, 2015). En slik intern konkurranse kan derfor redusere verdien på konglomerater som helhet, tross en solid drift på desentralt nivå.

Et klassisk agentproblem er at ledelsen ønsker å maksimere egne interesser fremfor å maksimere verdien for eierne. Økt kontroll for ledelsen kan også gi private fordeler, hvorfor oppkjøp av nye virksomheter kan være av interesse for ledelsen i et konglomerat, men ikke nødvendigvis for eierne (Bennedsen & Nielsen, 2009). Et oppkjøp av et nytt selskap for å øke graden av diversifisering i konglomeratet, kan være gjort for å redusere risikoen for å miste jobben av ledelsen. Eierne av selskapet har typisk en veldiversifisert portefølje, mens ledelsen kan sies å sitte på et svært lite diversifisert aktiv, hvilket gjør dem utsatt for selskapsspesifikk risiko som konkurs. Av den grunn kan ledelsen velge å kjøpe opp virksomheter i urelaterte forretningsområder for å diversifisere bort denne selskapsspesifikke risikoen i frykt for å miste jobben ved en eventuell konkurs. I tillegg kan private fordeler som økt sosial status og høyere lønn være faktorer som får ledelsen til å handle i strid med eiernes interesser. Denne

diversifiseringen er derfor gunstig for ledelsen, men ikke nødvendigvis for eierne, i det den kan redusere verdien på konglomeratet totalt sett (Sudarsanam, 2003).

Diversifikasjon i form av konglomerater kan være et substitutt til tradisjonell porteføljedyversifikasjon av aksjer. I stedet for å konstruere en portefølje av ti aksjer innen ulike bransjer og sektorer, kan en investor handle aksjen til et konglomerat og oppnå den samme diversifikasjonen. Her forutsettes det at den konstruerte porteføljen er en eksakt kopi av konglomeratet, og at det derfor ikke skal være noen forskjell i verdien på de to investeringene. Dette er dog ikke konsistent med teorien om konglomerater, hvor faktorer som økt markedsrett, lavere kapitalkostnader og synergieffekter, for å nevne noen, kan bidra til å skape verdi for konglomerater. Denne verdien skal derfor være større enn kostnadene ved å bygge opp konglomeratet, slik at det genereres verdi netto (Klein & Lien, 2015). En slik tilgang forutsetter at å investere i den konstruerte aksjeporteføljen er mer kostbart enn å bygge opp konglomeratet. I et velutviklet finansmarked er dog kostnadene ved å investere i aksjeporteføljen kun en brøkdel av kostnadene ved å bygge opp konglomeratet, hvilket impliserer at konglomeratstrukturen reduserer verdien på dattervirksomhetene samlet sett sammenliknet med verdien på Stand Alone-basis.

I enkelte situasjoner kan det være vanskelig å investere i virksomheter dersom de eksempelvis ikke er børsnoterte, finansmarkedene ikke er velutviklede, eller det foreligger restriksjoner for utenlandske investorer. Da kan et diversifisert selskap, et konglomerat, være et alternativ for investorer for å få tilgang til disse virksomhetene, som kan bety at konglomeratet skal handles til en premium (Sudarsanam, 2003).

I et konglomerat, vil omsetningen i de ulike forretningsområdene ha en lav korrelasjon, og dermed redusere volatiliteten i omsetningen samlet sett for konglomeratet. På et generelt grunnlag vil et selskap med svært volatile inntekter ha problemer med å betjene et lån, enn et selskap med stabil inntjening (Lewellen, 1971). Høy volatilitet øker konkursrisikoen som igjen øker låneomkostningene og egenkapitalomkostningen til selskapet. Derfor vil et konglomerat isolert sett ha en lavere risiko for konkurs enn et enkeltstående selskap hvor inntektene er mer

volatile. Sett fra et annet perspektiv, vil et konglomerat kunne ha samme konkursrisiko som et enkeltstående selskap, men samtidig ha en økt gjeldskapasitet.

Høyere gjeld, betyr økte finansielle omkostninger som igjen gir skattefordeler i en rekke land som USA, Storbritannia, Tyskland og Norge. I tillegg vil det være mulig i et konglomerat å benytte skattemessig underskudd i en av dattervirksomhetene til å redusere skatten i et annet med skattemessig overskudd. På denne måten vil den totale skattebyrden reduseres for konglomeratet som helhet (Sudarsanam, 2003).

Enkelte elementer i konglomeratstrukturen taler for at det i utgangspunktet burde eksistere en premium for konglomerater sammenliknet med fokuserte virksomheter. Evnen et konglomerat vil ha til å kunne flytte kapital mellom sine ulike forretningssegmenter gjør at det i utgangspunktet har en kostnadsbesparende fordel, ved at det da blir mulig å kunne unngå innhenting av ekstern og kostbar kapital.

Mazur & Zhang (2015) forsøker å teste denne hypotese ved å se hvordan gjennomsnittlig rabatt for konglomerater utvikler seg ut ifra gjeldende effektivitet i de eksterne finansielle markeder. I artikkelen benyttes Tobin's Q for konglomeratet sammenliknet med sammenliknbare fokuserte virksomheter for å fastsette konglomeratets Excess Value. Grunnleggende defineres Excess Value ved følgende, først definert av Berger og Ofek (1995);

$$PEV = \ln \left[\frac{PMV}{\sum_{i=1}^n DA_i \left[\ln \left(\frac{M}{B} \right) \right]} \right]$$

Hvor PEV er logaritmen av overskuddsverdi av moderselskapets markedsverdi og bokførte forpliktelser, over summen av dattervirksomhetenes Stand Alone-verdi gitt ved median pris/bok for fokuserte virksomheter i samme segment.

Grunnleggende finner forfatterne empirisk bevisførsel for at effektiviteten i eksterne kapitalmarkeder og tilgangen på kreditt har en direkte forklarende effekt på den negative overskuddsverdien av diversifiserte virksomheter – en overskuddsverdi som øker ved synkende tilgang på kreditt som i 2001 og 2008/2009 (Mazur & Zhang , 2015).

En kvantitativ kategorisering av et kapitalmarkeds effektivitet defineres av Rudolph og Schwetzler (2013) som et kombinert mål av GNI per capita, markedsverdi av noterte virksomheter som en prosent av BNP, total verdi av aksjer handlet som prosent av BNP og antall noterte virksomheter mot totalt innbyggertall. Ut ifra dette rangerer artikkelforfatterne forskjellige geografiske områder relativt til hverandre, for så å kunne teste om forholdet mellom verdiansettelse av konglomerater og diversifiserte virksomheter over tid konvergerer med graden av effektivitet og utvikling av de lokale kapitalmarkeder.

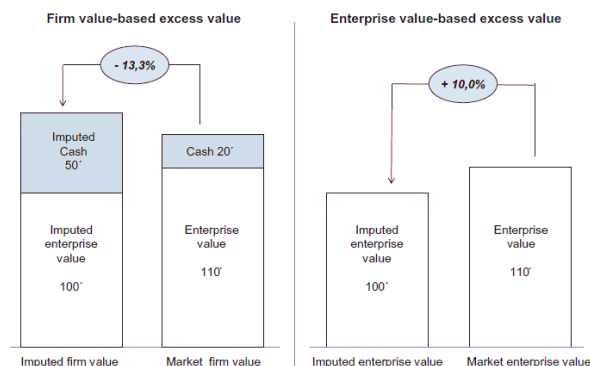
I tillegg til en relativ vurdering av effektiviteten i det eksterne kapitalmarkedet, vil det bli nødvendig å samtidig kunne vurdere effektivitet for allokering av kapital internt i virksomheten. Dermed må en vurdere effektiviteten i kapitalallokering og finansiell struktur relativt til sammenliknbare fokuserte virksomheter som opererer i det samme kapitalmarked (Mazur & Zhang , 2015).

Som blant annet et resultat av et indre kapitalmarked, er konglomerater i mindre grad avhengige av kontantbeholdninger av samme størrelsesorden som sammenliknbare fokuserte virksomheter (Bakke & Gu, 2016). I konglomeraters dattervirksomheter vil det dermed kunne være problematisk å benytte tradisjonell multiappelbasert verdiansettelse på forholdstall mellom Firm Value (EV/FV) og salg (Rudolph & Schwetzler, 2014). Ettersom gjeldende empirisk forskning på konglomeratrabatt som fenomen benytter en standardisert modell for beregning av Excess Value (Berger & Ofek, 1995) som benytter seg av denne metodologien for fastsettelse av samtlige dattervirksomheters verdi, vil det dermed også kunne argumenteres for at denne metodikken feilaktig estimerer gjeldende rabatt for konglomerater (Rudolph & Schwetzler, 2014).

Grunnet dette foreslår Christin Rudolph og Bernhard Schwetzler (2014) en ny metodikk for verdiansettelse av dattervirksomheter og dermed også målet på gjeldende Excess Value. Deres metodikk inneholder grunnleggende to elementer:

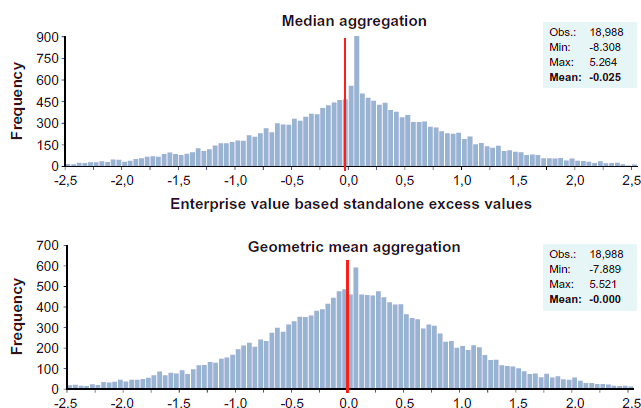
Først foreslår forfatterne å endre utarbeidelse av gjeldende multiappel for å begrense effekten en lavere gjennomsnittlig kontantbeholdning for dattervirksomheter i konglomerater, ved å endre total bokført gjeld med netto rentebærende gjeld og dermed justere for forskjeller i

kontantbeholdning. Ved å dermed benytte Enterprise Value som gjeldende multiplert istedenfor FV, elimineres dermed problemet skapt av ulike nivåer på kontantbeholdninger mellom konglomerater og fokuserte virksomheter.



Figur 2 (Rudolph & Schwetzler, 2014)

I tillegg legges det frem muligheten til å fastsette gjeldende multipler med bruk av et geometrisk gjennomsnitt, istedenfor å benytte seg av medianverdien slik det originalt legges frem av Berger & Ofek (1995). Dette leder, ifølge forfatterens empiriske undersøkelse av amerikanske konglomerater i perioden 1998 til 2010, en reduksjon av estimert Excess Value på 16%. Dette illustreres videre ved forholdet mellom Excess Value ved bruk av medianverdier for EV-multiplert, mot geometrisk gjennomsnitt brukt for fastsettelse.



Figur 3 (Maksimovic & Phillips, 2002)

Vojislav Maksimovic og Gordon Phillips (2002), fremlegger en av få kvantitative undersøkelser som tar for seg den historiske effektiviteten i allokering av kapital innad i

konglomerater. Ved å undersøke vekst og investering i konglomerater holdt opp mot fokuserte virksomheter, forsøkes det å teste den antatte ineffektiviteten i konglomerater som en forklarende faktor på rabatten konglomerater handles til. Hva forfatterne imidlertid finner, er at konglomerater historisk har evnet å bedrive investeringer som har ledet til vekst i et flertall av sine forretningsområder, og videre at denne er sammenfallende med hva forfatterne anser som Optimal Behaviour (Maksimovic & Phillips, 2002).

Det finnes empirisk bevis for at en simplifisering av konglomerater vil være verdiskapende, om en måler det i moderselskapets verdiansettelse relativ til deres sammenliknbare fokuserte virksomheter (Khorana, Stendevad, Sanzhar, & Shivdasani, 2011). En økning i virksomheter skilt ut ifra industrielle konglomerater, argumenterer de, er grunnet et ønske om å øke verdiansettelsen på moderselskapet. Ifølge forfatterne, vil dette være fordelaktig i et makroøkonomisk bilde hvor kapitalmarkedene er mottakelige for nye børsnoteringer, i motsetning til i resesjoner og perioder med mindre likviditet. I disse tilfellene, vil konglomerater på sin side handles til en premium sammenliknet med sine fokuserte peers, da det antas at investorer er villige til å betale en premium for en diversifisert eksponering mot ulike markeder og industrier (Khorana, Stendevad, Sanzhar, & Shivdasani, 2011).

7.1 Delkonklusjon – Eksisterende Litteratur

Grunnleggende, fokuserer teorien på en av to former konglomeratrabatt. Den ene handler om en verdiansettelse av konglomerater som er lavere enn konglomeratets fokuserte konkurrenter, i denne oppgaven eksempelvis Aker ASA sammenliknet med store norske industrivirksomheter som Statoil, Hydro eller Orkla. Fenomenet er i stor grad forklart av sammenhengen mellom investorers risikovillighet og makroøkonomiske forhold, som gjør at den relative verdivurderingen av et konglomerat som en diversifisert portefølje vil variere avhengig av hvilken premium eller rabatt investorer ser seg villige til å ta.

Perspektiv nummer to dreier seg mer om de interne forhold i et konglomerat, ved at det er en forskjell mellom moderselskapets verdi og de underliggende verdiene det eier. Det er presentert enkelte forskjellige forklaringer på dette. I hovedsak forklares anomalien med at konglomeratet enten er for lite transparent og intrikat, eller at verdivurderingen av de

underliggende virksomhetene er feil. Dette ved at verdivurderingen av dattervirksomhetene gjøres relativ på multipler mot sammenliknbare, børsnoterte fokuserte virksomheter. Det argumenteres for at et indre kapitalmarked og sub-optimal kapitalallokering gjør at en slik relativ verdivurdering vil lede til feilaktige estimater av konglomeratets samlede aktiver og deres verdi. Vi finner imidlertid også argumenter i teorien om at dette simpelthen ikke stemmer, da spesielt ved Maksimovic og Phillips (2002), som på sin side viser til funn som avkrefter at kapitalallokering og vekst i dattervirksomheter er svakere enn i dattervirksomhetenes sammenliknbare, frittstående peers.

Denne oppgaven skilles fra argumentene nevnt over ved at samtlige dattervirksomheter, med unntak av Aker BioMarine, er noterte offentlige virksomheter. I vår gjennomgang av eksisterende teori er det tilsynelatende ikke gjort en undersøkelse av et konglomerat med en slik struktur. Disse forhold muliggjør en mer nøyaktig vurdering av konglomeratrabatten, definert som forholdet mellom markedsverdi av moderselskap målt mot den underliggende verdien av virksomhetens investeringer. Det er videre tilsynelatende aldri foretatt en grundigere gjennomgang av konglomeratets effekt på datterselskapenes vektete kapitalkostnad, på tross av dens store betydning for verdivurderingen av underliggende aktiver. Denne tilsynelatende mangelen i eksisterende forskning, er dermed hva denne oppgavens analyse vil forsøke å belyse.

8 Teori

8.1 WACC

For å drive et vellykket selskap er det nødvendig for selskapet å akseptere risiko. Et shippingselskap må eksempelvis foreta store investeringer i skip i troen på en økt etterspørsel etter transport av varer mellom ulike land og verdensdeler. Investorer og banker som stakeholders vil derfor kompenseres for denne risikoen de påtar seg ved å låne ut penger til finansiering av risikable investeringer. Denne risikoen oversettes ofte til kapitalkostnaden.

Denne kapitalkostnaden kan dog være komplisert å beregne og det råder stor uenighet blant eksempelvis banker og investorer om hvordan denne skal estimeres. Det finnes ulike metoder for å måle kapitalkostnaden, slik som avkastningskravet til aktivene, avkastningskravet til egenkapitalen og den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden, WACC.

Vi vil i denne oppgaven anvende WACC som mål for kapitalkostnaden når vi diskonterer tilbake de frie kontantstrømmene (FCFF). Den generelle formelen for WACC defineres av Petersen og Plenborg som følger:

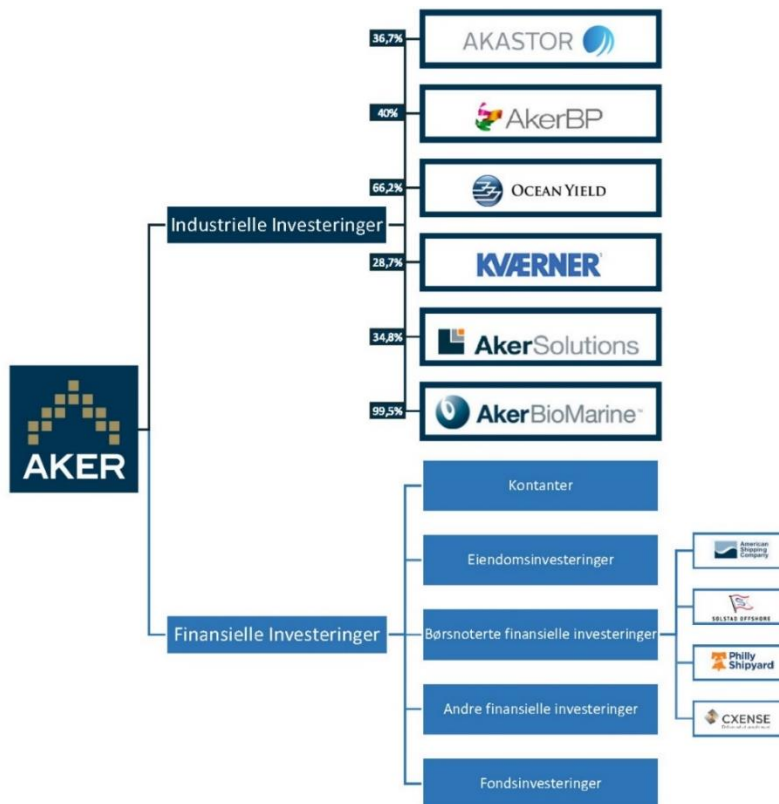
$$WACC = \frac{D}{D + E} * r_d * (1 - t) + \frac{E}{E + D} * r_e$$

I denne oppgaven defineres gjeld (D) som markedsverdien av netto rentebærende gjeld. Dette vil bli utdypet og forklart nærmere i senere avsnitt hvor markedsverdien av gjelden blir beregnet. Egenkapitalen (E) er også målt etter markedsverdi som produktet av antall utestående aksjer og gjeldende markedskurs på de ulike virksomhetene.

Egenkapitalkostnaden (r_e) og gjeldskostnaden (r_d) vil bli beregnet og analysert i hver sine avsnitt som en del av oppgavens analyse. Egenkapitalkostnaden blir ofte beregnet ved hjelp av CAPM, hvilket også gjelder denne oppgaven. Marginal skattesats (t) er nærmere forklart i oppgavens avgrensning.

Den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden, WACC, er et omfattende og sammensatt, hvorfor en grundigere gjennomgang av estimering av denne vil bli foretatt i analysen, med tilhørende teori.

9 Aker ASA



Figur 4 – Aker ASAs industrielle og finansielle investeringer (Egen tilvirkning, Aker ASA 2018)

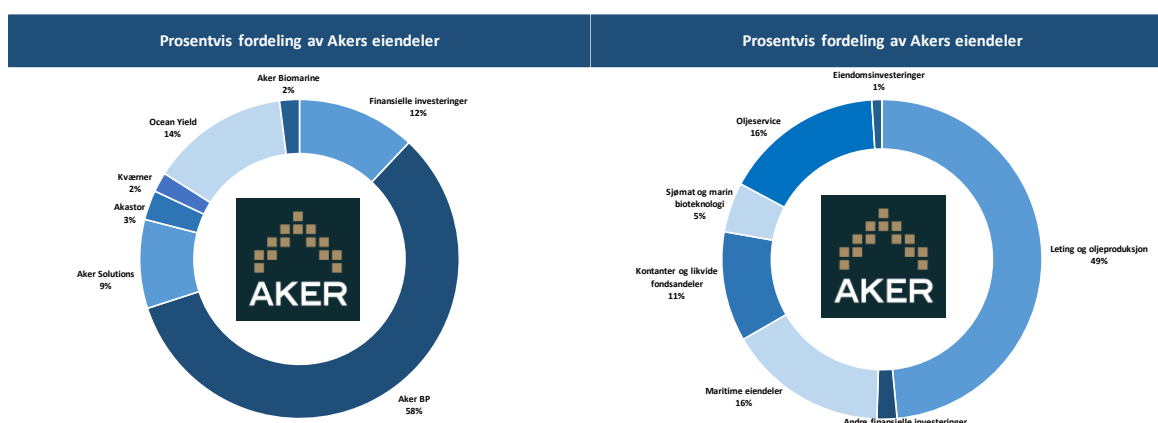
Aker ASA er et industrielt investeringsselskap som skaper verdi gjennom aktivt eierskap. Selskapet konsentrerer seg om sektorene olje og gass, maritime eiendeler og marin bioteknologi gjennom to porteføljer. Disse to er delt opp i virksomhetens industrielle investeringer, hvor de gjennom et aktivt eierskap skal sørge for utviklingen av virksomhetene over tid. I tillegg kommer Aker ASAs finansielle investeringer med et mindre langsiktig perspektiv, som består av kontanter og likvide midler, eiendom og andre eiendeler.

Virksomhetens historie strekker seg tilbake til 1841. Etter fremveksten av norsk olje og gassindustri sent 1960, har virksomheten fokusert seg mot olje og offshorevirksomhet.

9.1 Aker i dag

Ved utgangen av 2017 bestod Aker ASAs samlede portefølje av 44,6 milliarder kroner i form av industrielle investeringer, svarende til 88% av samlede verdijusterte eiendeler i Aker ASA, mens finansielle investeringer utgjorde 5,8 milliarder kroner, svarende til 12% av samlede verdijusterte eiendeler (Aker ASA , 2018).

Figurene under viser en mer detaljert oppdeling av Aker ASAs eiendeler og investeringer, hvor grafen til venstre viser en prosentvis fordeling av Aker ASAs eiendeler, mens grafen til høyre viser en prosentvis fordeling per sektor for Aker ASAs industrielle og finansielle investeringer.



Figur 5 – Aker ASAs eiendeler (Egen tilvirkning, Aker ASA 2018)

Under følger en beskrivelse av de seks dattervirksomhetene til Aker ASA som er klassifisert som industrielle investeringer.

10 Aker BP

Aker BP er et fullintegrt oljeselskap, med leting, utvikling og produksjon på norsk sokkel. Selskapet har ingen olje- og gassaktiver utenfor Norge. Alle aktiviteter er derfor innenfor norske offshore skatteregler, og de aktivitetene selskapet har utenfor norsk sokkel er relatert til konstruksjon og utbygging av nye felt. Aker BP er aktive innen alle tre hovedfeltene på norsk sokkel, og planlegger å fortsette med dette i årene som kommer. Virksomheten har

hovedkontor på Fornebu, like utenfor Oslo, men har også kontorer i Harstad, Sandnessjøen, Stavanger og Trondheim. I utgangen av 2017 hadde selskapet 1.371 ansatte. Som operatør for 62 lisenser og partner på ytterligere 46 lisenser, er Aker BP en av de største lisensholderne på norsk sokkel (Aker BP, 2017).

10.1 Historie

Aker Group opprettet i 2006 selskapet Aker Exploration ASA som skulle fokusere på leting og produksjon på norsk sokkel. I 2007 fikk virksomheten sine første lisenser og ble kvalifisert som operatør og ble høsten 2007 børsnotert på Oslo Børs. I 2009 startet forhandlinger om en fusjon mellom Aker Exploration og Det Norske Oljeselskap som ble vedtatt på virksomhetenes ekstraordinære generalforsamlinger 19. oktober 2009. Den nye virksomheten var effektiv fra desember 2009 og drev under navnet Det Norske Oljeselskap ASA.

Det Norske Oljeselskap ASA ble sommeren 2016 enig med BP p.l.c. om en fusjon med BP Norge AS som skulle bli det ledende uavhengige E&P (Exploration & Production) selskapet i Norge. Fusjonen ble datert til 30. september 2016, hvor selskapet skiftet navn til Aker BP ASA og flyttet hovedkontoret fra Trondheim til Fornebu, like utenfor Oslo. I september samme år ble 100% av aksjene i BP Norge flyttet over til Aker BP ASA, hvor det opererte som et selvstendig datterselskap frem til fusjonen ble fullført i desember og selskapet ble en del av Aker BP ASA (Aker BP, 2017).

10.2 Virksomheten i dag

Aker BP er notert på Oslo Børs med ticker AKERBP og er målt i produksjon et av de største uavhengige børsnoterte oljevirksomhetene i Europa (Aker BP, 2018). Selskapet har aktiviteter innenfor produksjon, utbygging, leting og lisenser.

Den samlede produksjonen i 2017 for selskapet var 138.800 fat oljeeekvivalenter per dag. 31.12.2017 hadde Aker BP produksjon på 13 felt: Alvheim, Atla, Bøyla, Enoch, Gina Krog, Hod, Ivar Aasen, Skarv, Tambar/Tambar øst, Ula, Valhall, Vilje og Volund.

Aker BP har konsentrert sin letevirksomhet til Nordsjøen, med omlag 2/3 av sine letemidler investert i de modne områdene i Nordsjøen og de øvrige 1/3 i all hovedsak i Barentshavet og

de mindre modne områdene i Nordsjøen hvor infrastrukturen er dårlig og funnraten forholdsvis lav (Aker BP, 2017).

11 Aker Solutions

Aker Solutions tilbyr produkter, systemer og tjenester til olje- og gassindustrien. Hovedfokuset ligger på produksjonsutstyr til subsea-næringen, men tilbyr også vedlikehold og utbygging eller ombygging av eksisterende olje og gassfelt med henblikk på å utvide levetiden på feltene. Selskapets hovedkontor ligger i Oslo, men har kontorer i 20 land, fordelt på 52 lokasjoner, med over 14.000 ansatte og er notert på Oslo Børs (Aker Solutions, 2017).

11.1 Historie

Aker Solutions startet som et lite mekanisk verksted ved navn Aker ASAs Mekaniske Verksted langs Akerselven i Oslo i 1841. Selskapet hadde en solid vekst og ekspanderte i takt med den industrielle revolusjon. I begynnelsen var hovedaktivitetene skipsbygging og produsering av komponenter til jernindustrien, men etter oljen ble funnet i Nordsjøen på 60-tallet, skiftet selskapet fokus. Først bygget de om og reparerte eksisterende rigger i Nordsjøen, men etterhvert utviklet de egne rigger slik som Aker H-3, hvilket er en av de mest anerkjente riggene den dag i dag. I 1967 leverte Aker riggen Ocean Viking, en offshore borreplattform som ble brukt i funnet av Norges første oljefelt, Ekofisk (Aker ASA, 2016). I 2002 kjøpte Aker opp konkurrenten Kværner og drev videre under navnet Aker Kværner. Etter å ha strømlinjet fokuset til kjerneaktivitetene innen olje og gass, endret selskapet navn til Aker Solutions i 2008, før de i 2011 skilte ut EPC (Engineering, Procurement & Construction)-aktivitetene i et eget selskap, Kværner ASA. I 2015 leverte Aker verdens første subsea gasskompresjonssystem for Statoil. Anlegget er på størrelse med en fotballbane og det revolusjonerte offshore naturgassproduksjon ved kostnadskutt og forbedret sikkerhet på havbunnen (Aker Solutions, 2017).

11.2 Virksomheten i dag

I dag er Aker Solutions en av verdens ledende virksomheter innen leveranse av oljefeltprodukter, systemer og service til olje og gassnæringen og fokuserer på hurtig voksende dypvanns- og subsea markeder. Selskapet tilbyr subsea produksjonsutstyr og offshore oljefeltløsninger i tillegg til vedlikehold og ombyggingsarbeid (Aker Solutions, 2017).

12 Kværner

Kværner er en av markedslederne innen levering av komplette offshoreplattformer og landfaste produksjonsanlegg til olje- og gassnæringen. De spesialiserte seg på EPC-tjenester (Engineering, Procurement & Construction), hvilket betyr at de står for alle ledd i verdikjeden. Selskapet har vært hovedleverandør for omkring 70 prosent av plattformutviklingsprosjektene på norsk sokkel i tillegg til en rekke prosjekter i resten av verden. I Norge har Kværner to store verft, henholdsvis Kværner Værdal som spesialiserte seg på stålunderstell til plattformer, såkalte jackets, og Kværner Stord som spesialiserte seg på plattformdekk (Kværner, 2017).

12.1 Historie

Kværners historie daterer seg helt tilbake til 1853, da Kværner ble grunnlagt i Oslo av Oluf A. Onsum. På denne tiden produserte selskapet en rekke jernprodukter som ploger til jordbruk, verktøy, fyringsovner og industrielle ovner. Utover 1900-tallet utvidet Kværner videre og ble etterhvert en ledende leverandør av stålbroer og produsent av tog, før de gradvis ble et av Norges største industrikonsern med produkter som pumper, turbiner, kraner osv. I årene etter andre verdenskrig var det behov for nye skip over hele kloden. Her så både Aker og Kværner store muligheter og etterhvert produserte begge virksomhetene skip. Dette ble starten på flere tiår med konkurranse mellom de to virksomhetene. Etter høykonjunkturen på 1960-tallet utviklet og patenterte Kværner en design som ble verdensledende for LNG-tankskip. I 1969 ble Ekofiskfeltet oppdaget på norsk sokkel, et felt som skulle vise seg å være et av verdens største oljefelter til havs. Igjen så både Aker og Kværner muligheter og ble konkurrenter innen leveranser av spesialkomponenter til olje- og gassnæringen, hvilket skulle vise seg å fortsette i mange år fremover. Opp igjennom årene har Aker og Kværner flere ganger sett mulighetene

for å fusjonere de to virksomhetene, men i 2002 ble avtalen signert og fullført i mars 2002. Det nye selskapet het Aker Kværner, som i 2008 endret navn til Aker Solutions. I 2011 ble det vedtatt av generalforsamlingen at delen av Aker Solutions som drev med plattformer til havs og landanlegg skulle skilles ut i et eget børsnotert selskap under Kværner. Det er nettopp dette Kværner vi kjenner i dag (Kværner, 2018).

12.2 Virksomheten i dag

I dag produserer og leverer Kværner komplette offshoreplattformer, hvor de produserer alt fra stålunderstell til plattformdekk, marine betongløsninger, subsealøsninger i tillegg til landfaste mottaks- og produksjonsfasiliteter for olje og gass. De siste 45 årene har Kværner levert 46 stålunderstell og innen marine betongløsninger er de ubestridte markedsledere med to dusin prosjekter. I tillegg har de vært hovedleverandør på syv av de syv største landfaste produksjonsfasilitetene for olje og gass i Norge. Selskapet har sitt hovedkontor i Oslo, men har kontorer og fabrikker i flere av verdens olje- og gassregioner. Kværner spesialiserte seg på prosjekter i utfordrende miljøer med stramme budsjetter og krevende tidsrammer. I tillegg har Kværner vært en pioner på markedet for demontering og avvikling av offshoreplattformer med lang erfaring fra norsk og britisk sokkel (Kværner, Annual Report).

13 Aker BioMarine

Aker BioMarine er et nært heleid datterselskap av Aker ASA, med en eierandel på 99,51% av Aker BioMarines aksjer (Aker ASA, 2018). Virksomheten utgjør omlag 2-3% av Aker ASAs totale eiendeler, og er dermed den minste av Aker ASAs investeringer. Aker BioMarine er en bioteknologivirksomhet som utvikler, markedsfører og selger krill og krillbaserte ingredienser for konsum av både mennesker og dyr. Dette dreier seg da mer spesifikt om produkter som Qrill Aqua som fungerer som næringstilsetning for oppdrett av laks, og Superba Krill Oil som er Aker BioMarines merkevare innenfor ingredienser for Omega 3 markedet for kosttilskudd. Virksomheten er involvert i hele sin verdikjede fra innhenting av krill fra havet, til fremstilling av forskjellige produkter og distribusjon av dette (Aker BioMarine, 2018).

13.1 Historie

Virksomheten ble først notert på Oslo Børs etter en sammenslåing med det da noterte Natural AS (NTB , 2007), tidligere registrert som en del av Aker Seafood Holding. Under denne strukturen går virksomhetens historie tilbake til 2003, hvor virksomheten først startet operasjoner med innhenting av antarktisk krill (Aker ASA, 2018). Virksomheten har siden sin børsnotering opplevd store problemer med lønnsomhet og vekst, men forblir en investering Aker ASA selv ser et stort potensial i (Haugen, 2017). Først i 2014 kunne virksomheten vise til første år med positiv kontantstrøm, og året etter noterte virksomheten første år med en positiv bunnlinje. Virksomheten ble igjen tatt av børs i 2013 etter en overtakelse av Aker Seafoods Holding, en heleid holdingvirksomhet av Aker ASA. Det foreligger per dags dato ingen konkrete planer om ny børsnotering av virksomheten (Netfonds , 2018).

13.2 Virksomheten i dag

Virksomheten har i dag omlag 300 ansatte, og opplever en kontinuerlig vekst i sine driftsmarginer (Aker BioMarine , 2017). Omsetningen kommer primært fra Europa med omlag 60 millioner USD, Asia & Australia med det samme, og USA med omtrent 35 millioner USD. Virksomheten legger stor vekt på bærekraft og innovative løsninger på sitt arbeide, og fortsetter videre med større investeringer i nytt utstyr i form av nye skip og infrastrukturelle forbedringer i sin verdikjede. Virksomheten bedriver salg til tre separate markeder, med salg av krillolje til privatmarkedet som sin største inntektskilde. I tillegg selger virksomheten ernæring for oppdrettslaks og husdyr (AkerBioMarine , 2017).

Markedet for krillolje og krillbaserte produkter var i 2015 vurdert til en samlet verdi av i overkant av USD 204 millioner (Grand View Research, 2017). I all hovedsak er alle produkter i markedet fremstilt fra fangst av krill fra havet. For markedet som helhet er det i hovedsak kosttilskudd som er den store verdidriveren, ansvarlig for omlag 60% av all omsetning, sammen med ernæring for oppdrett og husdyr. Generelt har bransjen hatt problematikk i direkte konkurranse med fiskeolje, som inntil videre har opplevd høyere etterspørsel sammen med lavere produksjonskostnader. Bransjen som helhet er preget av noen få, store aktører som

blant annet Aker BioMarine, RB LLC, Norwegian Fish Oil og Rimfrost AS. I tillegg følger et titalls mindre aktører på markedet (Grand View Research, 2017).

14 Ocean Yield

Ocean Yield fokuserer sin virksomhet i eierskapet av skip på lange kontrakter med faste rater. Virksomhetens hovedfokus er på sin stabilitet og kontinuerlige utbyttebetalinger til virksomhetens aksjonærer (Ocean Yield ASA, 2018). Virksomheten er dermed primært en skipsfinansieringsvirksomhet, og leier ut sine aktiver som Bare Boat, altså at de heller ikke selv opererer aktivene de eier. Virksomheten utgjør 15% av Aker ASAs eiendeler, som eier 66.2% av virksomheten. Virksomhetens vekst er en direkte funksjon av Ocean Yields oppkjøp, og vekst vil dermed utelukkende foregå inorganisk gjennom egenkapital- eller gjeldsfinansierte investeringer.

14.1 Historie

Ocean Yield skilles ut fra Aker ASAs skipsfinansieringsvirksomhet i 2012, og gjør sine første investeringer i to autotransportskip samme året. Påfølgende følger en rekke gjeldsfinansierte oppkjøp frem til virksomheten i juli 2013 noteres på Oslo Børs, hvor virksomheten fremdeles omsettes (Oslo Børs, 2018). Senere samme året begynner virksomhetens aggressive utbyttestrategi. Virksomheten finansierer deretter oppkjøp ved flere obligasjonsutstedelser, og en aksjeemisjon i 2016. Ocean Yield innhenter så ytterligere egenkapital med en ny aksjeemisjon i februar 2018.

14.2 Virksomheten i dag

Virksomheten eier per februar 2018 51 skip, med en gjennomsnittlig kontraktlengde på 11.5 år (Ocean Yield, 2018). Virksomheten fokuserer sine investeringer på nye moderne aktiver, sikre motparter og en diversifisert portefølje av segmenter for disse skipene å operere i. Virksomhetens største eksponering er mot tankmarkedet, hvor de eier 22 skip, resten av porteføljen er fordelt over oljeservice, tørrbulk, container, autotransport, gasstankere og flytende produksjonsenheter (FPSO) (Ocean Yield, 2018). I tråd med sin utbyttestrategi

leverer virksomheten et utbytte tilsvarende en avkastning på omlag 8.7% til sine aksjonærer (Bloomberg , 2018), og grunnet sin langsiktige sikre kontantstrøm fra lange kontrakter indikerer Ocean Yields ledelse at dette kommer til å fortsette (Ocean Yield, 2018).

Ocean Yield opererer i en rekke shippingrelaterte bransjer, og er i så måte eksponert mot svingninger i disse segmentene separat. Ettersom virksomheten ikke er en direkte operatør av fartøyer er imidlertid effekten av disse svingningene mindre enn virksomheter som har en direkteeksponering mot det underliggende spotmarkedet for skip innenfor de varierende segmenter (Orbis , 2018). Historisk er de ulike segmentene Ocean Yield opererer i imidlertid sterkt utsatt for stor volatilitet i rater for leie av Bare Boat, og spesielt i oljeservice hvor det har vært dramatiske fall i markedsratene for skip. Samtlige segmenter Ocean Yield har aktiver i, har et stort antall aktører og problematikk med et overskuddstilbud av skip (Market Line, 2018).

15 Akastor

Akastor er en investeringsvirksomhet innenfor oljeservice. Virksomheten har som formål å gjøre langsiktige industrielle investeringer, og utøve aktivt eierskap i de virksomheter de er investert i. Virksomheten vil finansiere sine investeringer separat og upåvirket av hverandre, og skal søke investeringer som genererer inntekter større enn virksomhetens egenkapitalkostnad. Virksomheten skal i så måte også betale ut overskudd som utbytte til sine aksjonærer om slike alternativer ikke er funnet.

15.1 Historie

Akastor ble utskilt fra Aker Solutions ASA som del av en restrukturering hvor investeringsvirksomheten i oljeservice ble skilt ut fra Aker Solutions. Akastor fortsetter etter dette tidspunktet som en frittstående investeringsvirksomhet listet på Oslo Børs i september 2014 (Akastor, 2018). På dette tidspunkt besto virksomhetens investeringer av MHWirth, Frontica Business Solutions, AKOFS Offshore, Fjord Processing, KOP Surface Products, STEP Oiltools, First Geo og en norsk eiendomsportefølje. I 2015 ble Akastors

eiendomsportefølje solgt, i 2016 ble også Frontica Business Solutions og Fjord Processing tatt ut av virksomhetens investeringsportefølje. I tillegg har virksomheten i 2017 kvittet seg med KOP Surface Products (Byberg, 2017).

15.2 Virksomheten i dag

I dag er Akastors hovedvirksomhet deres investeringer i AKOFS Offshore og MHWirth. AKOFS eier og opererer skip for konstruksjon og vedlikehold av subseinstallasjoner. Virksomheten eier tre skip, som ifølge virksomheten selv utgjør en av markedets mest moderne flåte. AKOFS leverte i 2016 en omsetning på NOK 781 millioner og en EBITDA på 104 millioner (Akastor , 2018).

MHWirth leverer borreløsninger for olje og gassutvinning offshore. Virksomheten har vært operativ i over 100 år, og har idag aktivitet i over 15 land på fem kontinenter. I 2016 hadde virksomheten en omsetning på NOK 3.5 milliarder, og en EBITDA på NOK 71 millioner (Akastor , 2018).

I tillegg til disse investeringene har Akastor fremdeles også en rekke mindre, ikke aktive finansielle investeringer, fra NES Global Talent, STEP Oiltools, DOF Deepwater, First Geo og Cool Sorpiton.

Akastor er i all hovedsak eksponert mot olje og oljeservice, da både som tilbyder av ingeniør og operasjonelle tjenester. Dette er en bransje som har opplevd stor volatilitet i etterspørselen etter de produkter og tjenester de tilbyr, og som har sett store problemer med en pris på olje på svært lave nivåer. Dette har igjen ført til en lavere investeringsvilje hos oljeproduserende virksomheter, som vil ha en direkte innvirkning på inntjening og lønnsomhet for Akastors investeringer.

16 Strategisk Analyse

I de neste avsnittene vil konkurransesituasjonen på de tre markedene Olje og Gass, Maritim Transport og Shippingvirksomhet og til slutt Krill analyseres. Videre følger en strategisk

analyse av Aker ASAs seks dattervirksomheter, med unntak av Aker BioMarine jf. avgrensningen, som danner grunnlaget for forventet vekst og en DCF-verdiansettelse av de seks virksomhetene på Stand Alone-basis.

16.1 Olje og Gass

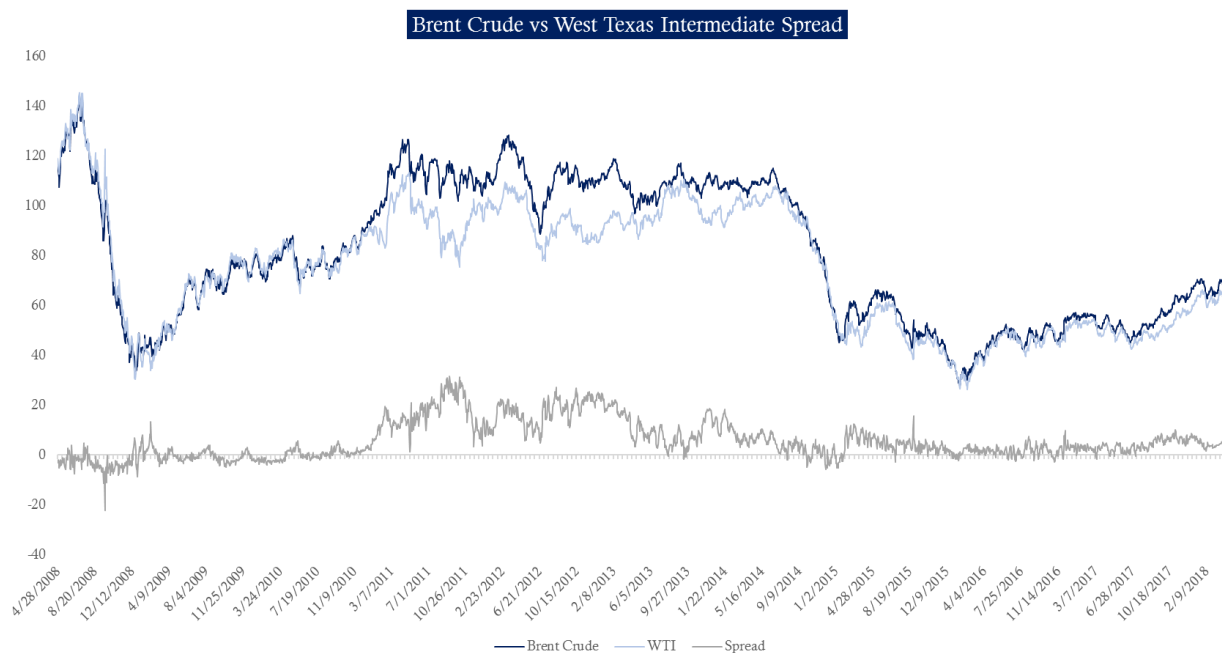
Ettersom Aker ASA er en stor aktør på markedet for olje og gass, er det interessant å analysere bransjens konkurranseintensitet. Bransjens fremtidsutsikter avhenger av attraktiviteten og vil kunne si noe om en virksomhets fremtidige situasjon. Generelt sett er attraktivitet en funksjon av konkurransenivået, og høy konkurranse reduserer sjansene for å oppnå unormal avkastning (Plenborg & Petersen, 2012). Det er derfor naturlig å analysere de ulike markedskreftene som påvirker konkurransen. Dette gjøres gjennom den klassiske modellen til Porter om de fem konkurransekreftene, Porters Five Forces.

Det globale olje- og gassmarkedet er definert som det totale forbruket, målt i fat oljeekvivalenter, av raffinert petroleumsprodukter og naturgass hos sluttforbrukerne i hvert land. Dette markedet har hatt en sterk negativ trend de siste årene, mye som følge av nedgangen i prisen på råolje (Marketline, 2017). Forbruket målt i volum har variert kraftig fra land til land, hvor modne markeder som Frankrike og Japan har hatt en nedgang i volum som følge av lav vekst i BNP, negativ populasjonsvekst og miljøvennlige initiativer, mens mindre modne markeder som Kina og Vietnam har hatt en vekst i volum som følge av de lave oljeprisene som har økt kjøpekraften hos konsumentene. I tillegg har mange land benyttet den lave oljeprisen til å fylle opp sine oljereserver hvilket har bidratt til å holde volumet oppe. I 2012 var det globale olje- og gassmarkedet på 46.171 millioner fat oljeekvivalenter, mens i 2016 var det på 48.693 millioner. Tross denne stigningen i volum, falt det samme markedet i verdi fra 2.929 milliarder dollar i 2012 til 1.206 milliarder dollar i 2016 (Norsk Petroleum, 2018).

Ulike benchmarks er vanlig å bruke ved prising av olje. Det finnes omkring 16 ulike benchmarks, men de tre vanligste er Western Texas Intermediate (WTI), Brent Crude og Dubai Crude. WTI er den mest kjente og raffineres i Midtvesten og kommer fra de sydvestlige statene i USA. Brent Crude raffineres primært i Nordvest Europa, og finnes i Nordsjøen midt

mellom Skottland og Norge. Dubai Crude brukes for å prise olje som kommer fra den Persiske Gulf (UK Petroleum, 2018). Crudeolje var det mest lukrative segmentet i 2016 med en total omsetning på 1.162 milliarder dollar, svarende til 96,4 prosent av markedets samlede verdi. Naturgass stod for de resterende 3,6 prosentene, svarende til 43.6 milliarder dollar (Marketline, 2017).

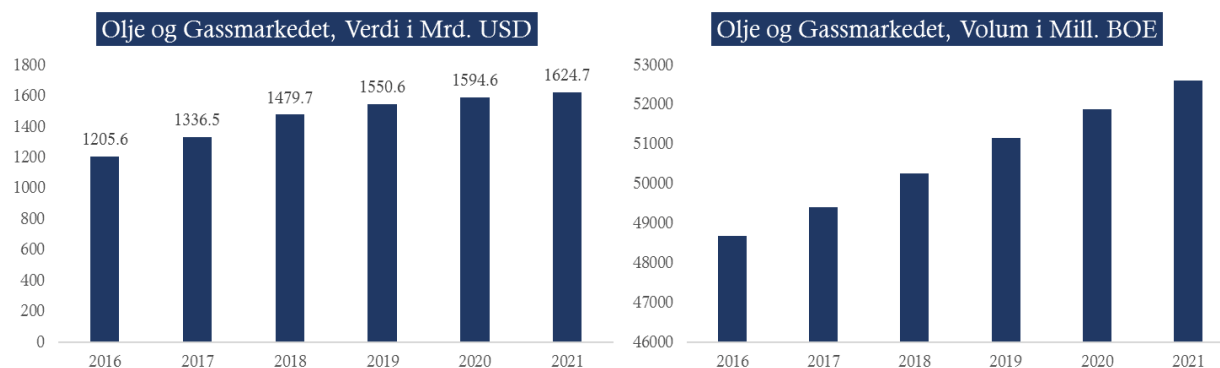
For ett år siden lå oljeprisen på omkring USD 50-55 og har siden det hatt en positiv trend. I dag ligger prisen på USD 60-65, et nivå flere analytikere mener vil holde seg på sikt. ABG har nylig oppjustert sitt langsiktige prismål for oljeprisen fra USD 55 til 60 (ABG Sundal Collier, 2018). De fremhever en høyere WTI-Brent spread som en årsak til dette. Produsentene av skiferolje er avhengige av en WTI-pris på USD 50-55 i 2018 for å nå break even i 2018, og med en stabil spread på 6 dollar de siste 4 månedene impliserer dette en høyere Brent pris enn tidligere hvor spreaden var på 1-3 dollar i 2016-2017. (ABG Sundal Collier, 2018). Den øverste av de to grafene under viser utviklingen i WTI og Brent fra 2015 frem til i dag, mens den nederste av de to viser utviklingen i spreaden i den samme perioden.



Figur 6 (Bloomberg, 2018)

Etterspørselen etter olje og gass har vært fallende i land som Kina, ettersom de kinesiske styresmaktene forsøket å flytte landets økonomi vekk fra dets nåværende fokus på produksjon som er relativt energikrevende, til den mindre energiintensive servicesektoren (Hsu, 2017). Mer miljøvennlig teknologi bidrar også til lavere forbruk målt i volum i Kina. Allikevel vil den sterke veksten i andre markeder rundt om i verden sikre en vekst i etterspørselen på det globale olje- og gassmarkedet samlet sett (Marketline, 2017).

Marketline har estimert en total verdi på det globale Olje- og gassmarkedet i 2021 på 1.624,7 milliarder dollar, en økning på 34,8% siden 2016 og et totalt volum på 52.619,8 millioner BOE i 2021, en økning på 8,1 prosent siden 2016. De to grafene under viser den estimerte utviklingen i henholdsvis verdi, målt i milliarder USD, og volum, målt i millioner BOE i perioden 2018-2021 (Marketline, Global Oil & Gas - Market Industry Profile, 2017).



Figur 7 (Marketline, 2017)

16.2 Porters Five Forces

Olje- og gassmarkedet deles typisk inn i to segmenter: upstream og downstream. Upstreamsegmentet inkluderer områder som leting og utvinning, mens downstreamsegmentet inneholder raffinering og distribusjon av petroleumsprodukter. Olje- og gassvirksomheter kan enten spesialisere seg i ett av segmentene eller operere innen begge segmenter, slik som Aker ASA. Det globale olje- og gassmarkedet domineres av store diversifiserte internasjonale virksomheter med en høy grad av vertikalt integrerte aktiviteter innen leting, produksjon, raffinering, transport, supply og marketing.

16.2.1 Kunder

Det globale olje- og gassmarkedet er som nevnt preget av store internasjonale virksomheter, som opererer både som kjøpere og leverandører i de ulike stegene i verdikjeden. Denne komplekse strukturen sammen med nødvendigheten av produktene som tilbys og det store antallet kjøpere, både individuelle såvel som institusjonelle, svekker kjøpernes forhandlingsmakt. Allikevel vil de institusjonelle kjøperne være i stand til å gjøre store handler, og et tap av disse kundene vil påvirke leverandørenes omsetning, og dermed styrke kjøpernes forhandlingsmakt.

Goder som råolje og naturgass er relativt standardiserte produkter, hvor prisen bestemmes av tilbud og etterspørsel. Sett i lys av dagens verktøyer som gjør det mulig å hele tiden sammenlikne priser over hele verden, bidrar dette til å styrke kjøpernes forhandlingsmakt.

Risikoen for at kjøperne utvikler seg til å bli leverandører er meget lav som følge av de høye barrierene for å entre markedet som behov for investeringer i utstyr og regulering fra myndighetenes side, gjør at kjøpernes forhandlingsmakt reduseres. Det finnes dog noen unntak, slik som Delta Airlines som har etablert sitt eget oljeraffineri med formål å redusere sine driftsomkostninger, men dette er kun aktuelt for svært store aktører og ansees derfor som en lav trussel. Motsatt er det en mulighet for leverandørene også å opptre som kjøpere. Et eksempel på dette er Chevron Corporation som står for både leting og utvinning av olje og gass i tillegg til å være kjøper gjennom sine Texaco bensinstasjoner. Slike tilfeller reduserer kjøpernes forhandlingsmakt.

På bakgrunn av ovenstående argumentasjon ansees kjøpernes forhandlingsmakt samlet sett som moderat.

16.2.2 Leverandører

Typiske leverandører på markedet er store tilbydere av utstyr og service til olje og gassindustrien, slik som Schlumberger, GE og Aker ASA. Dette er store veldiversifiserte virksomheter som gir dem en styrket forhandlingsmakt på markedet. Som beskrevet i seksjonen om Aker ASA, er dette et industrielt konglomerat med operasjoner innen alle deler

av verdikjeden, både leting, produksjon, supply og service. Det er relativt få leverandører og en høy etterspørsel etter olje og gass, hvilket øker leverandørenes forhandlingsmakt.

Sammenslåinger og oppkjøp er svært vanlig i olje- og gassindustrien, slik som har vært en viktig del av Aker ASAs historie og som var tilfelle da GE slo seg sammen med Baker Hughes i 2017 og resultert i et nytt selskap med årlig omsetning på 23 milliarder dollar (Hampton, 2018). Slike sammenslåinger blant leverandørene gjør at det er færre aktører på leverandørsiden på markedet som øker leverandørenes forhandlingsmakt.

Leverandørenes forhandlingsmakt kan også påvirkes av prisen på godene. Når prisen på olje og gass er høy muliggjør det en økt investering i leting og utvinning som igjen kan øke omsetningen til leverandørene. Motsatt er tilfelle når prisen er lav og investeringer i leting og utvinning faller, hvilket øker konkurransen mellom leverandørene. Dette gjør at leverandørenes forhandlingsmakt faller når prisene faller.

Samlet sett ansees leverandørenes forhandlingsmakt som moderat.

16.2.3 Substitutter

Med et stadig økt fokus på global oppvarming, øker også behovet for alternative energikilder til olje og gass, slik som solenergi, vind og biobrensel. Slike substitutter ansees som bedre for miljøet, men det kan både være kostbart og praktisk utfordrende å bytte til disse energikildene. Eksempelvis er solenergi avhengig av at det er sol, og vindkraft krever en viss hastighet på vinden for å kunne dra nytte av den. Biobrensel er derimot ikke avhengig av faktorer som tid på døgnet eller hastighet på vinden, og ansees derfor som mer stabil. I tillegg er det relativt enkelt å bygge om tradisjonelle motorer som i dag går på olje, til å kunne drives av biobrensel (Koenigsegg, 2018). Dermed ansees trusselen som høyere fra biobrensel enn sol og vind, men samlet sett vurderes trusselen fra substitutter som middels.

16.2.4 Inntrengere

Det faktum at det er mulig for virksomheter å opptre i en eller fler deler av verdikjeden gjør det komplisert å vurdere trusselen fra nye inntrengere. Ledende olje- og gasvirksomheter har en høy grad av vertikal integrasjon som gjør at de kan utnytte stordriftsfordeler til å redusere kostnader og øke profitabiliteten. De har typisk store investeringer i flåter, boreplattformer og

annet utstyr, som krever mye kapital. Dette gjør det vanskelig for nye inntrengere å kunne konkurrere på det etablerte markedet, og reduserer dermed trusselen fra nye inntrengere.

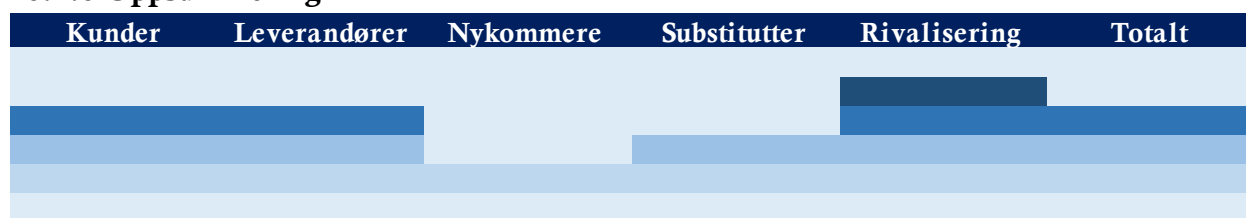
At Donald Trump ble valgt til president i USA har vært en fordel for det amerikanske olje- og gassmarkedet spesielt. Han har blant annet gitt tillatelse til å utforske nye olje- og gassfelt på den amerikanske arktiske kysten, i motsetning til sin forgjenger. Dette gjør markedet mer attraktivt for eksisterende aktører, men også for nye aktører, hvilket øker trusselen fra nye inntrengere.

Trusselen fra nye inntrengere vurderes som lav på bakgrunn av ovenstående diskusjon.

16.2.5 Rivalisering

Det globale olje- og gassmarkedet er som nevnt preget av et begrenset antall store aktører, hvilket øker rivaliseringen på markedet. Den seneste tiden har nyere oljekilder, slik som skiferolje i USA, hatt en sterk vekst. Dette gjør at markedet for skiferolje blir mer attraktivt og rivaliseringen øker. Samtidig har OPEC signalisert et kutt i produksjon av crude olje, hvilket på sikt vil redusere tilbudsoverskuddet som er på markedet i dag. Rivaliseringen på dette markedet er derfor ansett som relativt høy så lenge oljereservene er fulle og det er et tilbudsoverskudd på markedet. På sikt vil dette overskuddet minke og rivaliseringen på markedet vil avta. Samlet sett vurderes den eksisterende konkurransen på markedet som høy.

16.2.6 Oppsummering



Figur 8 – Oppsummert Porter's Five Forces

16.3 Maritim Transport og Shippingvirksomhet

Maritim fraktvirksomhet, definert som sjøtransport av containere og tørr bulk, har en totalverdi av omlag USD 196,5 milliarder. Industrien som helhet har ingen forventet vekst, med en estimert verdi i 2021 på USD 191 milliarder (MarketLine, 2017) og er dermed den

desidert største andelen av maritim virksomhet målt i markedsverdi. I tillegg kommer markedet for frakt av petroleumprodukter ved tank og gass, automobiltransport og oljerelatert shippingvirksomhet. Som industrier er disse i stor grad adskilt, med svært spesialiserte aktiver og lite konvergerende konjunkturer. For å danne en oversikt over de respektive industrienes nåværende tilstand, er det dermed avgjørende å se på de individuelle segmentene som adskilte markeder, med individuelle svingninger og påvirkende faktorer.

Markedet for containertransport skilles også fra de andre nevnte segmenter av marin transport ved at skipene opereres av en enkelt virksomhet, og det er containerne som handles i spotmarkedet. Dette vil da også være medvirkende til å endre forhandlingsmakten til konsumenter i det gjeldende markedet, relativt til petroleumprodukttransport og oljeservice. Videre har markedsverdien og endringen i bransjen de senere år vært relativt lite volatil.

År	Markedsverdi i Mrd. USD	Prosentvis Vekst
2012	187.1	
2013	185.9	-1%
2014	186.7	0%
2015	190.5	2%
2016	196.5	3%
2017	190.6	-3%
CAGR 2012-2017		0.3%

År	Markedsverdi i Mrd. USD	Prosentvis Vekst
2018e	191.2	0%
2019e	190.4	0%
2020e	191.6	1%
2021e	191.1	0%
CAGR 2018-2021		-0.01%

Figur 9 (Marketline, 2017)

I markedet for transport av petroleumprodukter er volatiliteten noe større. Balticindeksen for både dirty og clean tank, altså både råolje og raffinerte petroleumprodukter, viser store variasjoner i rater og dermed potensiell inntjening for aktiver i segmentet. Spesielt tankmarkedet for råolje har sett store variasjoner og befinner seg på nivåer tilsvarende 26% av markedets toppnotering på over 2500 poeng i 2005 (Investing.com, 2018). Ordreboken for

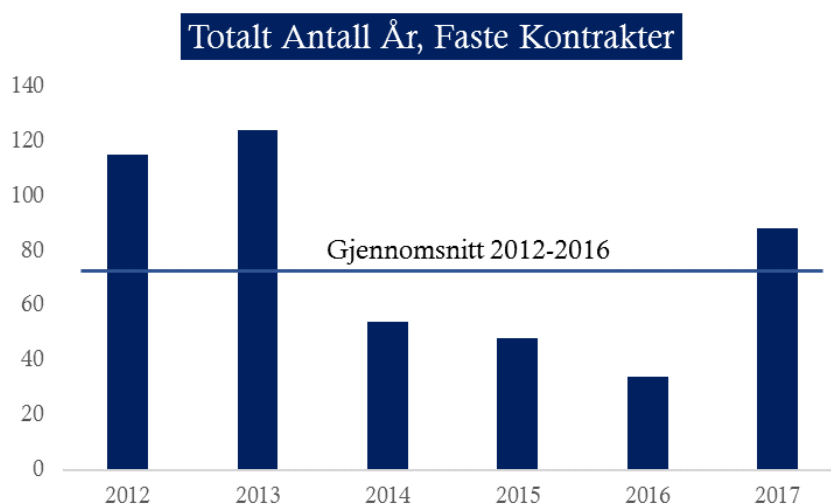
nybygg var i 2017 omlag 66 millioner dødvekttonn, det laveste nivået siden 2013 (Warner, 2018).



Figur 10 (Investing.com, 2018)

Automobiltransport er en bransje med en sterk korrelasjon mellom makroøkonomisk utvikling og konsumenters privatetterspørsel. Industrien har opplevd en vedvarende svekkelse i de ti årene etter den globale økonomiske nedgangen i 2008. Det er videre viktig å i så måte merke seg at det er en etterspørselsdrevet nedgang, hvor det er etterspørselen etter biler og følgende transport av disse som har vært nedadgående (Clarksons Platou, 2017). I bransjens toppår, var antall biler transport globalt 21.3 millioner biler, mens dette for 2017 var 19.8 millioner. De fleste bilskip opererer imidlertid på lengre kontrakter, og markedets volatilitet i gående dagrate er dermed også mindre enn i eksempelvis tank og PSV. Som et resultat av markedets nåværende tilstand er også skraping av eldre aktiver økende. Det forventes at skip med kapasitet tilsvarende 0.2 millioner biler årlig transportert vil tas ut av markedet i løpet av 2017 (Clarksons Platou, 2017).

Oljerelatert shippingvirksomhet, i form av PSV (Platform Supply Vessel) og AHTS (Ankerhåndteringsskip), er sterkest påvirket av utviklingen av oljemarkedet og har i så måte vært svært preget av fallet i prisen på råolje fra over 100 USD per fat, ned til under 30 USD per fat og nå opp til det nåværende 70 USD per fat (Saxo Bank, 2018). I et marked hvor oljevirksomheter velger å ikke finansiere nye prosjekter grunnet sviktende inntjeningspotensial, vil effekten være markant på etterspørselen etter skip brukt til denne type aktivitet (Foxwell, 2017). Det er imidlertid tegn på forbedring i markedet, hvor 2017 har sett en markant økning i antall år skip samlet sett nå er på kontrakter med faste dagsrater (Clarksons Platou, 2018). Dette ytterligere illustrert ved utviklingen av dette over tid:



Figur 11 (Clarksons Platou, 2018)

16.4 Porters Five Forces

For en strategisk analyse av PFF er det avgjørende å ta forbehold om individuelle forskjeller i de respektive segmenter av marin transport. Dermed vil også hver av de fem aspektene belyst i følgende analyse identifisere særegne karaktertrekk ved de forskjellige bransjer.

Grunnleggende kan en imidlertid kommentere at samtlige av de overnevnte segmenter er industrier med en høy grad av konkurranse, med et stort antall aktører og relativt transparente markedsforhold. Graden av rivalisering er høy, og etterspørsel av tjenester er jevnt over mettet globalt med en relativt liten eller ikkeeksisterende forventet vekst.

16.4.1 Kunder

Grunnleggende, er de fleste kunder i shippingindustrien store og, sett sammenliknet med retail og andre varer for privat konsum, svært få. For overnevnte bransjer vil det i utgangspunktet dreie seg om produsenter av diverse varer, bilprodusenter, oljeprodusenter og annen oljerelatert virksomhet. Alle er å anse som store kunder, velinformerte, prissensitive og med lave kostnader rundt bytte av leverandør. Dette i stor grad grunnet kunders tilgang på identiske alternativer. Dette gjeldende for både container, tank, autotransport og oljeservice. Verdt å nevne er det at det eksisterer enkelte svært spesialiserte skip for oljeservice til konstruksjon og subsea operasjoner, men at disse igjen er en liten nisje av det totale markedet denne analysen er ment å evaluere.

Det er imidlertid viktig å merke seg at kunders alternativer, ut over mellom forskjellige tilbydere av samme tjeneste, er langt mer begrenset. For containertransport eksisterer det alternativer, men disse er da som regel adskillig dyrere uten å nødvendigvis representere noen annen økonomisk besparelse for kunder. Det samme gjelder biltransport, mens det for transport av olje og gass samt oljeservice ikke eksisterer reelle andre alternativer å benytte seg av for kunder.

Det er dermed grunnlag for å konkludere med at kunders relative påvirkningskraft er moderat, ettersom deres alternativer er sterk begrenset, men at antallet tilbydere innenfor gitte segment er stort og deres tilbud er nært identisk.

16.4.2 Leverandører

For enhver virksomhet involvert i marin aktivitet er drivstoff for fartøyene en vesentlig kostnad og avgjørende input for videre operasjon. Antallet leverandører av drivstoff er lavt, men kostnaden ved bytte av leverandør er relativt lavt og deres produkt er nært identisk. En risiko for avbrytelser i tilførsel av drivstoff ved bytte av leverandør kan representere en avskrekkende faktor for dette.

Leverandør av skip er bransjens andre markante leverandør. Graden av substitutters likheter er her noe avhengig av typen skip en vurderer. For standardiserte skip, som container, tank og PSVer vil alternative leverandører være relativt stort, mens det for mer spesialiserte fartøy

innenfor oljeservice vil være færre og mer spesialiserte leverandører. Dette kan illustreres ved den vedvarende eksistensen av skipsbyggere i Norge, et land som i utgangspunktet ikke skal kunne konkurrere på industriell produksjon med lavkostnadsland med mindre produktene er spesialisert i så grad at kjøpere står uten andre rimeligere alternativer (Mathisen, 2015). Videre er leverandører av skip spesialiserte virksomheter med lang fartstid og opparbeidet erfaring, vertikal integrasjon er dermed en lite aktuell strategi for skipsopererende virksomheter.

Det er dermed grunnlag for å konkludere med moderat til sterk leverandørmakt i industrien.

16.4.3 Inntrengere

Overordnet er kostnaden tilknyttet etablering av ny virksomhet innenfor bransjen stor, grunnet store og kostbare aktiver i form av skip og infrastruktur. Videre er det spesielt innenfor maritim transport store logistiske utfordringer knyttet til internasjonal handel, med tollgrenser og regulering som vanskeliggjør det å etablere seg i bransjen som ny aktør.

Ettersom bransjen også er preget av store aktører, fra Maersk i container, Frontline i tank, Höegh i biltransport og DOF eller Solstad Farstad i offshore supply, er det grunnlag for å tro at det er mange av disse som kan utnytte stordriftsfordeler som for en nyetablert aktør ikke vil være til stede. Med andre ord, vil det kreve eksepsjonelt store oppstartsinvesteringer for å kunne nå kritisk masse for å engang være konkurransedyktig. Store aktører med betydelige markedsandeler og ressurser vil med overhengende sannsynlighet også ha kapasitet til å aggressivt senke prisene i markedet på kort sikt for å ytterligere vanskeliggjøre entre for nykommere.

Det skal til slutt tas hensyn til at bransjen som helhet ikke har sett spesielt sterke tider de siste årene, og heller ikke har spesielt positive fremtidsutsikter. Dermed er det liten grunn til å tro at det er neve at det er en bransje som fremstår som spesielt attraktiv for nye aktører.

På bakgrunn av dette kan det konkluderes med at nye aktører i bransjen utgjøre en svak trussel.

16.4.4 Substitutter

Som tidligere nevnt er det svært få alternativer til godene de forskjellige aktørene i bransjen leverer. Alternativene til container vil være trailer, jernbane eller fly, alle alternativer med langt høyere kostnader og lavere kapasitet. Tilsvarende gjelder autolinere, mens lang transport av petroleumsprodukter i praksis står uten reelle alternativer uavhengig av kostnad. Det samme gjelder oljeservice.

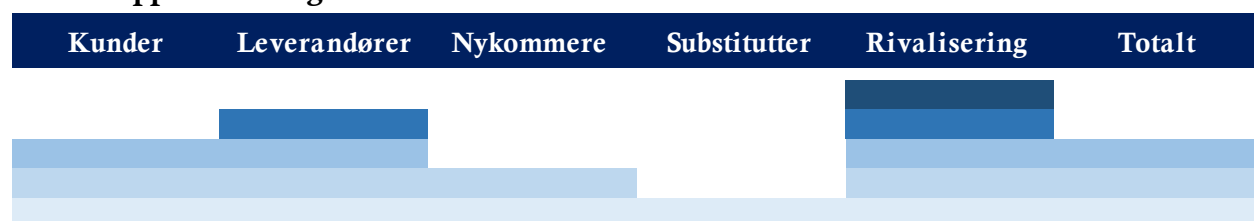
16.4.5 Rivalisering

Rivalisering i bransjen er relativt høy, grunnet lav forventet fremtidig vekst og de svært få mulighetene det er for å bytte bransje eller utvide sitt marked grunnet aktivaenes spesialiserte natur. De små forskjellene mellom individuelle tilbyderne leder videre til pris som eneste differensierende faktor. At mange av industriens segmenter videre preges av relativt få og store aktører fører til sterk rivalisering globalt. At det forventes negativ fremtidig vekst for eksempelvis container leder til en videre økt rivalisering mellom aktørene.

I tillegg er kostnadene for en exit fra markedet svært høy, ettersom lite positive fremtidsutsikter for industrien minker investeringsviljen hos andre aktører i markedet. Dette vil lede til større vanskeligheter med å selge unna aktiver ved en eventuell exit, med påfølgende store tap av investert kapital.

Det er grunnlag for å konkludere med at graden av rivalisering i bransjen er svært høy.

16.4.6 Oppsummering:

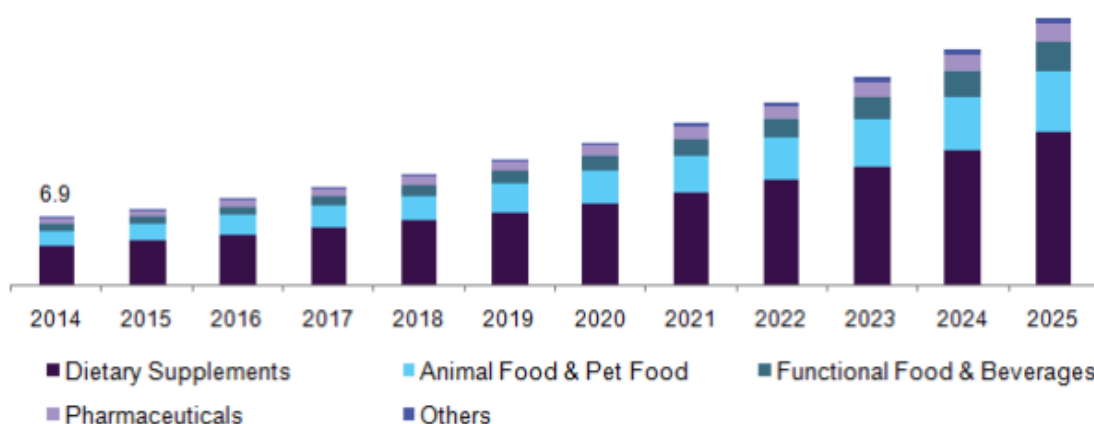


Figur 12 – Oppsummering av Porter's Five Forces

Det er på bakgrunn av analysen grunnlag for å konkludere med at konkurransekraften i maritim industri er relativt sterk. Det skal merkes at det i noen grad er individuelle forskjeller hva gjelder fremtidsutsikter fra individuelle segmenter og bransjer.

16.5 Krill

Markedet for krill og krilloljebaserte produkter hadde en total verdi på USD 204m i 2015 (Grand View Research, 2016), og har videre en vesentlig forventet vekst i årene fremover. Estimatenes for samlet årlig vekst innenfor alle segmenter beregnes til å være omlag 13%, (Grand View Research, 2016), med kosttilskudd som både det største markedssegmentet med over 40% andel av det totale markedet og det segment med høyest forventet vekst på omlag 13,7% (Nutraceuticals World, 2016).



Figur 13 (Grand View Research, 2016)

Ettersom det er kosttilskudd som forespeiles å være segmentet med størst vekst, er det drivere av dette segmentet som igjen vil være avgjørende for vekstratene en legger til grunn i disse estimatene. Det største markedet forutsettes å være Vest-Europa, hvor etterspørselen etter den helsemessige gevinsten ved krillolje forventes å være størst blant konsumentene (Mordor Intelligence, 2017).

16.6 Porters Five Forces

16.6.1 Kunder

Markedet for krillolje er i stor grad globalt, hvor de fleste produsenter har internasjonale strategier og operasjoner. I så måte er kundene også spredt, og mange. Videre er de fleste krillvirksomheter vertikalt integrert, hvor de selv kontrollerer innhenting, prosessering og salg av ferdig produkt. Dette svekker ytterligere påvirkningskraften til innkjøpere av produktet.

Kunder vil dermed være grossister av det ferdige produktet, og deres relative makt vil være et produkt av deres kontroll over gjeldende marked. Oppsummert er det grunnlag for å konkludere med en relativt svak påvirkningskraft blant kunder i markedet.

16.6.2 Leverandører

Ettersom aktørene i krillmarkedet har relativt få produksjonsfaktorer de er avhengige av, er påvirkningskraften blant leverandører til bransjen lav.

16.6.3 Inntrengere

Oppstartskostnader i markedet er relativt høye; da tilknyttet innkjøp av anleggsaktiver i form av skip (Vard, 2017) og etableringskostnader tilknyttet oppbygging og utvikling av fasiliteter for behandling av råvarer og distribusjon.

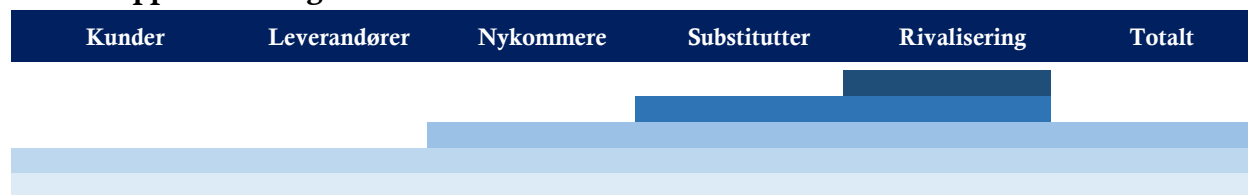
16.6.4 Substitutter

Fiskeolje har vært, og er fremdeles, den primære kilden til de næringsstoffer krillolje inneholder. Til nå har også fiskeolje vært rimeligere både å innhente og fremstille, og har dermed hatt en større andel av markedet for kosttilskudd. En nyere studie (Saether, Ellingen, & Mohr, 2015) antyder imidlertid at krill inneholder en vesentlig høyere konsentrasjon av EPA og DHA samt Omega 3-syrer, og at krill dermed har en langt høyere potensiell utnyttingsgrad målt i antall tonn fanget mot total produksjon. Ettersom det fremdeles foreligger lavere produksjon og fremstillingskostnader til fiskeolje er det imidlertid grunnlag for å konkludere med at substitutter er en vesentlig trussel for krillprodusenter.

16.6.5 Rivalisering

Det er lite som skiller forskjellige krilloljebaserte produkter, og et generelt fravær av sterke merkevarer til stede i markedet. Sammen med alternative produkter i form av fiskeolje, og stor forventet vekst i total markedsverdi er det grunn til å tro det er sterk rivalisering i markedet. Dette preges videre av at det er et relativt lite antall produsenter med store markedsandeler, spesielt i form av Aker BioMarine og Rimfrost AS (Grand View Research, 2016). Markedet er i tillegg globalt, hvor aktørene dermed konkurrerer om andeler av de samme markedene, og ikke opererer separat i sine respektive lokale områder. Det er dermed grunn til å konkludere med en stor grad av rivalisering i markedet.

16.6.6 Oppsummering



Figur 14 – Oppsummering av Porter's Five Forces

17 Stand Alone Verdiansettelse av Aker ASAs industrielle investeringer

I tillegg til de bransjespesifikke analyser presentert, vil oppgaven fremlegge strategiske virksomhetsspesifikke analyser som sammen danner grunnlaget for estimerte fremtidige kontantstrømmer. Dette benyttes deretter for en verdivurdering av samtlige av Aker ASAs dattervirksomheter, med unntak av Aker BioMarine jamfør oppgavens avgrensning.

17.1 Aker Solutions

17.1.1 Styrker

Aker Solutions er en av verdens ledende leverandører av løsninger til olje- og gass i værharde klimaer både offshore og på land. De er også ledende på design og produksjon av alle typer dekkmaskiner og ankersystemer til marine- og offshorebruk i tillegg til løsninger for fylling og tømning av olje og gass. Aker Solutions er også ranket som den største aktøren målt i antallet av og størrelsen på kontrakter på det Nordamerikanske LNG-markedet (Marketline, 2017). Denne ledende markedsposisjonen skaper stordriftsfordeler og styrker merkevaren til selskapet.

Aker Solutions har i tillegg et stort fokus på forskning og utvikling (R&D) for å sikre fremtidig konkurransedyktighet. Hovedfokuset innen R&D ligger på de fire områdene subsea produksjonsfasiliteter og løsninger, innovative kontroll og automatiseringssystemer, offshore greenfield utvikling og offshore brownfield løsninger for å øke oljeutvinningsgraden og utvide oljefeltene levetid. Det sterke fokuset på R&D bidrar til å utvikle selskapets produkter og løsninger og dermed skape en kompetitiv fordel ovenfor peers.

Selskapet har en veldiversifisert portefølje av produkter. De tilbyr ulike produkter og tjenester til en rekke industrier som olje- og gassproduksjon, raffinering, farmasi og bioteknologi, gruvedrift og metallindustrien (Aker Solutions, 2018). Overordnet sett har de aktiviteter innenfor subsea og feltdesign. Subseasegmentet består både av enkeltkomponenter til subsea og komplette subseasystemer. Systemene leveres som komplette prosjekter med både prosjektering, konstruksjon, installasjon og vedlikehold. Segmentet for feltdesign inkluderer ingeniørtjenester og vedlikehold- og ombyggingstjenester for olje- og gassfelt. Det brede spektret av produkter og tjenester har bidratt til en variert kundebase som beskytter selskapet mot eventuelle negative trender i spesifikke segmenter og markeder (ABG Sundal Collier, 2018).

17.1.2 Svakheter

En av selskapets største svakheter er den sterke eksponeringen mot Norge og dermed risikoen dette medfører. Aker Solutions er inne i omlag 20 ulike land, men hele 51% av omsetningen stammer fra det norske markedet, hvilket gjør selskapet meget avhengig av Norge (Aker Solutions, 2018).

17.1.3 Muligheter

Aker Solutions er dog i gang med å utvide ved å signere kontrakter i Afrika, Amerika, Midtøsten og Asia (ABG Sundal Collier, 2018). I oktober 2016 sikret selskapet seg to femårs kontrakter for potensielle fremtidige leveringer av subsea produksjonssystemer til BPs olje- og gassfelt globalt. Kontraktene gir Aker rett til å delta i budrunder på jobber BP utsteder som en av fire foretrukne leverandører for BPs utviklingsportefølje globalt. Samtidig vant Aker Solutions en kontrakt fra Statoil på å bygge ut Mongstad-terminalen for å gjøre den i stand til å motta olje fra Johan Sverdrup-feltet i Nordsjøen i tillegg til to kontrakter verdt 900 millioner NOK fra DEA Norge (Aker Solutions, 2018). Dette er kun et lite utdrag av Aker Solutions nyeste kontrakter som gir selskapet muligheten til å vokse i nye oljenasjoner i vekst.

Videre fokuserer Aker Solutions på strategiske oppkjøp og samarbeidsavtaler for å øke salgsmulighetene og vekst. I Oktober 2016 kjøpte Aker Solutions opp 70% av C.S.E. Mecanica e Instrumentacao Ltda, et oppkjøp som støtter selskapets strategi om å utvide i internasjonale markeder (Aker Solutions, 2017). Dette gir Aker tilgang til Brasils voksende

marked innen olje og gass. På samme tid gikk Aker Solutions, Det Norske Oljeselskap og Subsea 7 inn i en «en for alle, alle for en» samarbeidsavtale som markerer en endring i hvordan operatører og leverandører kan samarbeide på utviklingsprosjekter offshore i Norge (Subsea7, 2016). Dette er igjen kun et utdrag av oppkjøp og samarbeidsavtaler gjort av Aker Solutions i nyere tid, som viser hvordan Aker kan øke sin markedsandel, utvide sine produktlinjer og forbedre sin operasjonelle fleksibilitet.

17.1.4 Trusler

Aker Solutions opererer i en bransje preget av svært høy konkurranse, hvor kontrakter ofte tildeles gjennom budrunder. Selskapet konkurrerer mot andre internasjonale og nasjonale generelle og spesialiserte leverandører, med store finansielle muskler. Ettersom finansiell styrke er en viktig faktor når kontrakter skal tildeles, risikerer Aker Solutions å miste kontrakter til fordel for konkurrenter med større finansielle muskler.

Selskapets produkter og tjenester selges over hele verden. Dette medfører alltid en valutarisiko, som kan ha både positiv og negativ innvirkning på selskapets inntjening og kontantstrøm.

Aker Solutions aktiviteter i olje- og gassektoren medfører industrielle og miljømessige risiko og er derfor utsatt for sterk regulering fra myndighetene. Det brede feltet av ulike aktiviteter selskapet opererer i, medfører en rekke operasjonelle risikofaktorer slik som eksplosjon, brann og lekkasje av miljøskadelige stoffer. Dette er hendelser som kan skade og ødelegge områder og utstyr, skader og dødsfall og skade eller drepe et helt økosystem dersom ikke risikoen håndteres korrekt. Alt dette er eksempler på trusler for Aker Solutions.

17.1.5 Forutsetninger

På bakgrunn av den strategiske vurderingen av Aker Solutions, samt den finansielle analysen av tidligere års regnskaper, legges følgende forutsetninger til grunn for fremtidig vekst og utvikling i virksomheten.

Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					5%	-15%	-21%	-21%	1%
Bruttofortjeneste/Omsetning	59%	59%	59%	63%	60%	60%	61%	61%	61%
EBITDA/Omsetning	8%	6%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
EBIT/Omsetning	6%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
NOPAT/Omsetning	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Figur 15 – Vekstforutsetninger for Aker Solutions

Virksomhetens vekst i omsetning har de seneste år vært svak. Dette kan til dels tilskrives en sviktende oljepris, og påfølgende svekket investeringsvilje i norsk oljesektor de siste 5 årene. Det er imidlertid lite i vår strategiske analyse som indikerer et stort potensiale for organisk vekst for Aker Solutions, som opererer i en relativt mettet bransje med mange konkurrenter og stor grad av rivalisering.

Omsetningsvekst kan oppnås gjennom oppkjøp og fusjoner, men det er per dags dato ikke mulig å kvantifisere den eventuelle effekten dette vil kunne ha på omsetningens fremtidsutsikter. Dermed legges kun nåværende organiske vekstmuligheter til grunn for oppgavens verdivurdering av Aker Solutions, som leder til negative fremtidsutsikter for virksomheten. Dette underbygges av gjeldende konsensusestimater hentet fra Bloomberg (2018).

Videre er Aker Solutions i all hovedsak en virksomhet med eksponering mot det norske markedet, som per 31.12.2017 på lengre sikt er et marked uten vekst. Med minkende oljereserver og en global etterspørsel som heller ikke er forventet å øke tilsvarende den tidligere har gjort, legger vi konservative estimater til grunn for vår verdivurdering.

Øvrige finansielle forutsetninger lagt til grunn i verdivurderingen er utelukkende basert på historisk finansiell data. Oppgaven legger ikke til grunn større endringer i virksomhetens driftsmarginer.

17.1.6 Tilbakediskontert kontantstrøm

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	370	569	386	309	248	261
Avskrivninger	-948	-955	-797	-677	-517	-519
Delta NWC	-59	42	-133	-158	-125	5
Investeringer i anleggsaktiver	358	-	-	-	-	-
FCFF	1,617	1,482	1,315	1,144	890	776

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	1482.17	1315.48	1144.10	889.96	8841.25
PV	1350.21	1091.67	864.92	612.89	

PV FCFF	3919.70
PV Terminal	6088.75

EV	10008.44
NIBD	995.00

Verdi av EK	9013.44
# aksjer	272.04
Aksjekurs NOK	33.13

WACC	10%
g	0.01

Figur 16 – Tilbakediskontert Kontantstrøm for Aker Solutions

Modellen benytter seg av nevnte forutsetninger for fremtidig vekst og inntjening, diskontert med en kapitalkostnad hentet fra gjennomsnitt i industrien (Damodaran, New York Stern School of Business , 2018). Verdien anses dermed som en Fair Value for Aker Solutions sett som en Stand Alone virksomhet, gitt et scenario hvor virksomheten ble skilt ut fra Aker ASA-strukturen.

17.2 Kværner

17.2.1 Styrker

Kværner som en fulltjenesteleverandør med både design, anskaffelse og konstruksjon (Engineering, Procurement og Construction) for både offshore plattformer og landfaste produksjonsanlegg styrker selskapet ved å tiltrekke seg en enorm kundebase. Selskapet leverer fullstendige olje- og gass offshore plattformer og landfaste produksjonsanlegg til operatører og andre kunder. De spesialiserer seg på EPC-prosjekter og er kjent for å levere løsninger til utfordrende klimaer med strenge budsjetter og krevende tidsplaner. Selskapet dekker hele

næringskjeden inkludert prosjektledelse, ingeniørtjenester og design (FEED), innkjøp, fabrikasjon og nedleggelse.

Kværner har sikret et antall store kontrakter som bidrar til en solid og vedvarende kontantstrøm. I 2015 sikret de en EPC-kontrakt på å produsere en rekke større elementer til Johan Sverdrup feltet. På samme tid fikk Kværner også en kontrakt fra Shell Norge på å bygge strømforsyning mellom Nyhamna gassfelt og Norges nasjonale kraftnett (Sysla, 2017).

Selskapets operasjonelle ekspertise har også vært en stor styrke som har tiltrukket en rekke store kunder. De har vært hovedleverandør for over 70% av plattformene på norsk sokkel, med kunder som Phillips, Statoil, BP, Norsk Hydro med fler, med en historikk på 46 stålunderstell på 45 år (Kværner, 2018). Kværner har i tillegg vært en pioner i bransjen på å bygge anlegg designet for nedleggelse og resirkulering av offshoreplattformer og ansees som eksperter på området med en resirkuleringsprosent på 99%. To av Kværners største prosjekter er plattformdekket til Edvard Grieg, en 257,4 meter høy og 185,5 meter bred konstruksjon til en verdi på 8,5 milliarder NOK til Lundin og plattformdekket og broer til Eldfisk i Nordsjøen til en verdi på 5,5 milliarder (Kværner, 2018).

17.2.2 Svakheter

Kværner markedsfører seg til et begrenset antall kunder. En vesentlig del av omsetningen stammer fra de tre største kundene. I 2015 stod de tre største kundene for 12,1 milliarder NOK av omsetningen, svarende til over 89% av total omsetning det året (Kværner, 2018). Den største kunden stod for 69%, nummer to for 13% og den tredje for 7%, hvilket betyr at selskapet er svært avhengige av sine største kunder og dersom en kunde skulle falle fra vil omsetningen til selskapet falle kraftig.

17.2.3 Muligheter

Kværner genererer sin omsetning gjennom tjenester og produkter til upstream-segmentet i olje- og gassindustrien. I følge World Oil Outlook report 2016 vil investeringer i upstream-segmentet i perioden 2016-2040 være på omkring 7,4 billioner USD (OPEC, 2016). Nødvendige investeringer i upstream-segmentet er estimert til 300 milliarder USD årlig, med

over tre fjerdedeler fra områder utenfor OPEC. Dette ansees som en stor mulighet for Kværner til å øke sin omsetning ved å ta sin andel av investeringene.

Selskapet fokuserer på å forbedre driften gjennom strategiske initiativer og omorganisering for å møte nedgangen i industrien de siste årene. I januar 2016 endret Kværner sin organisasjon til å fokusere på eksisterende prosjekter og kostnadsreduksjon (Kværner, 2017). Slike strategiske initiativer ansees som en mulighet for selskapet.

Nye kontrakter kan gi solid avkastning for Kværner og i april 2017 inngikk selskapet en kontrakt med Aker BP på konstruksjon av faste offshoreplattformer, med både stålunderstell og plattformdekk (Kværner, 2018). Kontrakten gjelder for en seksårs periode med mulighet for forlengelse av fire ytterligere år. Denne avtalen kan sikre fremtidige kontantstrømmer som er en stor mulighet for virksomheten på sikt.

17.2.4 Trusler

Kværners forretninger er svært utsatt for økte kostnader. Kontraktsprisene er inngått på bakgrunn av en rekke estimater, slik som kostnader til tredjeparter, tidsrammer, tilgang på arbeidskraft og råvarer. Dersom disse estimatene slår feil kan dette påvirke profitten kraftig. Forsinkelser fra underleverandører, økte råvarepriser eller mangel på arbeidskraft er faktorer som kan påvirke Kværner negativt og ansees som en viktig trussel for selskapet.

I tillegg vil en industrivirksomhet som Kværner være utsatt mot konkurrenter i land med betydelig lavere kostnader, spesielt i produksjon og konstruksjon. Spesielt Sør-Korea, Kina og Singapore er land som i økende grad har kunnet gjennomføre arbeid til betydelig lavere kostnader enn hva Kværner og andre norske industrivirksomheter kan (Lorenzen, 2017).

I tillegg er det en del operasjonell risiko knyttet til Kværners forretning. Selskapet er avhengig av en høy aktivitet i E&P-segmentet og reduserte oljepriser kan lede til reduksjon i E&P som igjen vil påvirke Kværners omsetning negativt. I tillegg er borreskandaler og skader på miljøet som følge av uforutsette formasjoner i grunnen eller økt trykk eksempler på eksterne faktorer som kan resultere i forsinkelser og permanente stopp i produksjonen.

Kværner opererer på et marked preget av sterk konkurranse som kan skade markedsandelen og profittmarginen til Kværner. Selskapet konkurrerer mot store ledende aktører på markedet på faktorer som pris, arbeidskapasitet, tekniske og operasjonelle kapabiliteter. Andre konkurransemessige drivere er kvalitet, bredden på servicetilbud og geografisk dekning. Med store internasjonale aktører som konkurrenter vurderes som en vesentlig trussel for virksomheten.

17.2.5 Forutsetninger

På bakgrunn av den strategiske vurderingen av Kværner, samt den finansielle analysen av tidligere års regnskaper, legges følgende forutsetninger til grunn for fremtidig vekst og utvikling i virksomheten.

Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					-16%	-16%	-16%	-16%	-12%
Bruttofortjeneste/Omsetning	27%	30%	40%	51%	46%	48%	47%	48%	47%
EBITDA/Omsetning	6%	5%	8%	12%	10%	11%	11%	11%	11%
EBIT/Omsetning	4%	4%	4%	11%	7%	9%	8%	9%	8%
NOPAT/Omsetning	1%	2%	2%	8%	5%	6%	6%	6%	6%

Figur 17 – Vekstforutsetninger for Kværner

I likhet med Aker Solutions er Kværners fremtidsutsikter preget av stor usikkerhet grunnet relativt få og store kontrakter, samt et svakt historisk marked for Kværners produkter og tjenester. En vedvarende oljepris over USD 70 per fat vil være avgjørende for investeringsvilje på norsk sokkel, som igjen er essensielt for Kværners ordrebook.

Det anses som sannsynlig at konkurransen fra lavkostnadsland vedvarer, og dette vil ha en negativ innvirkning på Kværners vekst i omsetning på både kort og lang sikt.

17.2.6 Tilbakediskontert Kontantstrøm

Cash Flow statement	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	508,0	271,4	291,5	217,1	192,9	164,8
Avskrivninger	-106,0	-147,6	-98,9	-93,1	-73,6	-66,7
Delta NWC	951,0	112,0	93,7	78,5	65,7	40,5
Investeringer i anleggsaktiver	-33,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF	-304,0	307,0	296,7	231,7	200,9	191,0

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	307,00	296,68	231,70	200,89	877,41
PV	279,67	246,20	175,16	138,34	

PV FCFF	839,37				
PV Terminal	604,25				0,61

EV	1443,62
NIBD	-2826,00

Verdi av EK	4269,62
# aksjer	269,00
Aksjekurs NOK	15,87

<i>WACC</i>	10%
<i>g</i>	-0,12

Figur 18 – Tilbakediskontert kontantstrøm for Kværner

Den frie kontantstrømmen tilbakediskonteres med en kapitalkostnad basert på frittstående sammenliknbare virksomheter innen olje og oljefeltservice (Damodaran, New York Stern School of Business , 2018). Oppgavens estimer av fremtidig vekst er i stor grad sammenfallende med konsensusestimer for virksomheten samt estimer for fremtidige investeringer i det norske olje -og gassmarkedet. Verdivurderingen representerer Kværners verdi som en frittstående virksomhet ikke underlagt et konglomerat.

17.3 Aker BP

17.3.1 Styrker

Aker BP fortsetter trenden med en sterk evne til å øke produksjonen på dine eksisterende oljefelt. Virksomheten har vært offensiv i en krevende periode for oljebransjen i Norge, og har kunnet vise til lønnsomhet selv i et marked med en oljepris betydelig under tidligere nivåer i årene før 2013.

Ved oppkjøp og sammenslåinger i en periode med lavt prisede virksomheter, aktiver og andeler av nye oljefelt, er virksomheten godt posisjonert ved en vedvarende stabil oljepris i nivåene mellom 50 og 70 USD / fatet. (Framstad, 2017). Spesielt virksomhetens posisjonering i utviklingen i Garantiana og Johan Sverdrup anses som viktige, og feltene er investeringer som forventes å bidra med en sterk kontantstrøm i årene fremover.

I tillegg er virksomheten en pådriver for et økt fokus på digitalisering og innovasjon innenfor en bransje Aker BP selv anser som utdatert sammenliknet med produksjonseffektiviteten og moderniseringen i andre bransjer (Hermansen, 2018). Den omfattende administrative oppgaven å lete og utvikle oljefelt vil med høy sannsynlighet kunne være godt tjent med en økt evne til å effektivt kunne benytte og analysere data. Ved et fortsatt fokus på dette, vil Aker BP kunne oppnå store fordeler ovenfor sine konkurrenter.

Virksomhetens evne til å generere overskudd gir også forbedrede muligheter for finansiering av nye prosjekter og oppkjøp (Seljehaug, 2017), en strategi de fortfarende sier de skal følge. Både selvfinansiering og innhenting av ekstern kapital gjøres langt enklere med økt likviditet og positiv kontantstrøm.

17.3.2 Svakheter

Som andre virksomheter innenfor leting og utvikling av oljebrønner i Nordsjøen, er Aker BP grunnleggende avhengige av oljeprisens fremtidige utvikling. Selv om den har vist mindre volatilitet det siste året (Ånestad, 2017), vil avhengigheten av prisen på en enkelt råvare med historisk stor variasjon representere en svakhet for virksomheten.

Som oljeprodusent er Aker BP videre avhengig av en rekke leverandører for å kunne bedrive sin daglige produksjon. Dette gjelder alt fra riggene de leier, til skip som støtter den daglige produksjonen eller frakter produktene de henter opp fra havbunnen til raffinerier.

Leverandører til oljeindustrien har tidligere vist en stor evne til å raskt følge prisen på råolje, både opp og ned. Allerede nå er det tegn til en vesentlig inflasjon i kostnadene de krever for sine tjenester (Reuters, 2018), og mange av de kostnadsbesparende kutt som er gjort i en

periode med lavere priser i markedet vil fort kunne elimineres ved en økt pris. Det er dermed grunn til å tro at kostnadsbildet til Aker BP vil følge den generelle utviklingen i markedet.

17.3.3 Muligheter

Aker BP ser vekstmuligheter fremover, både organisk og gjennom oppkjøp. En vedvarende stabil og relativt oljepris gjør en rekke prosjekter gjennomførbare, og en stort del av fremtidige muligheter er dermed sterkt avhengige av at denne situasjonen fortsetter.

Nye samarbeid oljevirksomheter imellom fortsetter å være et område Aker BP vektlegger, som en større del av sitt fokus på data og deling av denne på tvers av virksomheter. Det er vanskelig å kvantifisere effekten av dette.

17.3.4 Trusler

Den største trusselen for Aker BP, i likhet med andre virksomheter i bransjen, er nye tilbudssjokk tilsvarende hva som fant sted i 2013-14 (Ånestad, 2017). Gitt virksomhetens relativt store belåning (Aker BP, 2017) og økende renter vil dette utgjøre en reell trussel for virksomhetens likviditet. Nåværende analytikerkonsensus er imidlertid at virksomheten vil klare å redusere sin rentebærende gjeld over EBITDA, fra 1.6 i 2017 til omlag 0.5 i 2019 (ABG Sundal Collier, 2018).

En inflasjon i leverandørkostnader vil også kunne sette press på virksomhetens lønnsomhet, men dette anses inntil videre ikke å være en vesentlig trussel gitt det store overskuddet av tilbud i markedet (Reuters, 2018).

17.3.5 Forutsetninger

Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					20%	20%	5%	5%	2%
Bruttofortjeneste/Omsetning	46%	81%	70%	71%	70%	70%	70%	70%	70%
EBITDA/Omsetning	38%	77%	69%	70%	55%	55%	55%	55%	55%
EBIT/Omsetning	-85%	-2%	23%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
NOPAT/Omsetning	-63%	-21%	2%	17%	15%	15%	15%	15%	15%

Figur 19 – Vekstforutsetninger for Aker BP

Aker BP har i årene 2014-2017 kunnet vise til både sterk omsetningsvekst gjennom både organisk og inorganisk vekst. Samtidig har virksomheten evnet en sterk utvikling av sin operasjonelle lønnsomhet, vist ved en jevn bruttofortjeneste/omsetning, vedvarende høy EBITDA/omsetning og en økende EBIT/omsetning. Dette legges til grunn for våre estimater

for fremtidig vekst, hvor det forventes en vedvarende NOPAT/omsetning på 15% og markante økninger i omsetningen. Spesielt på kort sikt, i årene 2018 og 2019, hvor en omsetningsvekst på 20% legges til grunn for verdivurderingen. På lengre sikt er det dog vanskelig å forutse den inorganiske veksten i virksomheten, hvorfor mer moderate vekstforutsetninger er lagt til grunn på lengre sikt. Dette underbygges av historisk data, Aker BPs investeringsvilje og et oljemarked med en forventet oljepris på USD 70/fat.

17.3.6 Tilbakediskontert Kontantstrøm

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	433,491	463,618	556,341	584,158	613,366	625,634
Avskrivninger	-779,019	-463,618	-556,341	-584,158	-613,366	-625,634
Delta NWC	729,257	182,514	219,017	65,705	68,990	28,976
Investeringer i anleggsaktiver	1,408,235	1,885,015	2,262,018	678,605	712,536	299,265
FCFF	-924,982	-1,140,294	-1,368,352	424,006	445,207	923,026

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	-1,140,294	-1,368,352	424,006	445,207	14,046,669
PV	-1,050,273.18	-1,160,831.34	331,305.80	320,408.43	
PV FCFF	-1,559,390.29				
PV Terminal	10,109,176.17				
EV	8,549,785.88				
NIBD	3,113,860				
Verdi av EK	5,435,926				
# aksjer	360,100				
Aksjekurs \$	15.10				
Aksjekurs NOK	115.93				

WACC	8.57%
g	2.00%

Figur 20 – Tilbakediskontert Kontantstrøm for Aker BP

Som en aktør i en relativt mettet bransje med få muligheter for stor inorganisk vekst, sammen med en stor investeringsintensivitet, forventes en økning i anleggsaktiver som en naturlig konsekvens av forventet omsetning og NOPAT-vekst.

Virksomhetens frie kontantstrøm er tilbakediskontert ved gjennomsnittlig kapitalkostnad for oljevirksomheter innen E&P (Damodaran, 2018). Ved dette verdiansettes virksomheten som en frittstående lete- og utvinningsvirksomhet, på lik linje med peers som Statoil, Lundin Petroleum og DNO.

17.4 Ocean Yield

17.4.1 Styrker

Ocean Yields forretningsmodell skiller virksomheten fra andre sammenliknbare virksomheter innen shipping ved at all operasjonell og kortsiktig risiko er forsøkt flyttet fra Ocean Yield til virksomhetens respektive motpart. Ved bruk av langsiktige Bare Boat-kontrakter, er virksomheten sikret en stabil kontantstrøm uavhengig av variasjoner i kortsiktig rateutvikling på deres aktiver. Dette gjør at Ocean Yield er i en særstilt situasjon sammenliknet med andre skipseiende virksomheter som selv opererer sine aktiver på kortere kontrakter. Gjennomsnittlig kontraktstid gjenstående på Ocean Yields aktiver er per dags dato på 11.5 år (Ocean Yield , 2018).

Videre forsøker Ocean Yield å redusere motpartsrisiko ved å bredt diversifisere sine motparter på lange leasingkontrakter. Virksomhetens backlog er idag eksponert mot 14 motparter som hver representerer mellom 2% og 16% av EBITDA backlog (Ocean Yield , 2018). En aktivadiversifisering på skipenes formål og respektive bransjer, gjør også at virksomheten sprer risiko over bransjer og markeder som historisk heller ikke har vært korrelert. Denne diversifiseringen, både av bransje og virksomhetsspesifikk motpart, gir Ocean Yield en ytterligere stabilitet i et tradisjonelt volatilt marked.

Som en virksomhet underlagt Aker ASA, samt en aggressiv utbyttepolitikk, har Ocean Yield også vært i stand til å hente kapital både i obligasjon og egenkapitalmarkedet til gunstige forhold (Seljehaug, 2018). Dette gjør virksomheten godt stilt til å utvide sin portefølje av aktiver, med god og langsiktig egenkapitalavkastning. Virksomheten selv fokuserer på å ved dette ytterligere diversifisere bransjespesifikk motpartsrisiko.

17.4.2 Svakheter

Ved å diversifisere bort risiko slik Ocean Yield har gjort, er potensiell oppside i forbedrede markeder en vesentlig svakhet i virksomhetens strategi ved en mulig høy alternativkostnad. Virksomheten har i stor grad gjort investeringer fra perioden 2012 til 2017 (Parr, 2017), en periode hvor rater på spesielt offshoreeksponerte aktiver har vært svært lav grunnet en vesentlig svekkelse in investeringer i oljesektoren på norsk kontinentalsokkel. En svekket evne til å kunne utnytte oppgang i markedet for virksomhetens aktiver, vil kunne gjøre Ocean Yield

en mindre attraktiv virksomhet i sterkere markeder. Dette kan igjen lede til større vanskeligheter med å innhente kapital for å finansiere videre vekst.

17.4.3 Muligheter

Virksomheten øyner selv betydelige oppkjøpsmuligheter i tiden fremover. Gitt den vedvarende oppadgående trenden i verdi på aktiver på tvers av industrier, vil det være avgjørende for virksomheten å kunne gjøre oppkjøp relativt hurtig. Spesielt tank, offshore og LNG fremstår som bransjer hvor det er mulig for virksomheten å gjøre gode investeringer, i tråd med eksisterende strategi hva angår lange kontrakter og gunstig akkvisisjonskostnad. Det er antatt at Ocean Yield vil foreta investeringer til en verdi av mellom 350 og 700 millioner dollar i 2018 (Holøien, 2018).

17.4.4 Trusler

Virksomhetens finansielle gearing har de siste fire årene variert noe, fra rundt 0,77 i 2014 til 0,56 i 2017. Gitt en relativt høy gjeldsgrad, spesielt tatt i betraktning virksomhetens fremtidige oppkjøpsplaner, har virksomheten en stor eksponering mot utviklingen i avkastningskravene til gjeld og egenkapital ved finansiering av nye oppkjøp og refinansiering av eksisterende obligasjoner. Tatt i betraktning den forventede økningen i avkastningskrav på spesielt dollarfinansierte obligasjoner, er det en viss risiko for Ocean Yield at deres eksisterende investeringer ikke lengre har en positiv egenkapitalavkastning gitt en refinansiering med høyere ytelser enn hva de har i dag (McKenna, 2018).

17.4.5 Forutsetninger

Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					10%	-2%	-3%	-4%	-5%
Bruttofortjeneste/Omsetning	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%
EBITDA/Omsetning	87%	87%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
EBIT/Omsetning	47%	38%	43%	57%	50%	50%	50%	50%	50%
NOPAT/Omsetning	44%	46%	34%	48%	41%	45%	43%	44%	44%

Figur 21 – Vekstforutsetninger for Ocean Yield

Ocean Yield opererer på en måte som gjør det enkelt å med relativt stor sikkerhet kunne forutsette at virksomheten vil fremvise forutsigbare marginer. Som et utgangspunkt baserer dermed fremtidige marginer på et glidende gjennomsnitt av historisk data fra virksomhetens regnskaper.

Vekst i omsetning er langt mer krevende å kunne forutse for en virksomhet posisjonert på et vis som fjerner eksponering mot negative markedsutviklinger men da også organisk vekst. Med unntak av 2018, hvor virksomheten selv har uttalt et ønske om å foreta større innkjøp av anleggsaktiver på lengre kontrakter (Ocean Yield ASA, 2018), anser vi det som vanskelig å forutse inorganisk vekst på sikt. Vi har derfor kun lagt organisk vekst til grunn på sikt, hvor nåværende kontrakter vil løpe ut og resultere i et gradvis omsetningsfall årlig. Som det kan sees av ovenstående estimer er endringen i omsetning på sikt negativ, ettersom aktivene over tid går ut av kontrakter, og den sikre kontantstrømmen fra disse opphører. I tillegg vektlegges en økt rente på sikt som påvirker omsetningen negativt.

Med dette til grunn, er følgende fremtidige kontantstrøm til virksomheten estimert i figur 22:

17.4.6 Tilbakediskontert kontantstrøm

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	152	143	152	142	139	131
Avskrivninger	103	-138	-135	-131	-126	-119
Delta NWC	26	3	-1	-1	-1	-2
Investeringer i anleggsaktiver	49	132	56	59	61	63
FCFF	-25	145	232	215	205	189

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	145	232	215	205	1,306
PV	132.93	193.34	164.35	143.10	

PV FCFF	633.72
PV Terminal	910.59

EV	1,544
NIBD	464

Verdi av EK	1,081
# aksjer	159.35
Aksjekurs USD	6.78
Aksjekurs NOK	53.24301

<i>WACC</i>	9.44%
<i>g</i>	-5.00%

Figur 22 – Tilbakediskontert kontantstrøm Ocean Yield

Som en diversifisert skipseiende virksomhet, er kapitalkostnaden benyttet for tilbakediskontering av fremtidig kontantstrøm et gjennomsnitt av oljeservicerelatert virksomhet, marin aktivitet og marin transport. Dette hentet fra industrispesifikke kapitalkostnader fra New York Stern School of Business (Damodaran, New York Stern School of Business , 2018), og Ocean Yield er dermed verdiansatt som en Stand Alone-virksomhet.

17.5 Akastor

17.5.1 Styrker

Som en finansielt sterk eier av mindre oljerelaterte virksomheter, vil Akastor kunne tilrettelegge for vekst i disse i større grad enn hva de hadde kunnet som frittstående virksomheter. I så måte, vil Akastors eierskap kunne tilføre verdi, både til virksomhetenes andre eiere, og Akastor selv.

I en bransje hvor mange mindre oljerelaterte virksomheter står svakt finansielt etter år med historiske lave oljepriser, er det ytterligere fordelaktig å ha en sterk finansiell posisjon hvor organiske vekstmuligheter kan utnyttes i et marked hvor spesielt mindre, ikke-diversifiserte oljevirksomheter har opplevd de største vanskelighetene påfølgende oljeprisfallet i 2013/14.

Virksomhetens største eierpost, MHWirth, leder til eksponering mot offshore drilling. Som et av markedene som har opplevd de aller største vanskelighetene i årene med en oljepris lang under 50 USD/fatet, er markedet nå posisjonert for å kunne utnytte en oppsving i aktivitetsnivået i industrien. Spesielt aktuelt er den kostnadintensive reaktiveringen av rigger som har ligget i kaldt opplag, en oppside Akastor gjennom MHWirth er godt posisjonert for å utnytte (Hvitved-Jacobsen, 2018).

Akastor har til nå fremvist en god track record av profitable investeringer og transaksjoner, som videre taler i virksomhetens favør. Virksomheten er til slutt finansiert med rundt 80% egenkapital (Akastor , 2017), som leder til en relativt liten volatilitet i verdien av virksomhetens egenkapital sammenliknet med andre oppkjøpsfond og investeringsvirksomheter.

17.5.2 Svakheter

Akastor er i all hovedsak eksponert mot en bransje som, tross bedre fremtidsutsikter, er i store vanskeligheter. Med størst eksponering mot drilling, etterfulgt av brønnkonstruksjon gjennom AKOSFS og DOF Deepwater (Akastor, 2018), vil en ny svekkelse av prisen på olje og investeringsvilje på norsk sokkel ha en markant påvirkning på virksomhetens inntjening og balanse.

17.5.3 Muligheter

Som en aktiv investor i mindre oljevirksomheter, befinner Akastor seg i et marked med vesentlige investeringsmuligheter. Som en aktiv eier, som har mulighet til å skyte inn kapital i overbelånte men ellers operasjonelt lønnsomme virksomheter, kan Akastor gjøre gode handler i dagens marked. Ved en videre oljeprisoppgang vil det være ytterligere verdi å kunne hente ut av eksisterende portefølje.

17.5.4 Trusler

I likhet med andre oljeeksponerte virksomheter, er Akastor utsatt for et fall i prisen på olje. Med en pris i dag som er kunstig høy som følge av produksjonskutt fra OPEC med Saudi-Arabia i spissen må nåværende prisnivå tilskrives en viss usikkerhet. At det globale tilbudet i stor grad styres av en organisasjon, og at prisen dermed ikke nødvendigvis representerer det faktiske tilbudet i markedet, skaper også en vesentlig potensiell nedside for fremtidig oljepris.

17.5.5 Forutsetninger

Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					14%	14%	5%	4%	1%
Bruttofortjeneste/Omsetning	41%	46%	60%	57%	54%	57%	56%	56%	56%
EBITDA/Omsetning	6%	4%	1%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
EBIT/Omsetning	-3%	-14%	-22%	-11%	-13%	-15%	-13%	-14%	-14%
NOPAT/Omsetning	-3%	-13%	-21%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%

Figur 23 – Vekstforutsetninger for Akastor

På bakgrunn av historisk data, samt de nåværende forhold i de markeder Akastor er eksponert mot, forventes stor omsetningsvekst på kort sikt, påfulgt av lav vekst på lengre sikt. Den kortsiktige styrkelsen av virksomhetens omsetning skyldes en forventning av en vedvarende oljepris høy nok til å øke aktivitetsnivået i oljesektoren, men denne effekten forventes ikke å vedvare på lengre sikt. Som et investeringselskap anses organisk vekst som relativt liten, og

muligheten for å med sikkerhet estimere fremtidig inorganisk vekst gjennom nye investeringer er en krevende oppgave.

17.5.6 Tilbakediskontert Kontantstrøm

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	-557	-634	-722	-758	-788	-796
Avskrivninger	-612	-930	-1,190	-1,126	-1,209	-1,239
Delta NWC	-27	145	165	68	57	15
Investeringer i anleggsaktiver	-1,014	-	-	-	-	-
FCFF	1,096	151	303	300	364	428

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	151	303	300	364	4,876
PV	137.29	251.27	227.11	250.51	

PV FCFF	866.18
PV Terminal	3,358.17

EV	4,224
NIBD	1,702

Verdi av EK	2,522
# aksjer	274.00
Aksjekurs NOK	9.21

<i>WACC</i>	9.77%
<i>g</i>	1.00%

Figur 24 – Tilbakediskontert kontantstrøm Akastor

Virksomhetens fremtidige kontantstrøm er tilbakediskontert med kapitalkostnaden estimert fra virksomhetens frittstående peers innen olje –og oljeservice (Damodaran, 2018), som indikerer virksomhetens egenkapital som en frittstående virksomhet.

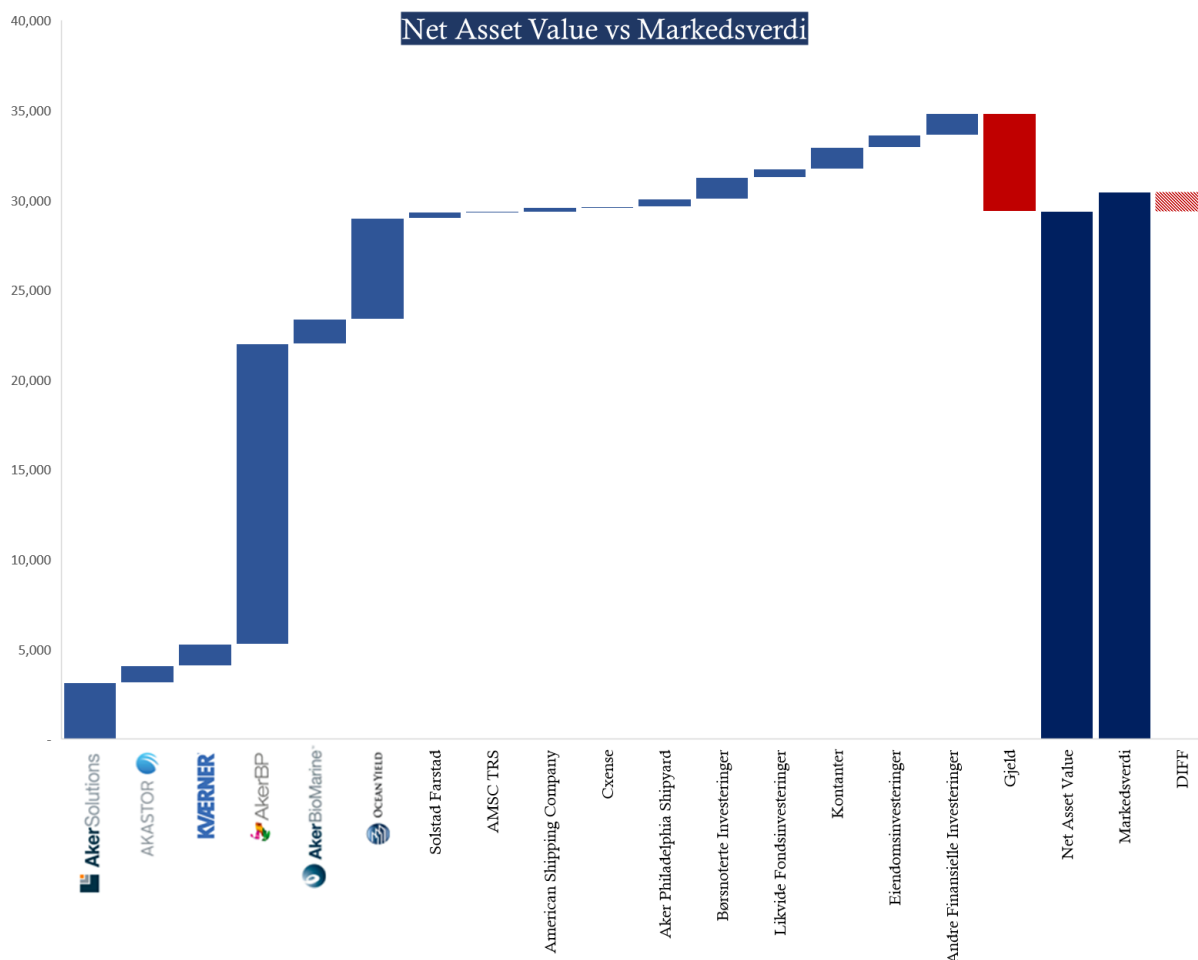
18 Net Asset Value Aker ASA

På bakgrunn av oppgavens verdiansettelser av virksomhetene som frittstående, ikke underlagt et konglomerat, når vi en total verdi på 29,104 milliarder norske kroner. Satt sammen med markedsverdi for virksomhetens børsnoterte finansielle investeringer og bokført verddivurdering av Aker ASAs andre finansielle investeringer, når vi en Gross Asset Value på 34,843 milliarder norske kroner.

Sum Of The Parts Aker ASA					
Investeringer	Utestående Aksjer	Pris NOK	Markedsverdi mNOK	Eierandel	Verdi mNOK
Industrielle Investeringer					
Aker Solutions	272.0	33.1	9,013	35%	3,137
Akastor	274.0	9.21	2,522	37%	926
Kværner	269.0	15.9	4,270	29%	1,225
Aker BP	360.1	115.9	41,748	40%	16,699
Aker BioMarine	100	14.10	1,410	100%	1,410.00
Ocean Yield	159.4	53.2	8,484	66%	5,617
Totalt mNOK					29,014
Finansielle Investeringer					
Solstad Farstad	291.5	5.7	1,662	20%	332
AMSC TRS	18.7	23.1	432	0%	-
American Shipping Company	60.6	23.1	1,400	19%	267
Cxense	7.3	50	365	6%	21
Aker Philadelphia Shipyard	12.6	59	743	58%	428
Børsnoterte Investeringer					1,220
Likvide Fondsinvesteringer					442
Kontanter					1,232
Eiendomsinvesteringer					674
Andre Finansielle Investeringer					1,213
Totalt mNok					5,829
Industrielle Investeringer					29,014
Finansielle Investeringer					5,829
Gjeld					-5,483
Net Asset Value					29,360
Net Asset Value Per Aksje					395
Markedsverdi Per Aksje					410
Rabatt					-4%

Figur 25

Fratrukket Aker ASAs bokførte gjeld på 5,483 milliarder norske kroner, kommer vi frem til en Net Asset Value i konsernet på 29,360 milliarder norske kroner. Dette beløper seg til kr 395 per aksje i Aker ASA, mot markedskurs av 410 per 31/12/2017 (Bloomberg , 2018). Rabatten, målt i Net Asset Value av virksomhetens eiendeler verdiansatt som frittstående virksomheter, er dermed ved vår verdiansettelse av Aker ASAs industrielle investeringer som frittstående virksomheter blitt en premium på 4%.



Figur 26

18.1 Delkonklusjon, Net Asset Value Aker ASA

På bakgrunn av den strategiske analysen, og påfølgende forutsatt fremtidig vekst og inntjening, ser vi en vesentlig reduksjon av rabatten i Aker ASAs markedsverdi på underliggende aktiver. Vår verddivurdering av Aker ASAs investeringer sett som Stand Alone, eller frittstående virksomheter, eliminerer rabatten.

Vi finner dermed at det er grunnlag for å argumentere for at det å sette sammen en hypotetisk portefølje av frittstående virksomheter, identiske med Aker ASAs investeringer, vil danne en portefølje med en verdi på 29,360 milliarder norske kroner. Som investor vil du dermed måtte,

per 31.12.2017, betale en premium for tilsvarende eksponering som en eierandel i Aker ASA tilbyr.

At det eksisterer en premium i Aker ASAs verdivurdering, målt mot en teoretiske identisk portefølje er på mange måter intet overraskende funn. Å sette sammen en slik portefølje vil i praksis innebære en større transaksjonskostnad, ved at antallet transaksjoner går fra én i Aker ASA til over 20 separate eierposter i et utvalg av børsnoterte og ikke-noterte virksomheter, eiendom og fondsplasseringer. Videre vil likviditeten i gitte portefølje være betydelig mindre enn en eierpost i det børsnoterte Aker ASA. Om vi anser Aker ASA som en aktiv forvalter av denne porteføljen, er det dermed ikke unaturlig at virksomheter har en premium på lik linje med annen porteføljeforvaltning.

Hva denne oppgavens funn dermed indikerer er at det ikke nødvendigvis eksisterer en konglomeratrabatt i Aker ASA, om en anser virksomhetens investeringer som en portefølje av frittstående virksomheter. Tvert imot, fremgår det av overnevnte verdivurderinger at det per 31.12.2017 eksisterte en teoretisk premium for handel i Aker ASA, gitt premisset om at virksomhetens investeringer var frittstående og upåvirket av det faktum at de er underlagt et konglomerat. I virkeligheten, er dette ikke tilfellet.

Det anses som mulig at Aker ASAs eierskap har en direkte innvirkning på verdivurderingen av virksomhetens investeringer. I så måte, vil denne oppgaven forsøke å danne et kvantitativt rammeverk for å kunne teste dette, på bakgrunn av kvalitative teoretiske forklaringer og finansiell data. Våre undersøkelser vil dermed forsøke å avdekke om WACC for virksomheter underordnet et konglomerat vil være signifikant lavere enn sine frittstående peers.

19 Analyse

19.1 Introduksjon

En rekke kvalitative argumenter som underbygger eksistensen av en rabatt i markedsverdien av et konglomerat, målt mot de underliggende verdier, eksisterer. For å kunne kvantifisere disse, vil denne oppgaven gjennomgå de forskjellige elementene som tilsammen utgjør kapitalkostnad (WACC) for hvert datterselskap, samt Aker ASA. Denne tilnærmingen vil både kunne etterkomme påstander fra tidligere eksisterende teori, samt å forhåpentligvis kunne introdusere nye perspektiver på fenomenet konglomeratrabatt.

Et viktig element som muliggjør denne oppgaven er det faktum at alle dattervirksomheter, unntatt Aker BioMarine, er notert på Oslo Børs. Ved dette, er det også vesentlig enklere å holde verdiansettelsen av disse opp mot deres peers, og ikke minst ved stor nøyaktighet kunne holde dem opp mot verdien av moderselskapet Aker ASA. Det muliggjør også et klarere skille mellom de ulike dattervirksomheter, da alle rapporterer sin finansielle posisjon som separate enheter.

Innledningsvis, vil vi undersøke kapitalstrukturen til Aker ASAs datterselskaper for å kunne bekrefte eller avkrefte enkelte teoretiske perspektiver tidligere introdusert. I tillegg vil gjennomgangen av dattervirksomhetenes kapitalstruktur gi oss et grunnlag for å kunne fastsette vektingen av kapitalkostnad ved henholdsvis gjeld og egenkapital. For å kunne gjøre dette, vil vi benytte gjeldende markedsverdi av virksomhetenes egenkapital, samt markedsverdien av samtlige virksomheters gjeld.

Først vil vi undersøke en gjentakende påstand om at virksomhetene underordnet et konglomerat, finansieres forskjellig enn hva enkeltstående virksomheter vil gjøre. Dette ettersom de har tilgang på et indre kapitalmarked (Bakke & Gu, 2016), hvor et moderselskap enkelt kan forflytte kapital mellom forskjellige forretningsenheter og at dermed behovet for ekstern finansiering minker. På bakgrunn av dette, fortar vi en Peer Group analyse av gjeldsgraden i samtlige dattervirksomheter av Aker ASA, mot et utvalg av fokuserte peervirksomheter. Dette med unntak av Aker BioMarine, jf. avgrensningen. Aker BioMarines

gjeldsforpliktelser er imidlertid opplyst i Aker ASAs årsregnskap for 2017 (Aker ASA , 2018), og virksomhetens kapitalstruktur vil dermed inkluderes i denne del av analysen.

19.2 Peer Group

Peer Group	Land	Aktivitet	Omsetning - Millioner NOK
Aker BP	Norge	Exploration & Production	21,223.39
Lundin Petroleum	Sverige	Exploration & Production	16,455.28
Statoil	Norge	Exploration & Production	502,409.28
DNO	Norge	Exploration & Production	2,862.58
Aker Solutions	Norge	Oil & Gas Equipment & Services	22,461.00
BW Offshore	Norge	Oil & Gas Equipment & Services	5,158.24
Oceaneering International	USA	Oil & Gas Equipment & Services	15,833.22
Reach Subsea	Norge	Engineering & Construction	643.37
Kværner	Norge	Oil & Gas Equipment & Services	6,536.00
Schlumberger	USA	Oil & Gas Equipment & Services	250,825.60
McDermott	USA	Oil & Gas Equipment & Services	24,594.49
Prosafe	Norge	Oil & Gas Equipment & Services	2,183.16
Akastor	Norge	Investment - Oil & Gas	4,296.00
Hunter Group	Norge	Investment - Oil & Gas	44.04
Bonheur	Norge	Offshore Shipping	8,633.30
Subsea7	Norge	Offshore Shipping	3,990.00
Ocean Yield	Norge	Shipping, Diversified	2,794.18
Solstad Farstad	Norge	Offshore Shipping	3,784.15
Höegh LNG	Norge	Gas Tankers	2,301.84
Frontline	USA	Oil Tankers	5,311.32

Figur 27 (Bloomberg, 2018)

Utvelgelsen av peers, krever enkelte kompromisser. For Aker BP er det naturlig å prioritere virksomheter som i hovedsak opererer på norsk sokkel, ettersom dette leder til et relativt sammenliknbart kostnadsbilde. Dette leder igjen til sammenliknbare marginer, og finansieringsbehov for virksomhetene.

Aker Solutions og Kværner er begge involvert i planlegging og konstruksjon av diverse offshore-relaterte installasjoner, og sammenliknes dermed med et utvalg virksomheter med liknende aktivitet. Det skal imidlertid merkes at virksomhetenes spesialiserte natur gjør at direkte sammenlikninger vil være vanskelige å gjøre. Det antas videre at virksomhetenes relativt internasjonale kundebase gjør at det er mulig å gjøre sammenlikninger med virksomheter basert både i og utenfor Norge.

Som et investeringsselskap, er Akastor kanskje det vanskeligste å finne direkte sammenlikninger med. Bonheur og Hunter Group er begge oljeinvesteringsvirksomheter, om enn ikke identiske til Akastors profil, mens Subsea7 bedriver et spekter av oljeservicerelatert offshorevirksomhet.

Ocean Yield sammenliknes med et utvalg shippingvirksomheter grunnet en diversifisert portefølje med en hovedvekt på tank og offshore, for å gi et sammensatt bilde av den finansielle situasjonen i fokuserte virksomheter eksponert mot de samme markedene som Ocean Yield er.

Peer Group Oversikt	P/E	EV/EBITDA	Current Ratio	Quick Ratio
Aker BP	30.40	7.30	0.90	0.80
Lundin	17.50	7.10	1.50	1.30
Statoil	15.40	3.70	1.40	1.20
DNO	3.20	2.30	3.90	3.80
Average	12.03	4.37	2.27	2.10
Aker Solutions	56.80	9.00	0.70	0.70
BW Offshore	20.20	7.6	0.80	0.70
Oceaneering International	Negative	10.80	2.70	2.10
Reach Subsea	Negative	5.10	2.10	2.10
Average, Peers	20.20	7.95	1.87	1.63
Kværner	7.80	1.70	2.00	1.90
Schlumberger	Negative	33.40	1.10	0.80
McDermott	6.30	4.30	2.20	1.30
Prosafe	Negative	Negative	4.50	4.40
Average	6.30	18.85	2.60	2.17
Akastor	Negative	Negative	1.40	1.00
Hunter Group	Negative	Negative	14.70	13.70
Bonheur	Negative	2.00	2.10	1.90
Subsea7	10.70	4.00	1.70	1.30
Average	10.70	3.00	6.17	5.63
Ocean Yield	9.80	8.30	1.10	1.10
Solstad Farstad	Negative	16.20	1.80	1.70
Höegh LNG	32.50	11.70	2.40	2.40
Frontline	Negative	Negative	1.40	1.00
Average	32.50	13.95	1.87	1.70

Figur 28 – Peer-gruppe for samtlige datterselskaper (Tomson One, 2018)

Enkelte av våre utvalgte multipler er vanskelige å kommentere, blant annet pris over inntjening. En rekke av virksomhetene uvalgt har vært gjennom en svært krevende økonomisk syklus med henblikk på en lav oljepris, som igjen leder til negativ inntjening, både på bunnlinjen og deres EBITDA.

En gjentakende tendens er imidlertid at Aker ASAs dattervirksomheter konsekvent har et lavere current og quick ratio. Dette da definert ved følgende:

Current Ratio	Quick Ratio
$\frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$	$\frac{(\text{Cash} + \text{Securities} + \text{Accounts Recieveable})}{\text{Current Liabilities}}$

Én forklaring på denne vedvarende trenden blant samtlige dattervirksomheter, kan fremstå som en bekreftelse på tidligere presentert teori om at kontantbeholdningen i dattervirksomheter i konglomerater holder konsekvent mindre kontanter enn sine frittstående peers (Bakke & Gu, 2016). Et effektivt og velfungerende indre kapitalmarked dattervirksomhetene seg imellom vil gjøre behovet for disse beholdningene mindre, og våre funn understøtter dermed tidligere fremlagt forskning.

Implikasjonene av nevnte funn er interessant av flere grunner. Først av alt, vil en lavere beholdning av likvide midler indikere eksistensen av et indre kapitalmarked. Videre vil et indre kapitalmarked gjøre det mindre enkelt å benytte både current og quick ratio som indikasjoner på risiko i Aker ASAs dattervirksomheter, ettersom våre funn tyder på at deres evne til å møte sine kortsiktige forpliktelser til en viss grad kan være garantert av sitt moderselskap og datterselskaper. Dette vil redusere likviditetsrisikoen i dattervirksomhetene betraktelig, som igjen kan lede til lavere avkastningskrav fra investorer både i egenkapital og gjeld.

Peer-gruppen vil videre være referansepunkt for påfølgende analyser av egenkapitalkostnad, gjeldskostnad og kapitalstruktur.

19.3 Markedsverdi av gjeld

Det er i hovedsak tre argumenter for hvorfor bokførte verdier er mer hensiktsmessig enn markedsverdier, men i følge Aswath Damodaran (Damodaran, 2002) er ingen av disse argumentene overbevisende. Enkelte hevder at bokførte verdier er mer pålitelige da markedsverdier kan være svært volatile, men dette ansees av Damodaran som en svakhet fremfor en styrke ettersom verdien av et selskap endrer seg over tid. Det andre argumentet for å bruke bokførte verdier er at dette er en mer konservativ tilgang til estimering av gjeldsratio. Dette bygger på en antagelse om at gjeldsratio basert på markedsverdier alltid vil være lavere enn gjeldsratio basert på bokførte verdier, hvilket er feil i følge Damodaran. Det siste

argumentet bygger på at kreditorer ikke vil låne ut basert på markedsverdier, men igjen er dette en antagelse fremfor fakta i følge Damodaran. Han trekker frem et eksempel med boliglån, hvor låntager som regel vil kunne utvide sitt lån når boligen stiger i verdi, nettopp som følge av markedsverdi (Damodaran, 2002). På bakgrunn av ovenstående argumentasjon sier Aswath Damodaran at det er viktig at markedsverdier brukes i en verdiansettelse for å gi et mest mulig rettviseende bilde.

Å finne markedsverdien av egenkapitalen kan gjøres relativt simpelt ved å multiplisere antallet utestående aksjer med gjeldende pris på aksjen når det er snakk om noterte virksomheter.

Markedsverdien av gjelden kan dog være noe mer krevende, da de færreste virksomheter har all sin gjeld som noterte obligasjoner som handles fritt i markedet. De fleste virksomheter har også bankgjeld som oppgjøres til bokført verdi og ikke markedsverdi. En forholdsvis enkel metode å finne markedsverdien av gjelden er derfor å behandle hele den bokførte gjelden som en obligasjon med kupong lik rentekostnadene på hele gjelden og utløpsdato satt som et vektet gjennomsnitt av utløpsdatoene til all gjelden. Kostnaden ved gjelden settes som diskonteringsrente.

I et tenkt eksempel med en bokført verdi av gjelden på 1 milliard, rentekostnader på 60 millioner, utløpsdato om seks år og gjeldskostnad på 7,5% får vi en estimert markedsverdi av gjelden lik (Damodaran, 2002):

$$MV \text{ av gjeld} = 60 * \left(\frac{1 - \left(\frac{1}{1,075^6} \right)}{0,075} \right) + \left(\frac{1000}{1,075^6} \right) = 930$$

Denne metoden har vi anvendt for å verdiansette all den rentebærende gjelden til Aker ASAs seks dattervirksomheter, med unntak av Kværner, da de ikke har noen bokført rentebærende gjeld. Under følger en oversikt over gjelden til de ulike dattervirksomhetene, med tilhørende løpetider og renter, de vektete løpetidene i forhold til den bokførte verdien og til slutt en vektet rente som brukes som diskonteringsfaktor senere til å finne den endelige markedsverdien av gjelden.

mio NOK

Aker Solutions	Maturity	Carrying amount	Time to maturity	Weight	Weighted time to maturity	Interest coupon	Weighted Interest rate
Unsecured bank loan	2019	1.239	2	0,40	0,7955	1,99%	0,79%
Unsecured Bond	2019	1.008	2	0,32	0,6472	4,99%	1,61%
Unsecured bank loan	2024	868	7	0,28	1,9506	11,10%	3,09%
Total		3.115			3,39		5,50%

mio NOK

Akastor	Maturity	Carrying amount	Time to maturity	Weight	Weighted time to maturity	Interest coupon	Weighted Interest rate
Secured bank loan	2019	348	2	0,33	0,6699	3,01%	1,01%
Secured bank loan	2019	478	2	0,46	0,9201	3,74%	1,72%
Unsecured bank loan	2022	213	5	0,21	1,0250	8,15%	1,67%
Total		1.039			2,62		4,40%

mio NOK

Ocean Yield	Maturity	Carrying amount	Time to maturity	Weight	Weighted time to maturity	Interest coupon	Weighted Interest rate
Secured loans	2027	9.363	10	0,76	7,5545	4,225%	3,19%
Secured loans	2025	642	8	0,05	0,4144	4,75%	0,25%
Unsecured bond	2021	2.389	4	0,19	0,7710	6,00%	1,16%
Total		12.394			8,74		4,59%

mio NOK

Aker BioMarine	Maturity	Carrying amount	Time to maturity	Weight	Weighted time to maturity	Interest coupon	Weighted Interest rate
Secured bank loan	2023	1.010	6	0,70	4,2259	5,25%	3,70%
Other mortgage loan	2026	111	9	0,08	0,6967	5,20%	0,40%
Other loans	2019	313	1	0,22	0,2183	3,50%	0,76%
Total		1.434			5,14		4,86%

mio NOK

Aker BP	Maturity	Carrying amount	Time to maturity	Weight	Weighted time to maturity	Interest coupon	Weighted Interest rate
Unsecured Bond	2020	1.898	3	0,07	0,2039	7,65%	0,52%
Unsecured Bond	2022	3.227	5	0,12	0,5779	6,00%	0,69%
Secured RBL	2021	10.469	4	0,37	1,4996	4,80%	1,80%
Bridge Facility	2019	12.330	2	0,44	0,8831	3,05%	1,35%
Total		27.925			3,16		4,36%

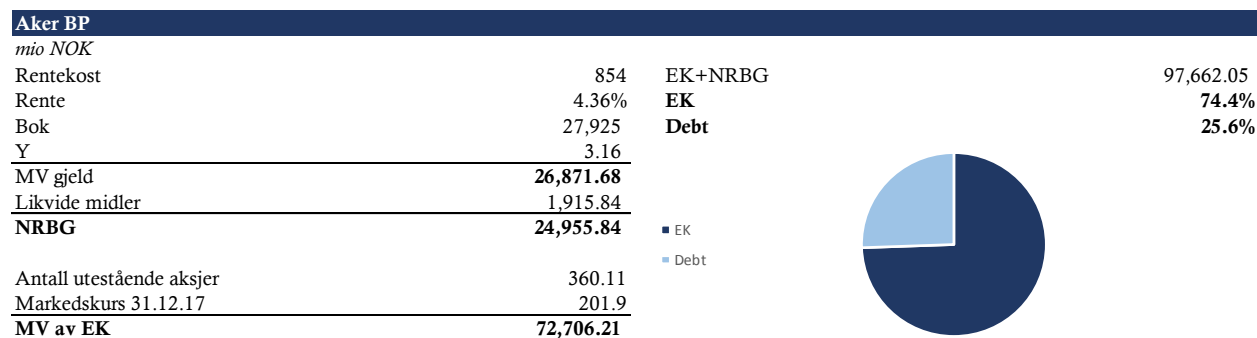
Figur 29 – Markedsverdi av gjeld

Ovenstående beregninger har dannet grunnlaget for utregningen av markedsverdien av gjelden til dattervirksomhetene til Aker ASA. Videre har markedsverdien av egenkapitalen blitt beregnet som antall utestående aksjer multiplisert med aksjekursen pr. 31.12.17 til de respektive virksomhetene. Under følger en beregning av kapitalstrukturen til de seks dattervirksomhetene.

19.3.1 Aker BP

For å beregne en mest mulig korrekt WACC for Aker BP har vi i nedenstående figur funnet markedsverdien av gjelden til selskapet og holdt denne opp mot markedsverdien av egenkapitalen slik at vi får en rettviseende kapitalstruktur. Figuren viser at Aker BP har en beregnet markedsverdi av gjelden på NOK 26.955 millioner og en markedsverdi av egenkapitalen på NOK 72.706 millioner. Trekket de likvide midlene fra gjelden får vi en

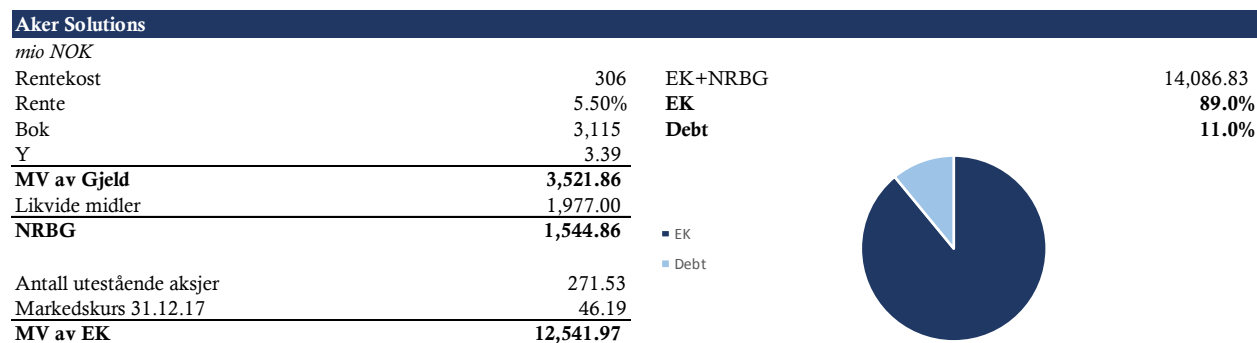
kapitalstruktur med 74,4% EK og 25,6% gjeld. Det bemerkes også at markedsverdien av gjelden verdiansettes omkring en milliard NOK under bokført verdi.



Figur 30

19.3.2 Aker Solutions

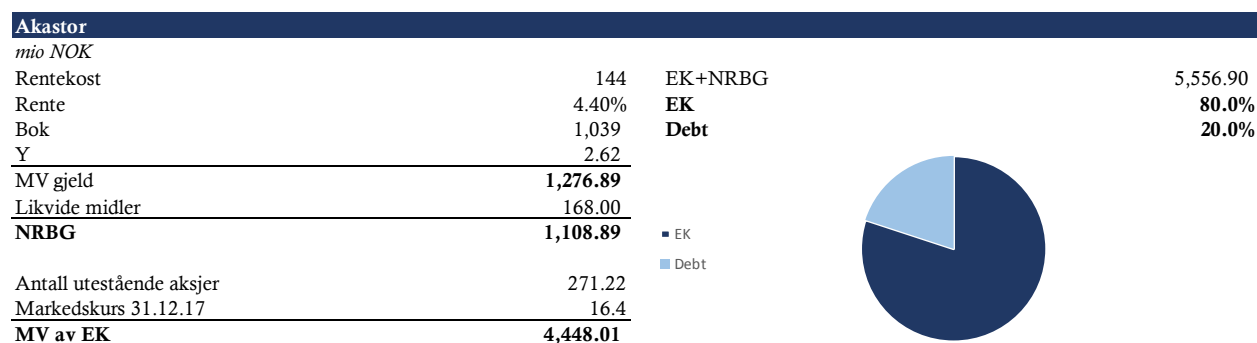
Metoden benyttet til å finne kapitalstrukturen i Aker BP er også benyttet på Aker Solutions og de øvrige dattervirksomhetene, presentert i figuren under. Figuren viser en kapitalstruktur i Aker Solutions på 89% EK og 11% gjeld. Markedsverdien av gjelden er omlag 400 millioner høyere enn den bokførte verdien.



Figur 31

19.3.3 Akastor

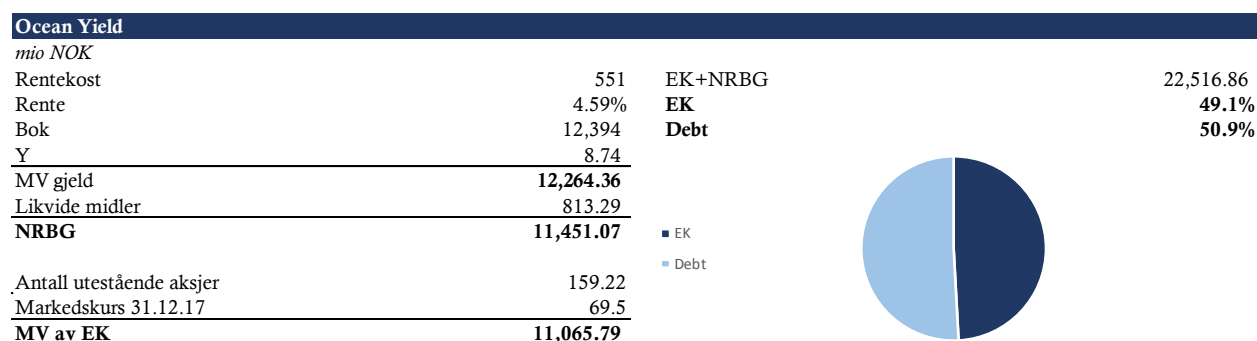
Akastor har en markedsverdi av EK lik NOK 4.448 millioner mens markedsverdien av gjelden er på NOK 1.276 millioner. Trekket de likvide midlene fra, jf. figuren under, får Akastor en kapitalstruktur på 80% EK og 20% gjeld. Det legges videre merke til en markedsverdi av gjelden på omkring NOK 200 millioner over bokført verdi.



Figur 32

19.3.4 Ocean Yield

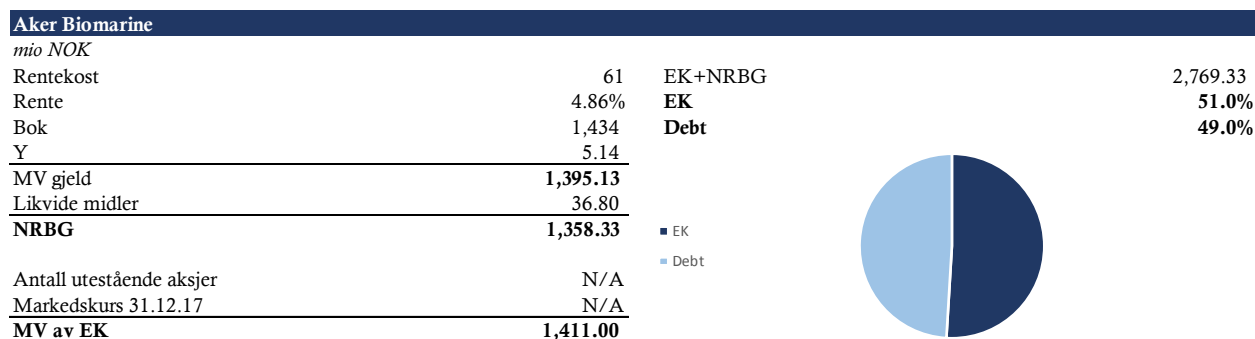
Ocean Yield har en bokført verdi av gjelden på NOK 12.394 millioner, omkring 100 millioner høyere enn markedsverdien av gjelden på NOK 12.264 millioner. Trekket de likvide midlene fra markedsverdien av den rentebærende gjelden får vi en kapitalstruktur med nesten 50/50 egenkapital og gjeld, jf. figuren under.



Figur 33

19.3.5 Aker BioMarine

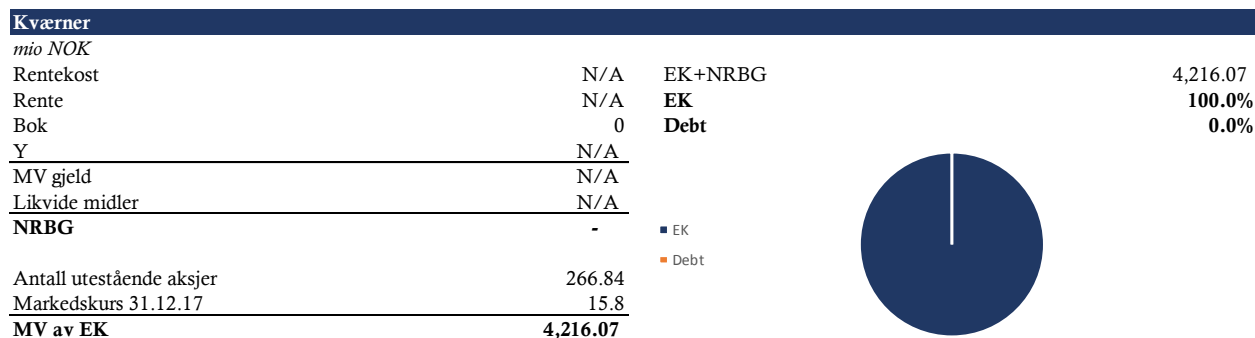
Aker BioMarine har tilnærmet lik samme kapitalstruktur som Ocean Yield, med 50,8% EK og 49,2% gjeld etter likvide midler er fratrasket. Selskapet har en bokført verdi av gjelden på NOK 1.434 millioner, mens markedsverdien av gjelden ligger noe under på NOK 1.395 millioner. Markedsverdien av egenkapitalen har ikke vært mulig å beregne som antall utestående aksjer multiplisert med gjeldende aksjekurs, da selskapet ikke er notert og handles ikke offentlig. Derfor er markedsverdi av EK hentet direkte fra årsrapporten til Aker ASA som den bokførte verdien selskapet innregnes til her.



Figur 34

19.3.6 Kværner

Kværner er litt spesielt sammenliknet med de øvrige dattervirksomhetene da selskapet har null bokført rentebærende gjeld. Selskapets forpliktelser består i all hovedsak av varekreditorer og liknende forpliktelser, hvorfor selskapet fåren kapitalstruktur med 100% EK.



Figur 35

19.3.7 Delkonklusjon, markedsverdi av gjeld

For å oppsummere er det tydelig at forskjellene er relativt store mellom de ulike virksomhetene underlagt Aker ASA hva angår kapitalstruktur. I den ene enden av skalaen finner vi Kværner med 100% EK og motsatt ligger Ocean Yield med 50,9% gjeld. Fellesnevneren er at ingen av de seks virksomhetene har en spesielt høy gjeldsgrad, hvilket til dels kan forklares av konglomeratstrukturen og indre kapitalmarkeder som beskrevet i avsnittet avsnitt 7: Eksisterende Teori. Figuren under viser en rask oversikt over kapitalstrukturen til de seks dattervirksomhetene som vil bli anvendt videre til beregning av WACC for de respektive virksomhetene.

Aker Solutions		Akastor		Ocean Yield	
Egenkapital	89%	Egenkapital	80.0%	Egenkapital	49.1%
Gjeld	11%	Gjeld	20.0%	Gjeld	50.9%
Aker BioMarine		Aker BP		Kværner	
Egenkapital	51.0%	Egenkapital	74.4%	Egenkapital	100.0%
Gjeld	49.0%	Gjeld	25.6%	Gjeld	0.0%

Figur 36 – Kapitalstruktur datterselskaper

19.4 Kapitalstruktur

Vi har i foregående avsnitt funnet kapitalstrukturen hos Aker ASA sine seks dattervirksomheter ved å utregne markedsverdien av gjeld og egenkapital i de respektive virksomhetene. Dette i seg selv kan og vil brukes videre som den faktiske kapitalstrukturen når den endelige kapitalkostnaden (WACC) skal estimeres for hvert enkelt selskap. Allikevel kan kapitalstrukturen i seg selv ikke brukes til å belyse den overordnede problemformuleringen i særlig grad, hvorfor vi nå skal foreta en komparativ analyse med relevante peers for å se om dette kan bidra til å forklare vårt overordnede problem.

For å finne kapitalstruktur for samtlige peers har vi benyttet databasen Thomson ONE som vi har tilgang til gjennom CBS sine databaser. Her har vi hentet ut NRBG/EV som svarer til de nøkkeltallene vi selv har beregnet for Aker ASAs virksomheter og regnet ut gjennomsnittet av kapitalstrukturen til peer-gruppen, uten Aker ASAs dattervirksomheter.

For å kunne analysere kapitalstrukturens effekt på WACC og dermed verdien på virksomhetene, har vi satt egenkapitalkostnaden, R_e , og fremmedkapitalkostnaden, R_d , lik for alle virksomheter slik at alle parametere holdes konstante med unntak av variabelen kapitalstruktur. Det er viktig å poengtere at $R_e = 9,0\%$ og $R_d = 3\%$ er ikke faktiske tall gjeldende for noen av virksomhetene. Hovedpoenget er at R_e er betraktelig høyere enn R_d , da avkastkravet til egenkapitalen er større enn avkastkravet til fremmedkapital grunnet høyere risiko. Tallene er altså kun ment som et løst estimat, men vil i realiteten være annerledes, hvilket vil fremgå av grundige beregninger av disse størrelsene senere i analysen. I tillegg er skatt utelatt, jf. avgrensningen, i denne delen av analysen til tross for at den er et viktig element i beregning av WACC. Dette ettersom det er avgjørende at alle parametere holdes konstante,

med unntak av kapitalstrukturen som er gjenstand for analyse. Kort oppsummert har vi holdt alle parametre konstante, med unntak av kapitalstrukturen, for å isolere effekten av kapitalstruktur på WACC.

Av tabellen under fremgår kapitalstrukturen til de ulike peer-gruppene og et gjennomsnitt av disse. I gjennomsnittsberegningen er Aker ASAs dattervirksomheter utelatt for å finne gjennomsnittet av kun peer-gruppens kapitalstruktur. Videre er denne gjennomsnittlige kapitalstrukturen anvendt til å beregne en WACC som holdes opp mot hvert enkelt datterselskaps WACC med tilhørende kapitalstruktur.

Analyserer vi tallene i tabellen under kan vi hurtig se at Aker ASA sine dattervirksomheter har en betraktelig høyere grad av EK enn sine peers, med unntak av Aker BP hvor egenkapitalgraden er omtrent den samme som hos peers. Dette betyr at WACC faller når kapitalstrukturen til peer-gruppen implementeres, alt annet holdt likt. En lavere WACC betyr videre en høyere verdi på selskapet ettersom de frie kontantstrømmene tilbakediskonteres med en lavere diskonteringsfaktor.

Peer Group Analysis	NRBG/EV	EK/EV	R _e	R _d	WACC
Aker BP	26%	74%	9,0%	3,0%	7,47%
Lundin	30%	70%			
Statoil	10%	90%			
DNO	30%	70%			
Average (peers)	23%	77%	9,0%	3,0%	7,60%
Aker Solutions	11%	89%	9,0%	3,0%	8,34%
BW Offshore	50%	50%			
Oceaneering International	40%	60%			
Reach Subsea	20%	80%			
Average (peers)	37%	63%	9,0%	3,0%	6,80%
Kværner	0%	100%	9,0%	3,0%	9,00%
Schlumberger	10%	90%			
McDermott	10%	90%			
Prosafe	90%	10%			
Average (peers)	37%	63%	9,0%	3,0%	6,80%
Akastor	20%	80%	9,0%	3,0%	7,80%
Hunter Group	30%	70%			
Bonheur	60%	40%			
Subsea7	10%	90%			
Average (peers)	33%	67%	9,0%	3,0%	7,00%
Ocean Yield	51%	49%	9,0%	3,0%	5,95%
Solstad Farstad	90%	10%			
Höegh LNG	50%	50%			
Frontline	70%	30%			
Average (peers)	70%	30%	9,0%	3,0%	4,80%

Figur 37 – WACC Vektet for selskapsspesifikk kapitalstruktur

Det siste underspørsmålet i problemformuleringen lyder som følger: «Hvordan kan fenomenet (konglomeratrabatt) forklares gjennom de ulike komponentene i WACC, da både for moder og dattervirksomheter?». En av disse komponentene er nettopp kapitalstruktur. Som nevnt faller kapitalkostnaden (WACC) når kapitalstrukturen til peers implementeres som igjen leder til en høyere verdi på selskapet. Fortalt omvendt: Verdien på konglomeratvirksomhetene underlagt Aker ASA faller ved å benytte virksomhetenes egen kapitalstruktur sammenliknet med en «target-kapitalstruktur» fra peer-gruppen, alle andre komponenter holdt konstant. Dette strider med de teoretiske forklaringene beskrevet i den innledende teoretiske bakgrunnen og våre funn så langt. Kort fortalt sier teori og foreløpige funn at verdien av virksomheter underlagt et konglomerat vil øke som følge av konglomeratstrukturen og alle

elementer dette bringer med seg. Ved å implementere kapitalstrukturen fra konglomeratvirksomhetene ser vi av analysen at verdien faller som følge av økt WACC.

19.5 Delkonklusjon, kapitalstruktur

På bakgrunn av ovenstående diskusjon er det tydelig at kapitalstruktur isolert sett ikke kan forklare en eventuell hypotese om konglomeratrabatt på Aker ASA. Det skal igjen dog påpekes at WACC består av mange komponenter, så selv om kapitalstrukturen isolert sett ikke kan bidra til å forklare en eventuell konglomeratrabatt, vil det være relevant å analysere de øvrige elementene R_e og R_d og underkomponentene disse bringer med seg i et forsøk på å belyse fenomenet i problemformuleringen.

19.6 Egenkapitalkostnaden (R_e)

Egenkapitalkostnaden, R_e , kan beregnes ved hjelp av en rekke ulike teoretiske tilganger og metoder som i all hovedsak varierer de ut ifra hvordan risiko defineres. CAPM-modellen som ble introdusert i 1964, er den mest anvendte modellen siden, tross mye kritikk av antagelsene modellen bygger på (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Forfatterne er klare over disse antagelsene, men en utdypende diskusjon rundt antagelsene ligger utenfor denne oppgavens horisont og CAPM ansees derfor som en pålitelig modell for å estimere egenkapitalkostnaden.

19.6.1 CAPM

I grove trekk sier The Capital Pricing Model (CAPM) at en investor som konstruerer en veldiversifisert portefølje kun er eksponert mot risiko som ikke er mulig å diversifisere vekk. Denne risikoen kalles systematisk risiko og gjenspeiles av beta. For å beregne r_e har vi valgt å anvende The Security Market Line (SML) som kan uttrykkes algebraisk som følger: (Plenborg & Petersen, 2012)

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)$$

I de kommende avsnittene vil de ulike komponentene i SML brytes ned og bli analysert i henhold til den overordnede problemformuleringen.

19.6.2 Risikofri rente (r_f)

Den risikofrie renten er definert som et aktivs forventede avkastning med sikkerhet. Dette impliserer at aktivet skal inneholde null risiko. I teorien vil dette svare til den forventede avkastningen på en konstruert portefølje med beta lik null. Det kan dog være svært problematisk å konstruere en slik portefølje i praksis, hvorfor det er vanlig å anvende likvide langsiktige statsobligasjoner (10-30 år) som en proxy for null-beta porteføljen.

Når statsobligasjonen velges, er det viktig å velge en som svarer til den valutaen som kontantstrømmene oppgjøres i. Ettersom forfatterne har valgt å foreta hele analysen i NOK, er det norske statsobligasjoner som er naturlig å bruke som proxy (Damodaran, 2009). Videre har Norge en AAA-rating fra Moody's, S&P, Fitch med fler (Economics, 2018) og er dermed ansett som en av de mest solvente økonomiene i verden med null konkurrisiko, hvilket gjør Norske statsobligasjoner til en god proxy. Med hensyn til tidshorisont har obligasjoner med 30 års løpetid et likviditetspremium som kan være problematisk (Plenborg & Petersen, 2012). Vi har dermed valgt å anvende norske statsobligasjoner med 10 års løpetid som en proxy for den risikofrie renten. På tidspunktet for verdiansettelsen var denne renten 1,88% (Bloomberg, 2018).

19.6.3 Beta

Beta er et mål på systematisk risiko og kan beregnes som kovariansen mellom aktivets avkastning og markedets avkastning, dividert på variansen i markedets avkastning (Plenborg & Petersen, 2012)

$$\beta = \frac{Cov_{r_i, r_m}}{Var_{r_m}}$$

Ettersom hvert enkelt datterselskap underlagt Aker ASA krever hver sin individuelle beta, har vi valgt å utføre en mer omfattende analyse av beta enn hva ovenstående likning gir rom for. Damodaran sier i sin artikkel *The Octopus: Valuing Multi-business, Multi-national companies* at relevante industri-betaer for hvert enkelt selskap kan anvendes til å estimere egenkapitalkostnaden i de ulike virksomhetene. Det finnes i realiteten en rekke metoder for å

estimere beta og vi vil i denne delen av analysen belyse noen av metodene med de tilhørende styrkene og svakhetene i et forsøk på å finne en så korrekt beta som mulig.

En mulig metode for å estimere beta er ved å ta utgangspunkt i industribeta (Damodaran, 2018), som reflekterer forholdet mellom markedet og industriens absolutte avkastning. Aswath Damodaran oppdaterer fortløpende en oversikt over en rekke industrier med deres respektive beta-verdier, egenkapital- og gjeldskostnad samt gjennomsnittlig kapitalstruktur. Vi har anvendt disse verdiene som fremgår i figur 38 som *Industriell Beta, Egenkapital*.

Med dette som utgangspunkt har vi først fjernet den gjennomsnittlige industrispesifikke kapitalstrukturen med følgende formel, hvor β_u og D/E er den industrispesifikke beta og kapitalstruktur:

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{1 + (1 - t) * \frac{D}{E}}$$

Dette har gitt oss en unlevered beta, β_u som vi har relevered, det vil si justert i henhold til det pågjeldende selskapets spesifikke kapitalstruktur. De endelige relevered beta-verdiene er beregnet med nedenstående formel, hvor β_e er den selskapsspesifikke beta på egenkapitalen og D/E er her den selskapsspesifikke kapitalstrukturen.

$$\beta_e = \beta_u * (1 + \frac{D}{E})$$

De beregnede verdiene fremgår av tabellen under.

Parametre	Aker ASA	Aker BP	Akastor	Aker Solutions	Kværner	Ocean Yield
Industriell Beta, Egenkapital		1,37	1,37	1,23	1,23	0,95
Industriell Beta, Gjeld		-0,12	-0,12	-0,12	-0,12	-0,13
Industriell NIBD/E		41,91%	15,29%	30,98%	30,98%	30,02%
Unlevered Industriell Beta		0,93	1,18	0,91	0,91	0,70
Industriell Beta, Gjeld		-0,12	-0,12	-0,12	-0,12	-0,13
Virksomhetsspesifikk NIBD/E		34%	25%	12%	0%	103%
Relevered Beta		1,293	1,50	1,04	0,91	1,56

Figur 38 – Unlevered og Relevered Industriell Beta

En annen metode til å estimere beta er ved hjelp av regresjon. Ideelt sett skal regresjonen utføres mot en veldiversifisert markedsportefølje slik som Morgan Stanley International (MSCI) European- eller World-index og ikke bruke en lokal markedsindeks slik som Oslo Stock Exchange Index (OSEBX), da de fleste land er tungt vektet mot en eller få industrier (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Aker ASA med tilhørende dattervirksomheter er hovedsaklig eksponert mot olje og gass, samt shipping, og med OSEBX eksponering mot nettopp disse sektorene, gjør en regresjon mot OSEBX allikevel relevant. I tillegg har vi gjennomført en regresjon mot Oslo Børs Energi-indeks (OSLENX) og spotkurs på Brent Crude for å danne et bredere sammenlikningsgrunnlag.

Regresserte Betaer	Aker ASA	Aker BP	Akastor	Aker Solutions	Kværner	Ocean Yield
Mot OBX		1,48	2,36	1,69	2,30	0,58
Mot OBX Energy		1,28	1,42	1,24	0,90	0,13
Mot Brent Crude		1,05	1,23	1,22	0,70	-0,01
Gjennomsnitt Regressert		1,27 [✓]	1,67 [✓]	1,38 [✓]	1,30 [✓]	0,23

Figur 39 – Regresert Beta mot OBX, OBX Energy & Brent Crude

Resultatet av regresjonene fremgår av tabellen under, mens den fullstendige regresjonen fremgår av bilag 9.

Sammenlikner vi de to metodene beskrevet over er det liten tvil om at den gjennomsnittlige industribeta-metoden er basert på en betraktelig større stikkprøve og antas dermed å være mindre eksponert mot statistiske ekstrempunkter. I tillegg vurderes den gjennomsnittlige industribetaen til å inneha en mer sammenliknbar risikoprofil for Aker ASA og dattervirksomhetene. Basert på denne argumentasjonen har vi valgt å anvende beta-verdiene basert på industrigjennomsnitt fra Damodaran videre i analysen.

Basert på ovenstående diskusjon har vi kommet frem til spesifikke beta-verdier for alle Aker ASA sine dattervirksomheter basert på virksomhetenes respektive kapitalstruktur og industrispesifikke risikofaktorer hentet fra Damodaran (2018).

19.6.4 Market Risk Premium

Markedets risikopremie representerer avkastningen en investor vil kreve ut over den risikofrie renten ved investering i markedsporteføljen. Dette basert på CAPM, hvor hver enhet risiko i porteføljen optimalt vil kombineres med høyest mulig avkastning på investeringen.

Vi legger til grunn en risikofri rente på 10-årige norske statsobligasjoner, med en pålydende rente på 1.88%. Med det utgangspunkt i at Aker ASAs dattervirksomheter som norskeksponerte aksjer, legger vi til grunn Damodarans (2018) oversikt over gjeldende risikopremie på egenkapital i Norge, ultimo 2017. På bakgrunn av en AAA kredittrating, en Default Spread på 0,00% og en landsspesifikk risikopremie på 0,00%, skal den norske risikopremien på egenkapital beløpe seg til 5,08%. Dette indikerer en forventet avkastning på markedsporteføljen på 7,76%.

19.6.5 Delkonklusjon, egenkapitalkostnad

Egenkapitalkostnaden blir i denne oppgaven, som tidligere nevnt, beregnet med utgangspunkt i CAPM, herunder SML. I de foregående avsnitt har alle elementene i SML blitt diskutert og beregnet, slik at vi kan utlede vårt estimat på R_e for Aker ASA med tilhørende dattervirksomheter, jf. tabellen under. I forrige avsnitt ble beta beregnet for de ulike virksomhetene på bakgrunn av Damodarans rapporterte gjennomsnittlige industribetaer som vi rebalanserte i henhold til de respektive virksomhetenes unike kapitalstruktur. Dette bidro til noen relativt sett lave beta-verdier for de ulike virksomhetene dersom vi holder de opp mot de regresserte betaene og industribetaene til Damodaran. De lave beta-verdiene bidrar igjen til å redusere R_e , hvorpå vi får de nedenstående verdiene.

Parametre	Aker ASA	Aker BP	Akastor	Aker Solutions	Kværner	Ocean Yield
Risk Free Rate, Norway	1,88%	1,88%	1,88%	1,88%	1,88%	1,88%
Risk Premium	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%
Relevered Beta	0,00	1,29	1,50	1,04	0,91	1,56
Required Return on EQ (Re)	1,8800%	8,45%	9,48%	7,14%	6,50%	9,79%

Figur 40 - Egenkapitalkostnad

19.7 Gjeldskostnad

Required return on debt, eller gjeldskostnaden, regnes ut på bakgrunn av risikofri rente, ytelse på nyeste utstedte obligasjon for hver virksomhet, kredittspread og skatteraten. Vår kredittspread hentes fra differansen mellom yield på nyeste bond og risikofri rente, og representerer dermed premiumen en investor krever for å sette kapital til rådighet for hver respektive virksomhet sammenliknet med å investere i den risikofrie renten.

Vår risikofrie rente hentes fra norske 10-årige statsobligasjoner, med en pålydende yield på 1,88%. For størst presisjon, benytter vi nyeste utstedte bond for hver virksomhet. Yield på hver bond er utregnet som yield to maturity, gitt ved følgende utregning:

$$Pris = \frac{Kupong}{(1 + YTM)^1} + \frac{Kupong}{(1 + YTM)^2} + \dots + \frac{Kupong}{(1 + YTM)^N}$$

Vår utregning for gitte kostnad, før skatt, utregnes ved følgende formel:

$$R_d = (R_f + R_s)$$

Parametre	Aker ASA	Aker BP	Akastor	Aker Solutions	Kværner	Ocean Yield
Risk Free Rate, Norway		1.88%	1.88%	1.88%	1.88%	1.88%
Yield Nyeste Bond		4.54%	4.01%	3.93%	N/A	4.81%
R _s		2.66%	2.66%	2.66%	N/A	2.93%
Required Return on Debt (R _d)		3.45%	3.05%	2.99%	N/A	3.65%

Figur 41

Yield på samtlige av Aker ASAs dattervirksomheter ligger i området 4,81% til 3,88%. Som et utvalg virksomheter med svært forskjellig kapitalstruktur, størrelse og historisk lønnsomhet, finner vi det interessant at investorer allikevel krever en såpass liknende avkastning på gjelden til samtlige virksomheter. Uten å legge til grunn at virksomhetene alle er underlagt samme eier i Aker ASA, er det på bakgrunn av en finansiell analyse store forskjeller å finne mellom Ocean Yields svært lite volatile kontantstrøm, og Aker Solutions og Kværner som har vist en helt annen historisk volatilitet. Vi finner dermed grunnlag for å tro at investorer i gjeldsmarkedet legger til grunn Aker ASAs eierskap som en faktor i risikovurderingen av konsernets dattervirksomheter.

Videre sammenlikner vi avkastningen på Aker ASAs dattervirksomheters obligasjoner med avkastningen på obligasjoner utstedt av peers. Flere av virksomhetene har et større antall utestående obligasjoner, og for et godt sammenlikningsgrunnlag benytter vi obligasjoner nominert i USD, utløpsdatoer nærest mulig dattervirksomhetenes.

Som fremvist i oversikten til venstre, er avkastningen på samtlige dattervirksomheter markant lavere enn den gjennomsnittlige avkastningen på gjeld utstedt av et datterselskap av Aker, som bekrefter vår hypotese av Aker ASAs effekt på risikovurderingen av samtlige av dattervirksomhetene sammenliknet med frittstående peers.

Virksomhet	Yield
Aker BP	3.45%
Lundin	5.61%
Statoil	1.77%
DNO	7.76%
Gjennomsnitt	5.05%
Aker Solutions	2.99%
BW Offshore	6.13%
Oceaneering International	6.13%
Reach Subsea	4.50%
Gjennomsnitt	5.59%
Kværner	N/A
Schlumberger	3.65%
McDermott	7.42%
Prosafe	4.36%
Gjennomsnitt	5.14%
Akastor	3.45%
Hunter Group	4.60%
Bonheur	5.05%
Subsea7	3.36%
Gjennomsnitt	4.34%
Ocean Yield	3.65%
Solstad Farstad	5%
Høegh LNG	7.21%
Frontline	4.36%
Gjennomsnitt	5.52%

Figur 42 – Peer-gruppe yield på gjeld

Av virksomhetene benyttet for sammenlikning, er det kun

Statoil som markerer seg med en betydelig lavere yield på sine obligasjoner. Dette er også den eneste av virksomhetene benyttet for sammenlikning, som har en betydelig kapitalsterk eier, ved den Den Norske Stat. At virksomheten dermed representerer en investering med svært lav risiko for investorer er i så måte i tråd med hvordan investorer anser Aker ASAs dattervirksomheter.

19.7.1 Delkonklusjon, gjeldskostnad

Med henblikk på beregningen av WACC for samtlige dattervirksomheter underlagt et konglomerat, finner vi grunnlag for å tro at gjeldskostnaden betydelig reduseres. Med tilgang på et indre kapitalmarked, en sterk eier i ryggen og lavere risiko, kan Aker ASAs dattervirksomheter tilsynelatende hente fremmedkapital til en betydelig lavere kostnad enn sine frittstående peers. Dette vil ha en direkte effekt på deres kapitalkostnader, og dermed også deres verdivurdering.

19.8 WACC

På bakgrunn av de tidligere avsnittene om kapitalstruktur, egenkapitalkostnad og gjeldskostnad for de ulike virksomhetene har vi beregnet følgende kapitalkostnader (WACC).

Gjeldende skatterate for norske virksomheter er 24%. Det er i Norge i tillegg en særskatt for petroleumsinntekter, som i varierende grad vil påvirke Aker ASAs dattervirksomheter. I denne oppgaven er imidlertid fokuset lagt til kapitalkostnad, alle andre forhold holdt konstante, jf. avgrensningen. Ettersom skatteraten, om enn avvikende fra 24%, vil forholde seg konstant uavhengig av om Aker ASAs dattervirksomheter skal verdiansettes som frittstående virksomheter eller ikke, legges en standardisert rate til grunn for vår utregning av gjeldskostnaden etter skatt.

WACC	Aker ASA	Aker BP	Akastor	Aker Solutions	Kværner	Ocean Yield
Vekt EK		74%	80%	89%	100%	49%
Vekt D		26%	20%	11%	0%	51%
Re		8,45%	9,48%	7,14%	6,50%	9,79%
Rd		3,45%	3,05%	2,99%	N/A	3,65%
Tax		24%	24%	24%	24%	24%
WACC		6,96%	8,05%	6,61%	6,50%	6,22%
WACC som stand-alone		8,57%	9,77%	9,77%	9,77%	9,44%

Figur 43 – WACC for Aker ASAs datterselskaper

Det tas forbehold om at WACC som Stand Alone og som underlagt et konglomerat ikke nødvendigvis er den 100% «korrekte» kapitalkostnaden, men essensen i denne analysen er trenden. Tallene viser en klar trend med betraktelig lavere WACC for virksomhetene sett i lyset av konglomeratstrukturen sammenliknet med WACC som Stand Alone-virksomheter. Dette er i tråd med tidligere teori om indre kapitalmarkeder, større gjeldskapasitet og risikodiversifisering for konglomerater sammenliknet med enkeltstående virksomheter.

19.9 Sensitivitetsanalyse

For å undersøke effekten av våre beregnede WACCer, hvor konglomerateffekten er forsøkt innregnet, vil vi igjen gå over samtlige verdivurderinger av Aker ASAs dattervirksomheter. Alle andre forutsetninger er holdt likt, for å isolere effekten av endringen i kapitalkostnad. Som et resultat av nye verdivurderinger, vil oppgaven nå frem til en ny beregning av Net Asset Value for Aker ASA, hvor vi holder konsernets øvrige investeringers verdi konstante.

19.9.1 Aker BP

			Vekst					
			Pessimistisk			Base	Optimistisk	
			-1%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
W A C C	Optimistisk	6.06%	129.0	168.0	222.5	303.8	438.2	703.3
		6.36%	116.9	152.1	200.6	271.2	383.9	592.3
		6.66%	105.7	137.7	181.0	242.9	338.7	506.4
	Base	6.96%	95.5	124.6	163.5	218.1	300.3	438.1
		7.26%	86.0	112.6	147.7	196.2	267.5	382.4
	Pessimistisk	7.56%	77.2	101.6	133.4	176.7	239.0	336.3
		7.86%	69.1	91.5	120.4	159.3	214.1	297.3
								438.8

Figur 44 – Sensitivitetsanalyse Aker BP

Med en beregnet WACC på 6.96%, når vi en verdi per utestående aksje på NOK 218.1 – en økning på 88,04% i verdi mot vår beregning av Aker BPs verdi som et frittstående oljeselskap. Som en virksomhet med en relativt høy belåningsgrad, vil endringen i WACC ha en markant effekt på verdien av virksomhetens egenkapital, som vist ved vår sensitivitetsanalyse på virksomhetens verdi per aksje mot parameterne terminalvekst og kapitalkostnad. Endringen i WACC i seg selv, utgjør kun en relativ endring i 18,79%.

19.9.2 Aker Solutions

			Vekst					
			Pessimistisk			Base	Optimistisk	
			-1%	0.00%	1.00%	1.00%	2.00%	3.00%
W A C C	Optimistisk	5.71%	46.0	52.0	60.5	60.5	73.6	96.3
		6.01%	44.1	49.5	57.0	57.0	68.2	87.0
		6.31%	42.4	47.2	53.9	53.9	63.6	79.3
	Base	6.61%	40.7	45.1	51.1	51.1	59.6	72.9
		6.91%	39.2	43.2	48.6	48.6	56.1	67.5
	Pessimistisk	7.21%	37.8	41.5	46.3	46.3	53.0	62.8
		7.51%	36.5	39.9	44.2	44.2	50.2	58.8
								72.3

Figur 45 – Sensitivitetsanalyse Aker Solutions

Aker Solutions opplever med våre beregninger en verdistigning på 53,92%. Dette på bakgrunn av en endring i WACC på 32,36%. En relativt sett mindre sensitiv verdi av egenkapitalen til Aker Solutions er i stor grad påvirket av virksomhetens betydelig lavere belåningsgrad, hvor virksomhetens netto rentebærende gjeld kun utgjør 11% av virksomhetens EV.

19.9.3 Akastor

AKASTOR 			Vekst						
			Pessimistisk			Base	Optimistisk		
			-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC	Optimistisk	7.15%	10.10	11.69	13.72	16.41	20.14	25.68	34.72
		7.45%	9.53	10.99	12.85	15.28	18.61	23.44	31.05
		7.75%	8.99	10.34	12.05	14.26	17.24	21.48	27.97
	Base	8.05%	8.48	9.74	11.31	13.33	16.01	19.75	25.34
		8.35%	8.00	9.17	10.62	12.47	14.89	18.22	23.08
	Pessimistisk	8.65%	7.55	8.64	9.98	11.68	13.88	16.85	21.11
		8.95%	7.13	8.15	9.39	10.94	12.95	15.62	19.38

Figur 46 – Sensitivitetsanalyse Akastor

Våre beregninger senker Akastors WACC fra 9,77% til 8,05%, en nedgang på 17,63%. Virksomheten er den som opplever den høyeste kapitalkostnaden av samtlige av Aker ASAs dattervirksomheter. Industriell kapitalstruktur gir den høyeste unlevered beta-verdien, som igjen fører til en høyere kapitalkostnad for Akastor, som selv har den tredje høyeste belåningsgraden av Aker ASAs dattervirksomheter. Graden av belåning leder også til en relativt volatil verdivurdering av egenkapitalen, hvor den isolerte effekten av en 17,63% endring i kapitalkostnad gir en verdioppgang på 44,80% for egenkapitalen.

19.9.4 Kværner

KVÆRNER			Vekst						
			Pessimistisk			Base	Optimistisk		
			-15.00%	-14.00%	-13.00%	-12.00%	-11.00%	-10.00%	-9.00%
WACC	Optimistisk	5.60%	16.68	16.82	16.98	17.15	17.35	17.57	17.82
		5.90%	16.59	16.72	16.87	17.04	17.23	17.44	17.68
		6.20%	16.50	16.63	16.77	16.93	17.11	17.31	17.54
	Base	6.50%	16.41	16.54	16.67	16.83	17.00	17.19	17.40
		6.80%	16.33	16.45	16.58	16.73	16.89	17.07	17.28
	Pessimistisk	7.10%	16.24	16.36	16.49	16.63	16.78	16.96	17.15
		7.40%	16.16	16.27	16.40	16.53	16.68	16.85	17.04

Figur 47 – Sensitivitetsanalyse Kværner

Som et utelukkende egenkapitalfinansiert foretak, er volatiliteten i Kværners egenkapitalverdi betydelig lavere enn de andre virksomhetene i vår analyse. En 33% lavere WACC har kun endret vår verdivurdering av virksomhetens egenkapital fra NOK 15.87 til NOK 16.83 – en oppgang på 6%.

19.9.5 Ocean Yield

		Vekst						
		Pessimistisk			Base	Optimistisk		
		-8.00%	-7.00%	-6.00%	-5.00%	-4.00%	-3.00%	-2.00%
W A C C	Optimistisk	5.32%	68.26	72.86	78.28	84.74	92.59	102.33
		5.62%	66.14	70.48	75.57	81.62	88.93	97.93
	Base	5.92%	64.11	68.21	73.00	78.67	85.49	93.83
		6.22%	62.16	66.04	70.56	75.88	82.25	89.99
	Pessimistisk	6.52%	60.30	63.97	68.24	73.24	79.19	86.40
		6.82%	58.51	61.99	66.02	70.73	76.31	83.03
		7.12%	56.79	60.10	63.91	68.35	73.58	79.85
								87.49

Figur 48 – Sensitivitetsanalyse Ocean Yield

Som Akerkonsernets mest belånte virksomhet, er Ocean Yields verdivurdering også en av de mest volatile. Vi ser i tillegg at vår beregnede kapitalkostnad på 6,22%, en nedgang på 34,13%, leder til en verdistigning på egenkapitalen på 42,51%.

19.9.6 Net Asset Value Aker ASA

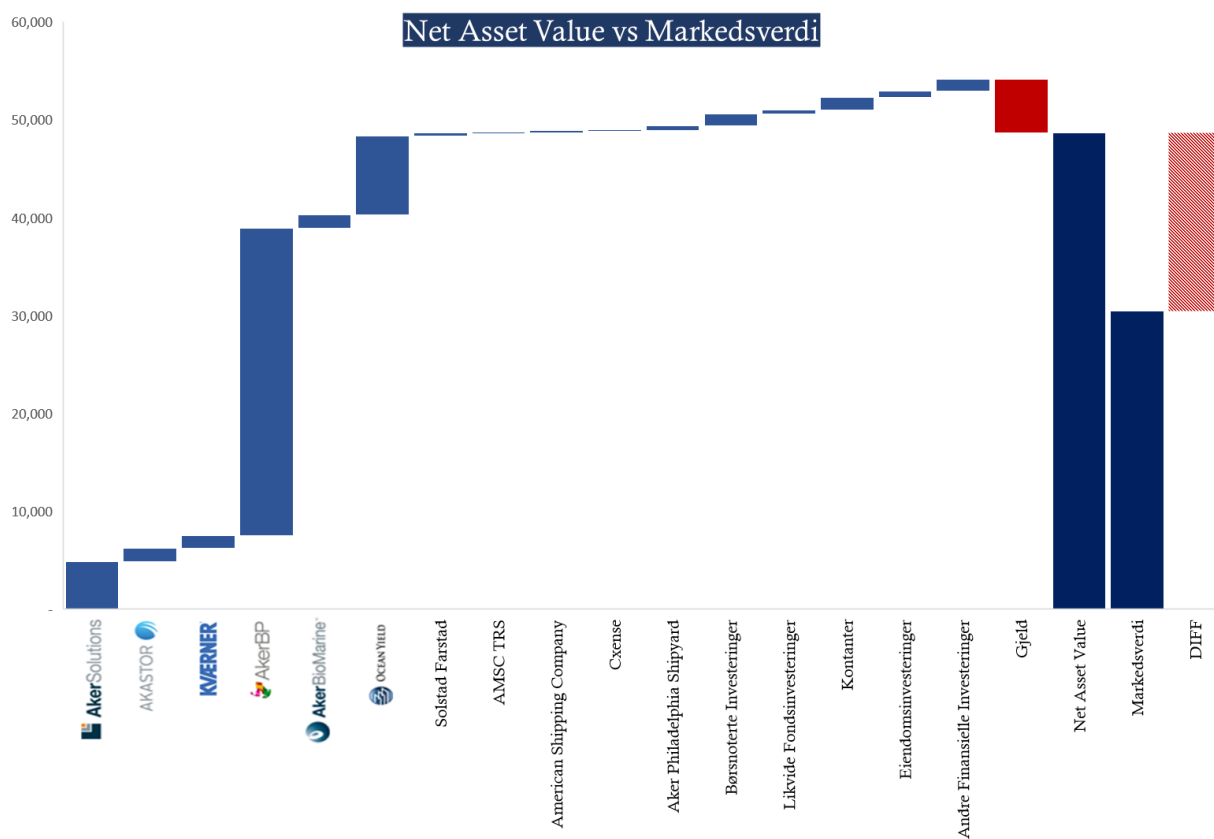
Sum Of The Parts Aker ASA					
Investeringer	Utestående Aksjer	Pris NOK	Markedsverdi mNOK	Eierandel	Verdi mNOK
Industrielle Investeringer					
Aker Solutions	272.0	51.1	13,894	35%	4,835
Akastor	274.0	13.3	3,651	37%	1,340
Kværner	269.0	16.8	4,526	29%	1,299
Aker BP	360.1	218.1	78,548	40%	31,419
Aker BioMarine	100	14.10	1,410	100%	1,410
Ocean Yield	159.4	75.9	12,092	66%	8,005
Totalt mNOK					48,308
Finansielle Investeringer					
Solstad Farstad	291.5	5.7	1,662	20%	332
AMSC TRS	18.7	23.1	432	0%	-
American Shipping Company	60.6	23.1	1,400	19%	267
Cxense	7.3	50	365	6%	21
Aker Philadelphia Shipyard	12.6	59	743	58%	428
Børsnoterte Investeringer					1,220
Likvide Fondsinvesteringer					442
Kontanter					1,232
Eiendomsinvesteringer					674
Andre Finansielle Investeringer					1,213
Totalt mNok					5,829
Industrielle Investeringer					48,308
Finansielle Investeringer					5,829
Gjeld					-5,483
Net Asset Value					48,654
Net Asset Value Per Aksje					655
Markedsverdi Per Aksje					410
Rabatt					37%

Figur 49 – Net Asset Value Aker ASA

For å observere den samlede effekten av en endret kapitalstruktur for Aker ASAs dattervirksomheter, holder vi den samlede Net Asset Value av Aker ASAs eiendeler opp mot markedskurs på Aker ASAs egenkapital av 31.12.2017. Alle andre faktorer enn verdien på

Aker ASAs eierandeler i Aker Solutions, Akastor, Kværner, Aker BP og Ocean Yield er for sammenlikningen holdt likt.

Vi observerer at den mye omtalte rabatten på Aker ASAs eiendeler vender tilbake til et nivå 40%, målt i markedsverdi på Aker ASA over Net Asset Value av konsernets investeringer. Nivået er sammenliknbart med historisk observerte forhold, hvor rabatten har ligget i området 20-40% (Framstad, 2017).



Figur 50 – Net Asset Value Aker ASA

19.10 Vektet WACC for Aker ASA

Utgangspunktet for oppgaven, er å gjennomgå hvordan vektet kapitalkostnad kan benyttes som en forklaring på den nåværende forskjellen i Aker ASAs markedsverdi holdt opp mot de underliggende verdiene i konsernet i form av finansielle og industrielle investeringer. En undersøkelse av hvordan vi så tilbakediskonterer fremtidige kontantstrømmer til Aker ASA, er dermed neste naturlige undersøkelse å ta.

Som utgangspunkt, estimerer vi fremtidige kontantstrømmer for Aker ASA ved å benytte konsensusestimer innhentet fra Thomson Reuters ultimo desember 2017 for omsetningsvekst for konsernet. Vi benytter etterfølgende egne estimer for utviklingen av Aker ASAs profitabilitet, målt i de samme multipler som tidligere benyttet i konstruksjonen av verdiansettelsesmodellene benyttet for konsernets dattervirksomheter.

Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					5%	-2%	-2%	-2%	-1%
Bruttofortjeneste/Omsetning	55%	62%	59%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
EBITDA/Omsetning	11%	18%	13%	16%	14%	15%	15%	15%	15%
EBIT/Omsetning	0%	1%	3%	9%	7%	7%	7%	7%	7%
NOPAT/Omsetning	-1%	-3%	1%	6%	1%	1%	2%	3%	2%

Figur 51 – Vekstforutsetninger Aker ASA (Thomson One, 2018)

Forutsetningene for fremtidig vekst representerer dermed et estimat som grunnleggende ikke skal tilskrives større verdi enn at disse representerer et lite kontroversielt og konsensusbestemt estimat benyttet for å videre kunne tilbakediskontere fremtidige kontantstrømmer for virksomheten.

Ved å deretter benytte gitte forutsetninger, estimerer vi så Aker ASAs egenkapitals verdi, per 31.12.2017. Ved å da kjenne gjeldende markedskurs på NOK 410, legger vi dette til som en førende faktor for å estimere markedets impliserte diskonteringsrate på Aker ASAs fremtidige kontantstrømmer.

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	2,713	445	629	1,046	1,182	800
Avskrivninger	-9,167	-6,406	-6,563	-6,432	-6,303	-6,240
Delta NWC	2041	1560	-655	-642	-629	-308
Investeringer i anleggsaktiver	-712	991	1,020	1,051	1,082	1,115
FCFF	10,551	4,300	6,827	7,069	7,032	6,233

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	4,300	6,827	7,069	7,032	59,826
PV	3,929.78	5,702.45	5,396.11	4,905.95	

PV FCFF	19,934.30
PV Terminal	41,737.73

EV	61,672.03
NIBD	31,200

Verdi av EK	30,472.03
# aksjer	74.32
Aksjekurs NOK	410.00

WACC	9.42%
g	-1.00%

Figur 52 – Tilbakediskontert kontantstrøm Aker ASA

Konsensusestimater for fremtidig vekst, gitt våre historisk begrunnede profitabilitetsforutsetninger, impliserer en WACC for Aker ASA på 9.42%. I vår videre analyse vil vi forsøke å estimere denne ved hjelp av en beregning av gjennomsnittlig diskonteringsrate for Aker ASAs dattervirksomheter, for så å observere effekten dette har på verdivurderingen av Aker ASAs egenkapital, og dermed også den observerte rabatten i konsernets aksje. Vi holder videre implisert WACC opp mot et vektet gjennomsnitt av industriell WACC for Aker ASAs datterselskaper, hentet fra den innledende Stand Alone-verdiansettelsen. Her finner vi en verdi relativt lik vår impliserte WACC for Aker ASA. Våre funn er å finne i tabellen under:

Vekting	WACC	Market Capitalization	Enterprise Value	Omsetning
Aker Solutions	9.77%	12.17%	10.35%	38.63%
Kværner	10%	3.20%	1.18%	11.24%
Aker BP	8.57%	3.97%	72.46%	36.50%
Ocean Yield	9.44%	68.83%	11.48%	4.46%
Aker BioMarine	8.00%	1.24%	0.81%	1.78%
Akastor	9.77%	10.60%	3.72%	7.39%
Totalt		100%	100%	100%
Vektet WACC	9.22%	9.48%	8.85%	9.29%

Figur 53 – Vektet Industriell WACC for Aker ASAs datterselskaper

Virksomhet	WACC	Market Capitalization	Enterprise Value	Omsetning
Aker Solutions	6.61%	13,893.61	14,888.61	22,461.00
Kværner	6.50%	3,651.14	1,700.43	6,536.00
Aker BP	6.96%	4,526.43	104,206.23	21,223.39
Ocean Yield	6.22%	78,548.03	19,257.71	2,595.60
Aker BioMarine	8.00%	1,410.00	1,160.49	1,037.63
Akastor	8.05%	14,707.76	5,353.14	4,296.00
Totalt		116,736.98	146,566.62	58,149.62
Vekting	WACC	Vekt	Vekt	Vekt
Aker Solutions	6.61%	11.90%	10.16%	38.63%
Kværner	6.50%	3.13%	1.16%	11.24%
Aker BP	6.96%	3.88%	71.10%	36.50%
Ocean Yield	6.22%	67.29%	13.14%	4.46%
Aker BioMarine	8.00%	1.21%	0.79%	1.78%
Akastor	8.05%	12.60%	3.65%	7.39%
Totalt		100.00%	100.00%	100.00%
Vektet WACC	7.06%	6.56%	6.87%	6.84%

Figur 54

Tabellen viser 3 forskjellige vektinger av dattervirksomhetenes WACC, henholdsvis mot markedsverdi av egenkapital, verdien av både egenkapital og netto rentebærende gjeld, og til slutt vektet på omsetning. Av Damodaran (2009), anbefales det å benytte omsetning som den vektende faktor for beregning av WACC, og vi velger dermed å gå videre med denne vektingen. Det noteres at utslaget av hvordan vektingen gjøres, vil være relativt marginal, da samtlige valg av vekting leder til en vektet kapitalkostnad mellom 6,56% og 6,87%.

Vi foretar videre en sensitivitetsanalyse for samtlige diskonteringsrater, for å videre illustrere den begrensede effekten av valg av vekting.

19.10.1 Sensitivitetsanalyse vekting av WACC

En sensitivitetsanalyse med rabatten på markedsverdi av Aker ASAs egenkapital mot Net Asset Value av konsernet utføres deretter for samtlige tre diskonteringsrater, samt et utvalg terminalvekstestimer. Rabatten er oppgitt i prosent, hvor negative verdier indikerer en premium ved handel i Aker ASAs aksjer, mens positive verdier representerer en rabatt.

		Vekst						
		Pessimistisk			Base	Optimistisk		
		-4.00%	-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%
Vektet på EV	6.88%	43.68%	27.02%	11.22%	-3.78%	-18.05%	-31.63%	-44.58%
Vektet på Omsetning	6.84%	42.55%	25.99%	10.28%	-4.64%	-18.84%	-32.35%	-45.24%
Vektet på Market Capitalization	6.52%	34.57%	18.71%	3.64%	-10.72%	-24.40%	-37.45%	-49.92%

Figur 55

Vi finner indikasjoner for at samtlige vekinger av WACC leder til en premium på Aker ASAs egenkapital, målt opp mot underliggende Net Asset Value beregnet for konsernets dattervirksomheter. Vi finner dermed problemstillingen rundt dette av mindre betydning, ettersom analysens formål grunnleggende ikke er å fastsette rabatt eller premium til absolutte termer. Trenden vi observerer ser ut til å forholde seg uavhengig av valg av vekting.

19.10.2 Ny Net Asset Value ved WACC vektet på omsetning

På bakgrunn av ny verdivurdering av Aker ASAs egenkapital, genererer vi en ny Sum of the Parts for konsernet. Som fremvist ved Net Asset Value per aksje og estimert aksjekurs for Aker ASA, observerer vi at vår estimering av verdien på Aker ASAs egenkapital ved et vektet gjennomsnitt av dattervirksomhetenes WACC eliminerer den tidligere observerte rabatten.

Sum Of The Parts Aker ASA					
Investeringer	Utestående Aksjer	Pris NOK	Markedsverdi mNOK	Eierandel	Verdi mNOK
Industrielle Investeringer					
Aker Solutions	272.0	51.1	13,894	35%	4,835
Akastor	274.0	13.3	3,651	37%	1,340
Kværner	269.0	16.8	4,526	29%	1,299
Aker BP	360.1	218.1	78,548	40%	31,419
Aker BioMarine	100	14.10	1,410	100%	1,410
Ocean Yield	159.4	75.9	12,092	66%	8,005
Totalt mNOK					48,308
Finansielle Investeringer					
Solstad Farstad	291.5	5.7	1,662	20%	332
AMSC TRS	18.7	23.1	432	0%	-
American Shipping Company	60.6	23.1	1,400	19%	267
Cxense	7.3	50	365	6%	21
Aker Philadelphia Shipyard	12.6	59	743	58%	428
Børsnoterte Investeringer					1,220
Likvide Fondsinvesteringer					442
Kontanter					1,232
Eiendomsinvesteringer					674
Andre Finansielle Investeringer					1,213
Totalt mNok					5,829
Industrielle Investeringer					48,308
Finansielle Investeringer					5,829
Gjeld					-5,483
Net Asset Value					48,654
Net Asset Value Per Aksje					655
Markedsverdi Per Aksje					687
Rabatt					-5%

Figur 56 – Net Asset Value Aker ASA ved omsetningsvektet WACC

20 Diskusjon

20.1 Teoretiske forklaringer på konglomeratrabatten

Eksisterende forskning på temaet konglomeratrabatt dekker flere separate fenomener som i varierende grad har vært relevante for analysen i denne oppgaven. Grunnleggende, vil det dreie seg om to forskjellige definisjoner av rabattert verdiansettelse på konglomerater.

Først er spørsmålet om prisingen på et konglomerat holdt opp mot relativ verdivurdering av sammenliknbare fokuserte virksomheter. Eksempelvis ville dette ha vært en sammenlikning av Aker ASAs verdivurdering målt i multipler som EV/EBITDA, P/B eller P/E. I denne oppgaven har denne undersøkelse ikke vært gjennomført, og de underliggende forklaringer på investorers motvilje til å handle en diversifisert virksomhet over en fokusert er dermed heller ikke utforsket.

Den andre grunnleggende siden av fenomenet konglomeratrabatt, er en manglende sammenheng mellom verdivurderingen av de underliggende verdier i et konglomerat og gjeldende markedskurs for konglomeratets markedsverdi. Dette er også hva denne oppgaven har forsøkt å ytterligere utforske.

En større begrensning i tidligere forskning, har vært en mangel av finansiell data på de underliggende segmentene og dattervirksomhetene til konglomeratene som har blitt undersøkt. Dette har i stor grad gjort verdivurderingen av disse heller begrenset, da det i stor grad kun har vært mulig å undersøke dattervirksomheter eller segmenters verdi målt i multipler på omsetning. En rekke faktorer som dermed spiller inn i verdivurderingen er dermed å anse som tapt, og en mer dyptgående finansiell analyse av konglomeratets dattervirksomheter blir gjort umulig. Denne oppgavens fokus, kapitalkostnadene til dattervirksomhetene, har dermed ikke vært enkelt tilgjengelig for tidligere forskning.

I så måte representerer Aker ASA en unik mulighet til å analysere konglomeratrabatten da dattervirksomhetene er børsnoterte og klart adskilte virksomheter. Samtidig er Aker ASAs

eierskap utøvet aktivt, som gjør det naturlig å ikke anse virksomheten som en passiv investeringsvirksomhet.

20.2 Stand Alone Verdiansettelse

For å kunne isolere effekten av å være underlagt et konglomerat på kapitalinntekten, har virksomhetene først blitt å anse som frittstående virksomheter ikke underlagt et konglomerat. Resultatene fra denne undersøkelse, tyder på at det i stor grad eksisterer en konsensus i det åpne marked om at kapitalinntekten og dermed tilbakediskonteringsrenten endres for en virksomhet underlagt et konglomerat.

Det skal naturligvis tas en rekke forbehold hva angår den nøyaktige verdivurderingen av hver enkelt virksomhet sett som frittstående. Denne oppgaves verdivurdering går imot gjeldende markedskurs ved tidspunkt for datainnsamling den 31. desember 2017. De veiledende verdivurderingene av samtlige virksomheter, og dermed fastsettelse av rabatten for handel i Aker ASAs egenkapital, er dermed å anse som en indikasjon på effekten et konglomerat kan ha på kapitalkostnaden.

Ved å benytte en industriell kapitalkostnad, vil en rekke geografiske og virksomhetsspesifikke faktorer være tapt. Dermed er den benyttede kapitalkostnaden benyttet i verdivurderingen utelukkende ment som en veiledende indikasjon på diskonteringsrente for kontantstrømmen til virksomheter liknende denne oppgavens verdiansatte virksomheter.

Opgavens funn viser imidlertid en klar tendens; samtlige virksomheter når en betydelig lavere verdivurdering ved å benytte gjennomsnittelig industriell diskonteringsrente for fremtidig kontantstrøm. En klar feilkilde ved forutsetningene for fremtidig vekst, er også undersøkt opp mot konsensustall ved datainnsamling. Da disse i stor grad er sammenfallende, anser vi det som overveiende sannsynlig at en betydelig andel av verdifallet kan tilskrives en høyere diskonteringsrate som resultat av at virksomhetene ikke er underlagt et konglomerat.

At oppgavens verdivurderinger leder til en premium i handel av Aker ASAs egenkapital, er dermed ikke et funn bør tilskrives for mye betydning. Det er imidlertid ikke nevneverdig kontroversielt, da handel i Aker ASAs egenkapital holdt opp mot å alternativt konstruere en

identisk portefølje av enkeltvirksomheter vil være en langt mer kostnadsintensiv affære. Dette spesielt med tanke på at en vesentlig del av Aker ASAs aktiva er ikke-noterte investeringer, eiendom og fond som ikke nødvendigvis vil være tilgjengelige for enhver investor.

Oppgaven avslutter verdivurderingen av Aker ASAs industrielle investeringer som frittstående virksomheter, som en klar indikasjon på at dattervirksomhetene har en betydelig lavere vektet gjennomsnittelig kapitalkostnad enn sine peers.

20.3 WACC

20.3.1 Kapitalstruktur

Oppgaven foretar en grundigere gjennomgang av samtlige dattervirksomheters kapitalkostnad, ved de ulike elementene som inngår i WACC. Umiddelbart er det store skiller å finne i dattervirksomhetenes kapitalstruktur holdt opp mot virksomhetenes respektive peers. Det vises videre til en betydelig lavere beholdning av kontanter og likvide midler. Begge deler peker på eksistensen av et indre kapitalmarked, som også refereres til i tidligere forskning på fenomenet. At dette eksisterer, tillater Aker ASAs dattervirksomheter å operere med vidt forskjellig finansiell struktur enn sine peers, og effekten av dette har en stor innvirkning på samtlige ledd av den vektete kapitalkostnaden for hver virksomhet.

Alt annet holdt likt, vil imidlertid ikke kapitalstrukturen alene lede til en betydelig lavere vektet kapitalkostnad, da en høyere andel egenkapital i seg selv kun vil lede til et høyere avkastningskrav på investert kapital. Dette ettersom egenkapital innebærer høyere risiko, og dermed et påfølgende høyere avkastningskrav fra investorer. Effekten av kapitalstrukturen er imidlertid ikke begrenset til kun vektingen av påkrevd avkastning på egenkapital og gjeld.

20.3.2 Egenkapitalkostnad

Oppgaven benytter to forskjellige metoder for beregning av beta for hvert av Aker ASAs datterselskaper. Ved linjær regresjon kan vi beregne risikoen hver enkelt virksomhet har, målt opp mot tre forskjellige indekser, Oslo Børs, Brent Crude, og til slutt Oslo Børs Energi. Det er imidlertid vanskelig å på bakgrunn av nevnte regresjoner kunne konkludere med at dette er den korrekte systematiske risiko for hver enkelt virksomhet, da de i varierende grad er eksponert mot forskjellige geografiske områder. Samtidig er indeksene de regreseres mot, også

eksponert mot en rekke variabler som gjør det vanskelig å slå fast at de rent faktisk representerer systematiske variasjoner på en tilfredsstillende måte.

Alternativt er det mulig å benytte industriell beta, sammen med gjennomsnittlig industriell kapitalstruktur som metodikk. Ved dette fjerner vi først effekten av den gjennomsnittlige kapitalstrukturen på industriell beta, for så å innregne virksomhetsspesifikk kapitalstruktur. Ved dette kan vi videre vise den direkte effekten av kapitalstruktur på systematisk risiko i egenkapitalverdien på hver enkelt virksomhet, som jevnt over er fallende holdt opp mot peers.

Tross at ingen av nevnte metoder representerer en «ideell» metodikk som kan lede til korrekt beta, ser vi en trend i at Aker ASAs dattervirksomheter har en lavere beta enn sine peers. Kravet til avkastning på egenkapitalen blir dermed også lavere. Det skal tas forbehold om at tallene dermed ikke kan anses som absolutte verdier, men at oppgaven finner en trend som med overveiende sannsynlighet anses som korrekt.

20.3.3 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden til Aker ASAs dattervirksomheter er betydelig lavere enn hos tilsvarende frittstående virksomheter. Vår beregning av gjeldskostnadene til Aker ASAs dattervirksomheter gir dermed en stor indikasjon på at gjeldende enighet blant investorer i obligasjoner og banker, er at dattervirksomheter underlagt en sterk eier representerer en betydelig lavere risiko enn virksomheter som står fritt.

På lik linje med både funn gjort i vår analyse av kapitalstruktur og egenkapitalkostnad, indikerer våre funn i gjeldskostnaden for Aker ASAs dattervirksomheter videre at diskonteringsraten skal være betydelig lavere enn for virksomhetens peers og at våre tidligere verdiansettelser på bakgrunn av en industriell vektet kapitalkostnad ikke kan benyttes.

20.3.4 Sensitivitetsanalyse

Implementeringen av nye vektete kapitalkostnader leder til nye og høyere verdivurderinger på samtlige av Aker ASAs industrielle investeringer. Dette leder igjen direkte til at rabatten vender tilbake, hvor Aker ASAs Net Asset Value overstiger markedskurs per 31. Desember 2017 med flere titalls prosent. Dette i seg selv er heller ingen direkte forklaring på hvorfor

selve rabatten i utgangspunktet oppstår, men illustrerer hvordan beregningen av vektet kapitalkostnad har en markant effekt på vurderingen av underliggende verdi for konsernet.

Å effektivt fastslå Aker ASAs impliserte kapitalkostnad i markedet, er svært vanskelig å gjennomføre. Dette ettersom enhver aktør i markedet til enhver tid vil ha en ulik oppfatning av fremtidig inntjening, selskapsspesifikk og systematisk risiko. Dette i tillegg til forventning om eventuelle nye investeringer eller salg av konsernets aktiver.

Et dermed stort antall variabler er dermed forsøkt begrenset ved å ta i bruk gjeldende konsensusestimater for fremtidig omsetningsvekst for konsernet, og dermed dedusere implisert diskonteringsrate fra markedskursen i utgangen av 2017.

Den markante forskjellen i implisert diskonteringsrente og vektet kapitalkostnad hentet fra konsernets industrielle investeringer, kan imidlertid anses som såpass stor at vi finner det overveldende sannsynlig at deler av gitte rabatt kan tilskrives en feilaktig vurdering i markedet av Aker ASAs kapitalkostnad. Det må igjen legges vekt på at disse funn og tall må være å anse som estimater og ikke absolutte utregninger, men at de til sammen peker mot en trend.

Forfatterne finner det videre høyst interessant at Aker ASAs impliserte WACC gitt konsensusforutsetninger for vekst og gjeldende markedskurs, er sammenfallende med et vektet gjennomsnitt av industrielle WACCer for konsernets datterselskaper. Dette funnet representerer dermed en potensiell forklaring på konglomeratrabatten, ved at investorer i Aker ASAs egenkapital kan betnytte en diskonteringsrente som ikke tar hensyn til effekten konglomeratstrukturen har.

21 Konklusjon

Eksisterende teori har fremlagt en rekke forklaringer på fenomenet konglomeratrabatt, definert på forskjellige vis. Effekten av å være underlagt et konglomerat, er imidlertid aldri tidligere vist gjennom vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad. Grunnet Aker ASAs datterselskapers transparens som børsnoterte virksomheter, er denne type analyse muliggjort.

Ved å verdiansette Aker ASAs datterselskaper som frittstående virksomheter, finner oppgaven betydelig lavere verdier enn hva de handles for i det åpne marked. Oppgaven finner grunnlag for å tro at deler av denne differansen kan forklares gjennom vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad.

Oppgavens analyse bekrefter enkelte tidligere teorier som beskriver en markant forskjellig finansiell struktur i virksomheter underlagt et konglomerat. Dette medfører videre en lavere vektet kapitalkostnad for samtlige datterselskaper, sammenliknet med den industrielle gjennomsnittlige kostnaden.

Vi finner en indikasjon på at investorer tilbakediskonterer Aker ASAs fremtidige kontantstrømmer med en feilaktig vektet kapitalkostnad. Av oppgavens analyse fremstår det som at Aker ASAs datterselskapers kontantstrømmer er korrekt diskontert i markedet med vektet kapitalkostnad som innregner effekten av det å være underlagt et konglomerat. Dette ser ikke ut til å tas høyde for i tilbakediskonteringen av moderselskapets kontantstrømmer i markedet.

Oppgaven konkluderer med at den vektete kapitalkostnaden kan forklare en vesentlig del av den mye omtalte rabatten på Aker ASA. Vi anser dermed rabatten for å være en ineffektivitet i markedet.

22 Perspektivering

Oppgaven forsøker å forklare konglomeratrabatten observert i Aker ASAs egenkapital, og om dette kan være en ineffektivitet i markedet. Som oppgavens innledning sier, vil et slikt funn kunne representere en potensielt underpriset aksje på Oslo Børs. Med henblikk på at denne oppgaven finner indikasjoner på at nevnte ineffektivitet er til stede, vil det naturlig neste spørsmål være hvordan denne rabatten vil kunne elimineres. Å påvise en ineffektivitet i seg selv, vil ikke representere noen mulighet for en opportunistisk investor med mindre det også kan presenteres klare triggere for hvordan nevnte ineffektivitet vil forsvinne. Denne oppgaven er begrenset til å finne forklarende faktorer på fenomenet, og har ikke så langt funnet noen klar indikasjon på hvordan dette skal forekomme. Det er heller ikke funnet noen teorier på dette i introdusert eksisterende litteratur, og dette representerer dermed en interessant mulighet for fremtidig undersøkelse.

Metodikken i oppgaven, hvor WACC benyttes som det forklarende elementet for konglomeratrabatten fremstår som en relativt effektiv kvantifisering av flere av de kvalitative argumentene som er fremlagt i eksisterende litteratur. Fordelen denne oppgaven i så måte har, sammenliknet med tidligere forskning, er å kunne innregne effekten av det å være underlagt et konglomerat i én enkelt variabel. Dette gjør tolkningen av analysens funn relativt enkle. Dette betyr imidlertid ikke at denne innfallsvinkelen behøver å være det eneste forklarende element i en undersøkelse av fenomenet konglomeratrabatt.

Å nærmere undersøke andre parametre vil være av sammenlinbar betydning. Det vil kunne være tilsvarende interessant å undersøke hvordan det å være underlagt et konglomerat tilsvarende påvirker eksempelvis vekst og skatt. En undersøkelse av vekst vil kunne følge en isolerende analyse lik denne oppgaves, hvor andre variabler holdes konstante. En undersøkelse av sambeskatningsgevinsten et konglomerat og dets datterselskaper kan utnytte, vil antakeligvis følge en annen struktur, men kan også danne grunnlag for en interessant analyse.

Relativ verdiansettelse av et konglomerat, er i denne oppgaven ikke inkludert. Det eksisterer en mulighet for at Aker ASAs rabatt kan forklares av dette. Ved en Peer Group-

multippelverdivurdering, er det mulig en kan finne indikasjoner på at Aker ASA handles til en rabatt som ikke skal holdes opp mot underliggende aktiver. Det kan være at investorer utelukkende sammenlikner konsernet, og andre konglomerater, opp mot fokuserte peers. Dette kan igjen, avhengig av investorenes preferanser, lede til å verdsette en diversifisert virksomhet lavere. Dette kan da foregå helt uavhengig av markedsverdien av konglomeratets underliggende verdier, om konglomeratet kun er verdiansatt relativt til sine fokuserte peers. Et slikt perspektiv er tidligere presentert, men uten å fremlegge en kvantitativ forklaring eller modell på hvordan en kan innregne diversifiseringsgraden mot rabatt. Dette representerer dermed også en interessant tilnærming til fenomenet konglomeratrabatt.

Uavhengig av innfallsvinkler for fremtidig forskning på temaet, er et spørsmål betimelig å stille. Om en legger til grunn en rabatt på Aker ASAs egenkapital på et sted mellom 30% og 40%, hvilke implikasjoner har dette for virksomhetens ledelse? Som en agent med ansvar om å maksimere verdi for aksjonærer av virksomheten, bør dermed konglomeratets ledelse konkludere med at den beste nåværende investeringsstrategi blir å kjøpe opp konsernets egenkapital?

23 Kildeliste

- ABG Sundal Collier . (2018). *Oil & Oil Services*. Oslo: ABG SC.
- ABG Sundal Collier. (2018). *Oil & Oil Services - Equity Research*.
- Akastor . (2015). *Annual Report 2014*. Oslo.
- Akastor . (2016). *Annual Report 2015*. Oslo.
- Akastor . (2017). *Annual Report 2016*. Oslo.
- Akastor . (2017). *Annual Report 2017*. Oslo.
- Akastor . (2018). *AKOFS Offshore* . Retrieved from Akastor Portfolio:
<https://www.akastor.com/portfolio/akofs-offshore/>
- Akastor . (2018). *Annual Report 2017*. Oslo.
- Akastor. (2018). *Background*. Retrieved from About Akastor : <https://www.akastor.com/about-us/background/>
- Aker ASA . (2016). *Annual Report 2015*. Oslo.
- Aker ASA . (2018). *Annual Report 2017*. Oslo.
- Aker ASA. (2015). *Annual Report 2014*. Oslo.
- Aker ASA. (2016). *Annual Report*.
- Aker ASA. (2017). *Annual Report 2016*. Oslo.
- Aker ASA. (2018). *Aker ASA*. Retrieved from Akers Historie : <https://www.akerasa.com/Om-Aker/Historie>
- Aker ASA. (2018). *Aker BioMarine*. Retrieved from Aker ASA Investments:
<https://www.akerasa.com/Investeringer/Industrielle-investeringer/Aker-BioMarine>
- Aker BioMarine . (2017). *Annual Report 2016*. Oslo.
- Aker BioMarine . (2018). *AkerBioMarine*. Retrieved from Our Operations :
<http://www.akerbiomarine.com/operations>
- Aker BioMarine. (2016). *Annual Report 2015*. Oslo.
- Aker BioMarine. (2016). *Launch Of New Technology*. Aker BioMarine.

-
- Aker BP. (2015). *Annual Report 2014*. Oslo.
- Aker BP. (2016). *Annual Report 2015*. Oslo.
- Aker BP. (2016). *Annual Report 2016*. Oslo.
- Aker BP. (2017). *Annual Report*.
- Aker BP. (2017). *Annual Report 2016*. Oslo.
- Aker BP. (2017). *Annual Report 2017*. Oslo.
- Aker BP. (2018). *Annual Report 2017*. Oslo.
- Aker Solutions . (2015). *Annual Report 2014*. Oslo.
- Aker Solutions. (2016). *Annual Report 2015*. Oslo.
- Aker Solutions. (2017). *Annual Report*.
- Aker Solutions. (2017). *Annual Report 2016*. Oslo.
- Aker Solutions. (2018). *Annual Report 2017*. Oslo.
- AkerBioMarine . (2017). *Annual Report 2016*. Oslo: Aker ASA.
- Ånestad, M. (2017). *Rystad advarer om oljekollaps*. Dagens Næringsliv.
- Arctic Securities. (2018). *Aker ASA*. Oslo.
- Bakke, T.-E., & Gu, T. (2016). Diversification and cash dynamics . *Journal of Financial Economics*, 580-601.
- Bennedsen, M., & Nielsen, K. M. (2009). Incentive and entrenchment effects in European ownership. *Journal of Banking & Finance*.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's Effect on Firm Value . *Journal of Financial Economics*, 39-65.
- Bloomberg . (2018, 04). *Aker ASA* . Retrieved from Bloomberg Markets :
<https://www.bloomberg.com/quote/AKER:NO>
- Bloomberg . (2018). *Bloomberg Markets* . Retrieved from Ocean Yield ASA:
<https://www.bloomberg.com/quote/OCY:NO>
- Byberg, Ø. (2017, Oktober 25). *Hegnar* . Retrieved from Gevinst løftet Akastor-resultatet:
<http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/10/Gevinst-loeftet-Akastor-resultatet>

-
- Clarksons Platou. (2017). *Car Carriers*. Clarkson Platou Research .
- Clarksons Platou. (2018). *PSV North Sea Fixtures*. Clarkson Platou.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.
- Damodaran, A. (2009). The Octopus, valuing multi-business multi-national companies. *Stern School of Business, NYU*.
- Damodaran, A. (2018). Country Default Spreads and Risk Premiums, January 2018. *NYU Stern School of Business*.
- Damodaran, A. (2018, January). *New York Stern School of Business* . Retrieved from Cost of Capital by Industry: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm
- Economics, T. (2018). *Trading Economics*. Retrieved from Norway - Credit Rating: <https://tradingeconomics.com/norway/rating>
- Foxwell, D. (2017). *Clarksons Platou: Yes, the OSV market has bottomed out* . Offshore Support Journal.
- Framstad, A. P. (2017). *Ser høyere oljepriser: Jekker opp anbefalingen på oljeselskap*. E24.
- Grand View Research. (2016). *Krill Oil Market*. GVR.
- Grand View Research. (2017). *Krill Oil Market*. Grand View Research.
- Hampton, L. (2018, February). *Reuters*. Retrieved from GE affirms commitment to Baker Hughes, shares rise: <https://www.reuters.com/article/us-baker-hughes-ge-outlook/general-electric-affirms-commitment-to-baker-hughes-shares-jump-idUSKCN1G52ED>
- Haugen, S. O. (2017, April 22). *hegnar.no*. Retrieved from Røkke tror krill kan bli Akers mest verdifulle investering : <https://www.abcnyheter.no/penger/2017/04/22/195296858/rokke-tror-krill-kan-bli-akers-mest-verdifulle-investering>
- Hermansen, C. R. (2018). *Digitalisering skal gi bedre offshore-operasjoner*. Sysla Offshore.
- Holøien, M. (2018). Røkke-selskap snuser på nye oppkjøp. *Hegnar Online*.
- Hsu, S. (2017). *Forbes Asia*. Retrieved from China Takes Another Step Towards a Service Economy: <https://www.forbes.com/sites/sarahsu/2017/02/21/china-takes-another-step-towards-a-service-economy/#540a651028c1>
- Hvitved-Jacobsen, K. (2018, Februar). *MHWirth vinner kontrakt med Awilco-rigg*. Retrieved from Metal Supply: https://www.metalsupply.no/article/view/595153/mhwirth_vinner_kontrakt_med_awilco_rigg?ref=rss

-
- Investing.com. (2018). *Investing*. Retrieved from Baltic Tank Indexes:
<https://www.investing.com/indices/baltic-clean-tanker>
- Khorana , A., Stendevad, C., Sanzhar, S., & Shivdasani, A. (2011). Spin-offs: Tackling the Conglomerate Discount. *Morgan Stanley Journal of Applied Corporate Finance*.
- Klein, P. G., & Lien, L. B. (2015). Diversification, Industry Structure, and Firm Strategy: An Organizational Economics Perspective. *Economic Institutions of Strategy*.
- Koenigsegg. (2018). *Flower Power* . Retrieved from CCXR: <https://www.koenigsegg.com/ccxr/>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*.
- Kværner. (2015). *Annual Report 2014*. Oslo.
- Kværner. (2016). *Annual Report 2015*. Oslo.
- Kværner. (2017). *Annual Report*. Kværner.
- Kværner. (2017). *Annual Report 2016*. Oslo.
- Kværner. (2018). Akers og Kværners felles historie. *Kværner - Det var en gang...*, 2.
- Kværner. (2018). *Annual Report 2017*. Oslo.
- Lewellen. (1971). A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. *Journal of Finance*.
- Lorenzen, M. (2017, Oktober). *Satser Tungt For Å Unngå Permitteringer*. Retrieved from E24:
<https://e24.no/boers-og-finans/kvaerner/kvaerner-gaar-inn-i-avgjoerende-aar-trenger-kontrakter-for-aa-unngaa-permitteringer/24174110>
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2002). Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence. *The Journal of Finance* , 721-772.
- Market Line. (2018). *Transport and Logistics*.
- Marketline. (2017). *Company Overview - Aker Solutions ASA*.
- MarketLine. (2017). *Global Marine Freight* .
- Marketline. (2017). *Global Oil & Gas - Market Industry Profile*.
- MarketLine. (2018). *Aker BioMarine Company Profile*.
- Mathisen, G. (2015, 03 27). Slik klarer norske skipsbyggere å konkurrere med Asia .

-
- Mazur, M., & Zhang, S. (2015). Diversification discount over the long run: New perspectives. *Finance Research Letters*, 93-98.
- McKenna, M. (2018). *How long can Treasuries hold these levels?* Saxo Bank.
- Mordor Intelligence . (2017). *Global Krill Oil Market - Trends, Growth, Industry Analysis, Segment, Application and Geography*.
- Netfonds . (2018). *Oslo Børs*. Retrieved from Aker BioMarine :
<https://www.netfonds.no/quotes/about.php?paper=AKBM.OSE&help=t>
- New Hope . (2011). *Aker BioMarine Science Board explores the future of krill*. New York.
- Norsk Petroleum. (2018, February). Retrieved from Eksport av Olje og Gass:
<https://www.norskipetroleum.no/produksjon-og-eksport/eksport-av-olje-og-gass/>
- NTB . (2007). *Aker BioMarine notert på Oslo Børs*. Oslo: NRK.
- Nutraceuticals World. (2016). *Growth Predicted for the Global Krill Oil Market* .
- Ocean Yield . (2015). *Annual Report 2014*. Oslo.
- Ocean Yield . (2016). *Annual Report 2015*. Oslo.
- Ocean Yield . (2017). *Annual Report 2016*. Oslo.
- Ocean Yield . (2018, April). *Charter Backlog* . Retrieved from <https://www.oceanyield.no/Charter-Backlog>
- Ocean Yield. (2018). *Annual Report 2017*. Oslo.
- Ocean Yield. (2018). *Investor Presentation*. Oslo.
- Ocean Yield ASA. (2018). *Ocean Yield* . Retrieved from About Ocean Yield ASA:
<https://www.oceanyield.no/Company/About>
- OPEC. (2016). *World Oil Outlook*.
- Orbis . (2018). *Ocean Yield ASA*.
- Oslo Børs. (2018). *Ocean Yield* . Retrieved from
https://www.oslobors.no/ob_eng/markedsaktivitet/#!/details/OCY.OSE/overview
- Parr, O. S. (2017). Ocean Yield gjorde det igjen. *Hegnar Online* .
- Plenborg & Petersen. (2012). *Financial Statement Analysis*.
- Reuters. (2018). *Norway's DOF sees offshore supply vessel market improving* . Reuters.

-
- Rienecker, L., & Jørgensen, P. S. (2011). *Den gode opgave*. Samfundsliteratur.
- Rudolph, C., & Schwetzler, B. (2014). Mountain or molehill? Downward biases in the conglomerate discount measure . *Journal of Banking & Finance* , 420-431.
- Saether, O., Ellingen, T. E., & Mohr, V. (2015). Lipids of North Atlantic Krill. *Lipid* .
- Saxo Bank. (2018, March). *SaxoTrader*. Retrieved from Brent Crude Continuous Future .
- Seljehaug, J. I. (2017). *Fulltegnet emisjon i Aker Bp*. Hegnar Online .
- Seljehaug, J. I. (2018). Ocean Yield med betydelig overtegnet emisjon. *Hegnar Online* .
- Subsea7. (2016). *Subsea7, Det Norske and Aker Solutions Form Development Alliance in Norway*. Retrieved from Subsea7 Media : <https://www.subsea7.com/en/media-centre/press-releases/2016/subsea-7--det-norske-and-aker-solutions-form-development-allianc.html>
- Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions - The Challenges*.
- Sysla. (2017). *Kværner Stord får ny kontrakt emd Norske Shell*. Retrieved from Sysla Offshore : <https://sysla.no/offshore/kvaerner-stord-far-ny-kontrakt-med-norske-shell/>
- Tracy, S. J. (2013). *Qualitative Research Methods: Collecting Evidence, Crafting Analysis, Communicating Impact*. Blackwell Publishing Ltd.
- UK Petroleum. (2018). *petroleum.co.uk*. Retrieved from <http://www.petroleum.co.uk/benchmarks>
- Vard . (2017, Februar). *Vard Yards*. Retrieved from Vard Secures Contract for design and construction of vessel for Aker BioMarine : <http://www.vard.com/newsandmedia/news/Pages/VARD-secures-contract-for-the-design-and-construction-of-one-krill-fishing-vessel-for-Aker-BioMarine.aspx>
- Warner, G. (2018). *The Tanker Orderbook: Watching The Tide Go Out* . London : Clarksons Platou SIN.

Bilagsoversikt

1.	Aker ASA.....	110
2.	Aker BP	115
3.	Aker Solutions.....	121
4.	Kværner.....	126
5.	Akastor.....	131
6.	Aker BioMarine.....	137
7.	Ocean Yield	141
8.	Markedsverdi av gjeld	146
9.	Indekser og Beta	147
10.	Aker ASA Ny DCF.....	153
11.	Aker BP Ny DCF	153
12.	Aker Solutions Ny DCF.....	154
13.	Kværner Ny DCF	155
14.	Akastor Ny DCF	155
15.	Ocean Yield Ny DCF	156
16.	Aker ASA Historie	157
17.	Market Risk Premium, Norway	158

24 Aker ASA

Resultatregnskap (01.01 - 31.12)	2014	2015	2016	2017
<i>mio NOK</i>				
Driftsinntekter	70,782	73,405	43,673	41,610
Varekostnad og beholdningsendringer	-31,744	-28,240	-17,614	-17,217
Lønnskostnader	-19,802	-20,235	-14,409	-13,924
Andre driftskostnader	-11,512	-11,586	-5,887	-4,764
Driftsresultat før avskrivninger og amortisering	7,724	13,344	5,763	5,705
Avskrivninger og amortiseringer	-3,594	-6,931	-2,653	-2,553
Nedskrivninger	-4,091	-5,710	-1,538	-281
Driftsresultat	39	703	1,572	2,871
Finansinntekter	1,401	1,248	614	936
Finanskostnader	-2,879	-3,609	-2,606	-2,088
Andel resultat fra selskaper ført etter egenkap	-3	-337	-600	623
Resultat før skatt	-1,442	-1,995	-1,020	2,342
Skattekostnad	-187	-1,858	-345	-722
Årsresultat fra videreført virksomhet	-1,629	-3,853	-1,365	1,620
<i>Avviklet virksomhet</i>				
Resultat fra avviklet virksomhet (netto etter s	2,650	32	16,432	1,079
Årets resultat	1,021	-3,821	15,067	2,699

Balanse pr. 31.12	2014	2015	2016	2017
<i>mio NOK</i>				
Aktiver				
Eiendom, anlegg og utstyr	45,901	53,864	22,694	22,178
Immatrielle aktiver	30,850	29,878	9,429	9,482
Udskudt skatteaktiv (eiendeler ved utsatt skat	912	1,248	1,608	1,359
Investeringer ført etter egenkapitalmetoden	1,502	1,377	20,668	21,624
Andre aksjeinvesteringer og fondsandeler	1,267	1,107	-	-
Finansielle rentebærende anleggsmidler	1,809	4,114	7,451	5,363
Pensjonsmidler	3	15	-	-
Andre aksjer og anleggsmidler	356	1,146	1,209	1,673
Sum anleggsaktiver	82,600	92,749	63,059	61,679
Varelager	3,222	3,466	3,557	2,460
Kundefordringer og øvrige rentefrie kortsiktig	26,021	21,828	11,892	11,366
Beregnet skatt til utbetaling	185	1,242	359	252
Derivater	3,390	3,640	386	359
Rentebærende kortiktige fordringer	588	523	513	324
Kontanter og kontantekvivalenter	12,000	10,388	12,719	8,148
Sum omsætningsaktiver	45,406	41,087	29,426	22,909
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	906	632	207	-
Sum aktiver	128,912	134,468	92,692	84,588

Egenkapital og passiver

Inskutt egenkapital	2,026	2,327	2,330	2,331
Omregningsdifferenser og andre reserver	1,790	3,403	3,518	2,545
Opptjent egenkapital	4,908	2,227	15,994	16,279
Sum egenkapital henført til eierne av moders	8,724	7,957	21,842	21,155
Minoritetsinteresser	22,669	21,462	18,177	18,905
Sum egenkapital	31,393	29,419	40,019	40,060

Rentebærende lån og kreditter	38,918	44,813	23,908	23,508
Forpliktelser ved utsatt skatt	11,845	13,625	275	377
Pensjonsforpliktelser	1,555	1,526	1,242	1,189
Annen langsiktig rentefri gjeld	732	1,670	912	627
Langsiktige avsetninger	3,899	4,212	606	503
Sum langsiktige forpliktelser	56,949	65,846	26,943	26,204

Rentebærende kortsiktig gjeld	4,898	6,882	6,392	4,616
Leverandørgjeld og andre betalingsforpliktelser	27,550	24,881	15,511	11,636
Forpliktelser ved periodeskatt	1,877	295	219	134
Derivater	5,041	4,980	1,786	507
Kortsiktige avsetninger	1,153	2,116	1,595	1,393
Som kortsiktige forpliktelser	40,519	39,154	25,503	18,286

Sum forpliktelser	97,468	105,000	52,446	44,490
Forpliktelser holdt for salg	51	49	227	38
Sum egenkapital og forpliktelser	128,912	134,468	92,692	84,588

Analytisk Resultatregnskap (01.01. - 31.12.)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>									
Driftsinntekter	70,782	73,405	43,673	41,610					
Annen driftsinntekt			-225	909					
Total omsetning	70,782	73,405	43,448	42,519	44,644.95	43,752.05	42,877.01	42,019.47	41,599.28
Varekostnad og beholdningsendringer	-31,744	-28,240	-17,614	-17,217					
Bruttofortjeneste	39,038	45,165	25,834	25,302	26,567	26,036	25,515	25,005	24,755
Lønnskostnader	-19,802	-20,235	-14,409	-13,924					
Andre driftskostnader	-11,512	-11,586	-5,887	-4,764					
EBITDA	7,724	13,344	5,538	6,614	6,406	6,563	6,432	6,303	6,240
Avskrivninger og amortiseringer	-3,594	-6,931	-2,653	-2,553					
Nedskrivninger	-4,091	-5,710	-1,538	-281					
EBIT	39	703	1,347	3,780	3,125.15	3,062.64	3,001.39	2,941.36	2,911.95
Skatt på drift	-587	-2,586	-937	-1,067					
NOPAT	-548	-1,883	410	2,713	444.75	629.48	1,046.15	1,182.35	799.60
Netto finansposter	-1,481	-2,698	-2,367	-1,438					
Skatteskjold	400	728	592	345					
Resultat fra avviklet virksomhet (netto etter skatt)	2,650	32	16,432	1,079					
Årets resultat	1,021	-3,821	15,067	2,699					

Analytisk Balanse	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>									
Langsiktige driftsaktiver									
Eiendom, anlegg og utstyr	45901	53864	22694	22178					
Immatrielle aktiver	30850	29878	9429	9482					
Udskudt skatteaktiv (eiendeler ved utsatt skatt)	912	1248	1608	1359					
Pensjonsmidler	3	15	0	0					
Langsiktige driftsaktiver i alt	77,666	85,005	33,731	33,019	34,010	35,030	36,081	37,163	38,278
Kortsiktige driftsaktiver									
Varelager	3,222	3,466	3,557	2,460					
Kundefordringer og øvrige rentefrie kortsiktige for	26021	21828	11892	11366					
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	906	632	207	0					
Beregnet skatt til utbetaling	185	1242	359	252					
Kortsiktige driftsaktiver i alt	30,334	27,168	16,015	14,078					
Driftsaktiver i alt	108,000	112,173	49,746	47,097	49,451.85	48,462.81	47,493.56	46,543.69	46,078.25
Langsiktig driftsgjeld									
Forpliktelser ved utsatt skatt	11845	13625	275	377					
Pensjonsforpliktelser	1555	1526	1242	1189					
Annen langsiktig rentefri gjeld	732	1670	912	627					
Langsiktige avsetninger	3899	4212	606	503					
Langsiktig driftsgjeld i alt	18,031	21,033	3,035	2,696					
Kortsiktig driftsgjeld									
Leverandørgjeld og andre betalingsforpliktelser	27550	24881	15511	11636					
Forpliktelser ved periodeskatt	1877	295	219	134					
Kortsiktige avsetninger	1153	2116	1595	1393					
Forpliktelser holdt for salg	51	49	227	38					
Kortsiktig driftsgjeld i alt	30,631	27,341	17,552	13,201					
Driftsgjeld i alt	48,662	48,374	20,587	15,897	16,692	16,358	16,031	15,710	15,553
Investert kapital	59,338	63,799	29,159	31,200					
Rentebærende gjeld									
Rentebærende lån og kreditter	38918	44813	23908	23508					
Rentebærende kortsiktig gjeld	4,898	6,882	6,392	4,616					
Derivater	5041	4980	1786	507					
Rentebærende gjeld i alt	48,857	56,675	32,086	28,631					
Rentebærende aktiver									
Andre aksjer og anleggsmidler	356	1,146	1,209	1,673					
Derivater	3390	3640	386	359					
Rentebærende kortsiktige fordringer	588	523	513	324					
Kontanter og kontantekvivalenter	12000	10388	12719	8148					
Investeringer ført etter egenkapitalmetoden	1,502	1,377	20,668	21,624					
Andre aksjeinvesteringer og fondsandeler	1,267	1,107	-	-					
Finansielle rentebærende anleggsmidler	1,809	4,114	7,451	5,363					
Rentebærende aktiver i alt	20,912	22,295	42,946	37,491					
Netto rentebærende gjeld	27,945	34,380	-10,860	-8,860					
Egenkapital	31,393	29,419	40,019	40,060					
Investert kapital	59,338	63,799	29,159	31,200					
Egenkapital									
Investert kapital									
Kontroll	-	-	-	-					
Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					5%	-2%	-2%	-2%	-1%
Bruttofortjeneste/Omsetning	55%	62%	59%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
EBITDA/Omsetning	11%	18%	13%	16%	14%	15%	15%	15%	15%
EBIT/Omsetning	0%	1%	3%	9%	7%	7%	7%	7%	7%
NOPAT/Omsetning	-1%	-3%	1%	6%	1%	1%	2%	3%	2%

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	2,713	445	629	1,046	1,182	800
Avskrivninger	-9,167	-6,406	-6,563	-6,432	-6,303	-6,240
Delta NWC	2041	1560	-655	-642	-629	-308
Investeringer i anleggsaktiver	-712	991	1,020	1,051	1,082	1,115
FCFF	10,551	4,300	6,827	7,069	7,032	6,233

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	4,300	6,827	7,069	7,032	59,826
PV	3,929.78	5,702.45	5,396.11	4,905.95	

PV FCFF	19,934.30
PV Terminal	41,737.73

EV	61,672.03
NIBD	31,200

Verdi av EK	30,472.03
# aksjer	74.32
Aksjekurs NOK	410.00

<i>WACC</i>	9.42%
<i>g</i>	-1.00%

25 Aker BP

Resultatregnskap (01.01. - 31.12.)	2014	2015	2016	2017
<i>USD 1.000</i>				
Petroleumsinntekter	411,996	1,158,683	1,260,803	2,575,654
Annen inntekt	52,235	63,119	103,326	-12,721
Total inntekt	464,231	1,221,802	1,364,129	2,562,933
Utforskningskostnader	-157,578	-76,404	-147,453	-225,702
Produksjonskostnader	-66,754	-141,000	-226,818	-523,379
Lønn og lønnsrelaterte kostnader	17,042	-	-	-
Avskrivninger	-160,254	-480,959	-509,027	-726,670
Nedskrivninger	-346,420	-430,468	-71,375	-52,349
Andre driftskostnader	-49,193	-51,608	-21,993	-27,606
Driftskostnader	-763,157	-1,180,439	-976,666	-1,555,706
Driftsresultat	-298,926	41,363	387,463	1,007,227
Renteinntekter	7,009	3,098	5,795	7,716
Annen finansinntekt	19,435	65,385	42,871	75,507
Rentekostnader	-83,845	-109,125	-82,161	-103,627
Annen finanskostnad	-19,296	-114,328	-63,515	-175,696
Netto finansposter	-76,697	-154,970	-97,010	-196,100
Resultat før skattekostnad	-375,623	-113,607	290,453	811,127
Skattekostnad	96,485	-199,045	-255,482	-536,340
Årets resultat	-279,138	-312,652	34,971	274,787

Balanse pr. 31.12	2014	2015	2016	2017
<i>USD 1.000</i>				
Aktiver				
Immatrielle aktiver				
Goodwill	1,186,704	767,571	1,846,971	1,860,126
Aktiverte leteutgifter	291,619	289,980	395,260	365,417
Andre immatrielle eiendeler	648,788	648,030	1,332,813	1,617,039
Varige driftsmidler				
Varige driftsmidler	2,549,271	2,979,434	4,441,796	5,582,493
Finansielle aktiver				
Langsiktige fordringer	8,799	3,782	47,171	40,453
Langsiktige derivater	-	-	-	12,564
Andre langsiktige eiendeler	3,598	12,628	12,894	8,398
Sum anleggsaktiver	4,688,779	4,701,425	8,076,905	9,486,490
Varer				
Varelager	25,008	31,533	69,434	75,704
Fordringer				
Kundefordringer	186,461	85,546	170,000	99,752
Andre kortstiktige fordringer	184,592	105,190	422,932	535,518
Andre kortsiktige plasseringer	3,288	2,907	-	-
Skattefordring	-	126,391	400,638	1,586,006
Kortsiktige derivater	-	45,218	-	2,585
Betalingsmidler				
Betalingsmidler	296,244	90,599	115,287	232,505
Sum omsætningsaktiver	695,593	487,384	1,178,291	2,532,070
Sum Aktiver	5,384,372	5,188,809	9,255,196	12,018,560

Egenkapital og passiver**Egenkapital**

Aksjekapital	37,530	37,530	54,349	57,056
Overkurs	1,029,617	1,029,617	3,150,567	3,637,297
Annen egenkapital	-415,485	-728,121	-755,709	-705,756
Sum Egenkapital	651,662	339,026	2,449,207	2,988,597

Hensatte forpliktelser

Pensjonsforpliktelser	2,021	1,638	-	-
Udskudt skatt	1,286,357	1,356,114	1,045,542	1,307,148
Langsiktig fjernings- og nedstengingsforpliktelser	483,323	412,805	2,080,940	2,775,622
Andre avsetninger for forpliktelser	12,044	-	218,562	152,418

Obligasjonslån	253,141	503,440	510,337	622,039
Annen rentebærende gjeld	2,037,299	2,118,935	2,030,209	1,270,556
Langsiktige derivater	5,646	62,012	35,659	13,705

Kortsiktige forpliktelser

Leverandørgjeld	152,258	51,078	88,156	32,847
Offentlige trekk og avgifter	6,758	9,060	39,048	27,949
Betalbar skatt	189,098	-	92,661	351,156
Kortsiktige derivater	25,224	13,506	5,049	7,691
Kortsiktig fjernings- og nedstengingsforpliktelser	5,728	10,520	75,981	268,262
Kortsiktig rentebærende gjeld				1,496,374
Annen kortsiktig gjeld	273,813	310,675	583,845	704,196

Sum forpliktelser	4,732,710	4,849,783	6,805,989	9,029,963
Sum egenkapital og forpliktelser	5,384,372	5,188,809	9,255,196	12,018,560

Analytisk Resultatregnskap (01.01. -	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
USD 1.000									
Petroleumsinntekter	411,996	1,158,683	1,260,803	2,575,654	3,090,785	3,708,942	3,894,389	4,089,108	4,170,890
Total omsetning	411,996	1,158,683	1,260,803	2,575,654	3,090,784.80	3,708,941.76	3,894,388.85	4,089,108.29	4,170,890.46
Utforskningskostnader	-157,578	-76,404	-147,453	-225,702					
Produksjonskostnader	-66,754	-141,000	-226,818	-523,379					
Bruttofortjeneste	187,664	941,279	886,532	1,826,573	2,163,549	2,596,259	2,726,072	2,862,376	2,919,623
Andre driftskostnader	-32,151	-51,608	-21,993	-27,606					
EBITDA	155,513	889,671	864,539	1,798,967	1,699,932	2,039,918	2,141,914	2,249,010	2,293,990
Avskrivninger	-160,254	-480,959	-509,027	-726,670	-463,618	-556,341	-584,158	-613,366	(625,633.57)
Nedskrivninger	-346,420	-430,468	-71,375	-52,349					
EBIT	-351,161	-21,756	284,137	1,019,948	1,236,313.92	1,483,576.70	1,557,755.54	1,635,643.32	1,668,356.18
Skatt på drift	89,880	-223,845	-253,903	-586,457					
NOPAT	-261,281	-245,601	30,234	433,491	463,618	556,341	584,158	613,366	625,634
Netto finansposter	-24,462	-91,851	6,316	-208,821					
Skatteskjold	6,605	24,800	-1,579	50,117					
Årets resultat	-279,138	-312,652	34,971	274,787					

Analytisk Balanse	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
USD 1.000									
Langsiktige driftsaktiver									
Goodwill	1,186,704	767,571	1,846,971	1,860,126					
Aktiverte leteutgifter	291,619	289,980	395,260	365,417					
Andre immatrielle eiendeler	648,788	648,030	1,332,813	1,617,039					
Varige driftsmidler	2,549,271	2,979,434	4,441,796	5,582,493					
Langsiktige driftsaktiver i alt	4,676,382	4,685,015	8,016,840	9,425,075	11,310,090	13,572,108	14,250,713	14,963,249	15,262,514
Kortsiktige driftsaktiver									
Varelager	25,008	31,533	69,434	75,704					
Kundefordringer	186,461	85,546	170,000	99,752					
Andre kortsiktige fordringer	184,592	105,190	422,932	535,518					
Skattefordring	-	126,391	400,638	1,586,006					
Kortsiktige driftsaktiver i alt	396,061	348,660	1,063,004	2,296,980	2,756,376	3,307,651	3,473,034	3,646,685	3,719,619
Driftsaktiver i alt	5,072,443	5,033,675	9,079,844	##	14,066,466	16,879,759	17,723,747	18,609,935	18,982,133
Langsiktig driftsgjeld									
Pensjonsforpliktelser	2,021	1,638	-	-					
Udskudt skatt	1,286,357	1,356,114	1,045,542	1,307,148					
Langsiktig fjernings- og nedstengingsfor	483,323	412,805	2,080,940	2,775,622					
Andre avsetninger for forpliktelser	12,044	-	218,562	152,418					
Langsiktig driftsgjeld i alt	1,783,745	1,770,557	3,345,044	4,235,188	4,235,188	4,235,188	4,235,188	4,235,188	4,235,188
Kortsiktig driftsgjeld									
Leverandørgjeld	152,258	51,078	88,156	32,847					
Offentlige trekk og avgifter	6,758	9,060	39,048	27,949					
Betalbar skatt	189,098	-	92,661	351,156					
Kortsiktig fjernings- og nedstengingsfor	5,728	10,520	75,981	268,262					
Annen kortsiktig gjeld	273,813	310,675	583,845	704,196					
Kortsiktig driftsgjeld i alt	627,655	381,333	879,691	1,384,410	1,661,292	1,993,550	2,093,228	2,197,889	2,241,847
Driftsgjeld i alt	2,411,400	2,151,890	4,224,735	5,619,598	5,896,480	6,228,738	6,328,416	6,433,077	6,477,035
Investert kapital	2,661,043	2,881,785	4,855,109	6,102,457	8,169,986	10,651,021	11,395,331	12,176,857	12,505,098
Rentebærende gjeld									
Obligasjonslån	253,141	503,440	510,337	622,039					
Annen rentebærende gjeld	2,037,299	2,118,935	2,030,209	1,270,556					
Langsiktige derivater	5,646	62,012	35,659	13,705					
Kortsiktige derivater	25,224	13,506	5,049	7,691					
Kortsiktig rentebærende gjeld	-	-	-	1,496,374					
Rentebærende gjeld i alt	2,321,310	2,697,893	2,581,254	3,410,365					
Rentebærende aktiver									
Langsiktige fordringer	8,799	3,782	47,171	40,453					
Langsiktige derivater	-	-	-	12,564					
Andre langsiktige eiendeler	3,598	12,628	12,894	8,398					
Andre kortsiktige plasseringer	3,288	2,907	-	-					
Kortsiktige derivater	-	45,218	-	2,585					
Betalingsmidler	296,244	90,599	115,287	232,505					
Rentebærende aktiver i alt	311,929	155,134	175,352	296,505					
Netto rentebærende gjeld	2,009,381	2,542,759	2,405,902	3,113,860					
Egenkapital	651,662	339,026	2,449,207	2,988,597					
Investert kapital	2,661,043	2,881,785	4,855,109	6,102,457					
Kontroll	-	-	-	-					
Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					20%	20%	5%	5%	2%
Bruttofortjeneste/Omsetning	46%	81%	70%	71%	70%	70%	70%	70%	70%
EBITDA/Omsetning	38%	77%	69%	70%	55%	55%	55%	55%	55%
EBIT/Omsetning	-85%	-2%	23%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
NOPAT/Omsetning	-63%	-21%	2%	17%	15%	15%	15%	15%	15%

Skatteberegning	2014	2015	2016	2017
Marginal skattesats	0.27	0.27	0.25	0.24
Rapportert skatt	96,485	-199,045	-255,482	-536,340
Netto finansielle kostnader	-24,462	-91,851	6,316	-208,821
Skatteskjold	6,605	24,800	-1,579	50,117
Skatt på driften	89,880	-223,845	-253,903	-586,457

DuPont dekomponering	2014	2015	2016	2017
ROE	-51.15%	13.36%	11.41%	39.44%
ROIC	-0.13	-0.01	0.06	0.17
FGEAR	3.08	7.50	0.98	1.04
Spread	-0.12	0.02	0.06	0.22

ROIC	-13.20%	-0.75%	5.85%	16.71%
EBIT	-351,161	-21,756	284,137	1,019,948
Invested Capital	2,661,043	2,881,785	4,855,109	6,102,457

FGEAR	3.08	7.50	0.98	1.04
Net-interest-bearing debt	2,009,381	2,542,759	2,405,902	3,113,860
Equity	651,662	339,026	2,449,207	2,988,597

Spread	-12.31%	1.88%	5.66%	21.81%
ROIC	-13.20%	-0.75%	5.85%	16.71%
NBC	-0.89%	-2.64%	0.20%	-5.10%

Net Borrowing Cost, NBC	-0.89%	-2.64%	0.20%	-5.10%
Net financial expenses	-17,857	-67,051	4,737	-158,704
Net-interest-bearing debt	2,009,381	2,542,759	2,405,902	3,113,860

Profit margin (EBIT-margin)	-85.23%	-1.88%	22.54%	39.60%
EBIT	-351,161	-21,756	284,137	1,019,948
Operating revenues	411,996	1,158,683	1,260,803	2,575,654

Turnover rate	0.15	0.40	0.26	0.42
Operating revenues	411,996	1,158,683	1,260,803	2,575,654
Invested capital	2,661,043	2,881,785	4,855,109	6,102,457

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	433,491	463,618	556,341	584,158	613,366	625,634
Avskrivninger	-779,019	-463,618	-556,341	-584,158	-613,366	-625,634
Delta NWC	729,257	182,514	219,017	65,705	68,990	28,976
Investeringer i anleggsaktiver	1,408,235	1,885,015	2,262,018	678,605	712,536	299,265
FCFF	-924,982	-1,140,294	-1,368,352	424,006	445,207	923,026

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	-1,140,294	-1,368,352	424,006	445,207	14,046,669
PV	-1,050,273.18	#####	331,305.80	320,408.43	

PV FCFF	-1,559,390.29
PV Terminal	10,109,176.17

EV	8,549,785.88
NIBD	3,113,860

Verdi av EK	5,435,926
# aksjer	360,100
Aksjekurs \$	15.10
Aksjekurs NOK	115.93

WACC	8.57%
g	2.00%

26 Aker Solutions

Resultatregnskap (01.01 - 31.12)	2014	2015	2016	2017
<i>mio NOK</i>				
Omsetning	32,971	31,896	25,557	22,461
Materialer, varer og tjenester	-13,561	-12,979	-10,369	-8,359
Personalomkostninger	-11,171	-11,750	-9,475	-9,290
Andre driftsomkostninger	-5,565	-5,326	-3,784	-3,292
Driftsomkostninger før av- og nedskrivninger	-30,297	-30,055	-23,628	-20,941
Driftsresultat før av- og nedskrivninger	2,674	1,841	1,929	1,520
Avskrivninger	-665	-882	-778	-792
Nedskrivninger	-	-	-464	-156
Driftsresultat	2,009	959	687	572
Renteinntekter	71	76	65	55
Renteomkostninger	-315	-349	-478	-305
Andre finansielle poster, netto	51	-1	-1	77
Resultat før skatt	1,816	685	273	399
Skatt	-516	-302	-121	-160
Årets resultat	1,300	383	152	239

Balanse pr. 31.12	2014	2015	2016	2017
<i>mio NOK</i>				
Aktiver				
Anleggskativer				
Eiendom, anlegg og utstyr	3,603	3,962	3,808	3,316
Immatrielle aktiver	5,763	6,207	5,647	5,814
Udskudt skatteaktiv	380	332	666	633
Andre investeringer	-	-	75	91
Andre anleggsaktiver	27	36	90	106
Totale anleggsaktiver	9,773	10,537	10,286	9,960
Omsetningsaktiver				
Kortsiktige skatteaktiver	106	118	242	174
Varelager	862	814	575	428
Varedebitorer og andre tilgodehavender	12,042	10,985	7,398	6,843
Derivater og finansielle instrumenter	1,187	1,295	94	226
Rentebærende tilgodehavender	82	117	437	128
Likvide midler	3,339	3,863	2,480	1,977
Totale omsetningsaktiver	17,618	17,192	11,226	9,776
Aktiver i alt	27,391	27,729	21,512	19,736

Egenkapital og passiver

Egenkapital

Aksjekapital	294	294	294	294
Treasury shares	-1	-1	-1	-1
Reserver	-7	721	635	1,115
Overført resultat	5,391	5,382	5,350	5,572
Egenkapital henført til moderselskapet	5,677	6,396	6,278	6,980
Minoritetsinteresser	216	234	138	67
Total egenkapital	5,893	6,630	6,416	7,047

Langfristede forpliktelser

Langfristet gjeld	3,154	3,137	1,844	2,576
Pensjonsforpliktelser	670	572	540	556
Utskudt skatt	699	283	331	238
Andre langfristede forpliktelser	22	27	84	83
Totale langfristede forpliktelser	4,545	4,019	2,799	3,453

Kortfristede forpliktelser

Skyldig skatt	41	9	30	43
Kortfristet gjeld	674	561	2,110	539
Hensettelser	581	1,294	1,086	942
Varekreditorer og andre forpliktelser	13,075	12,222	8,002	7,304
Derivater og finansielle instrumenter	2,582	2,994	1,069	408
Totale kortfristede forpliktelser	16,953	17,080	12,297	9,236
Forpliktelser i alt	21,498	21,099	15,096	12,689
Egenkapital og gjeld i alt	27,391	27,729	21,512	19,736

Analytisk Resultatregnskap (01.01. - 31.12.)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>		-3%	-20%	-12%					
Omsetning	32971	31896	25557	22461					
Total omsetning	32,971	31,896	25,557	22,461	23,584.05	20,046.44	15,836.69	12,510.98	12,636.09
Materialer, varer og tjenester	-13561	-12979	-10369	-8359					
Bruttofortjeneste	19,410	18,917	15,188	14,102	14,173	12,109	9,609	7,631	7,650
Personalomkostninger	-11171	-11750	-9475	-9290					
Andre driftsomkostninger	-5565	-5326	-3784	-3292					
EBITDA	2,674	1,841	1,929	1,520	1,663	1,360	1,114	864	878
Avskrivninger	-665	-882	-778	-792	-955	-797	-677	-517	-519
Nedskrivninger	0	0	-464	-156					
EBIT	2,009	959	687	572	707.52	563.37	437.29	347.75	358.59
Skatt på drift	-568	-376	-225	-202					
NOPAT	1,441	583	463	370	569	386	309	248	261
Netto finansposter	-193	-274	-414	-173					
Skatteskjold	52	74	104	42					
Årets resultat	1,300	383	152	239					

Analytisk Balanse	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>									
Langsiktige driftsaktiver									
Eiendom, anlegg og utstyr	3603	3962	3808	3316					
Immatrielle aktiver	5763	6207	5647	5814					
Udskudt skatteaktiv	380	332	666	633					
Langsiktige driftsaktiver i alt	9,746	10,501	10,121	9,763	9,763	9,763	9,763	9,763	9,763
Kortsiktige driftsaktiver									
Kortsiktige skatteaktiver	106	118	242	174					
Varelager	862	814	575	428					
Varedebitorer og andre tilgodehavender	12,042	10,985	7,398	6,843					
Kortsiktige driftsaktiver i alt	13,010	11,917	8,215	7,445	7,817	6,645	5,249	4,147	4,188
Driftsaktiver i alt	22,756	22,418	18,336	17,208	17,580	16,408	15,012	13,910	13,951
Langsiktig driftsgjeld									
Pensjonsforpliktelser	670	572	540	556					
Utskudt skatt	699	283	331	238					
Andre langfristede forpliktelser	22	27	84	83					
Langsiktig driftsgjeld i alt	1,391	882	955	877	877	877	877	877	877
Kortsiktig driftsgjeld									
Skyldig skatt	41	9	30	43					
Varekreditorer og andre forpliktelser	13075	12222	8002	7304					
Hensettelser	581	1294	1086	942					
Kortsiktig driftsgjeld i alt	13,697	13,525	9,118	8,289	8,703	7,398	5,844	4,617	4,663
Driftsgjeld i alt	15,088	14,407	10,073	9,166	9,580	8,275	6,721	5,494	5,540
Investert kapital	7,668	8,011	8,263	8,042	8,000	8,133	8,291	8,416	8,411
Rentebærende gjeld									
Langfristet gjeld	3154	3137	1844	2576					
Kortfristet gjeld	674	561	2110	539					
Derivater og finansielle instrumenter	2582	2994	1069	408					
Rentebærende gjeld i alt	6,410	6,692	5,023	3,523					
Rentebærende aktiver									
Andre investeringer	-	-	75	91					
Andre anleggsaktiver	27	36	90	106					
Derivater og finansielle instrumenter	1187	1295	94	226					
Rentebærende tilgodehavender	82	117	437	128					
Likvide midler	3339	3863	2480	1977					
Rentebærende aktiver i alt	4,635	5,311	3,176	2,528					
Netto rentebærende gjeld	1,775	1,381	1,847	995					
Egenkapital	5,893	6,630	6,416	7,047					
Investert kapital	7,668	8,011	8,263	8,042					
Kontroll	-	-	-	-					
Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					5%	-15%	-21%	-21%	1%
Bruttofortjeneste/Omsetning	59%	59%	59%	63%	60%	60%	61%	61%	61%
EBITDA/Omsetning	8%	6%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
EBIT/Omsetning	6%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
NOPAT/Omsetning	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Skatteberegning	2014	2015	2016	2017
Marginal skattesats	0.27	0.27	0.25	0.24
Rapportert skatt	-516	-302	-121	-160
Netto finansielle kostnader	-193	-274	-414	-173
Skatteskjold	52	74	104	42
Skatt på driften	-568	-376	-225	-202

DuPont dekomponering	2014	2015	2016	2017
----------------------	------	------	------	------

ROE	36.48%	17.48%	15.55%	9.98%
ROIC	0.26	0.12	0.08	0.07
FGEAR	0.30	0.21	0.29	0.14
Spread	0.34	0.26	0.25	0.20

ROIC	26.20%	11.97%	8.31%	7.11%
EBIT	2,009	959	687	572
Invested Capital	7,668	8,011	8,263	8,042

FGEAR	0.30	0.21	0.29	0.14
Net-interest-bearing debt	1,775	1,381	1,847	995
Equity	5,893	6,630	6,416	7,047

Spread	34.14%	26.45%	25.13%	20.33%
ROIC	26.20%	11.97%	8.31%	7.11%
NBC	-7.94%	-14.48%	-16.81%	-13.21%

Net Borrowing Cost, NBC	-7.94%	-14.48%	-16.81%	-13.21%
Net financial expenses	-141	-200	-311	-131
Net-interest-bearing debt	1,775	1,381	1,847	995

Profit margin (EBIT-margin)	6.09%	3.01%	2.69%	2.55%
EBIT	2,009	959	687	572
Operating revenues	32,971	31,896	25,557	22,461

Turnover rate	4.30	3.98	3.09	2.79
Operating revenues	32,971	31,896	25,557	22,461
Invested capital	7,668	8,011	8,263	8,042

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	370	569	386	309	248	261
Avskrivninger	-948	-955	-797	-677	-517	-519
Delta NWC	-59	42	-133	-158	-125	5
Investeringer i anleggsaktiver	358	-	-	-	-	-
FCFF	1,617	1,482	1,315	1,144	890	776

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	1482.17	1315.48	1144.10	889.96	8841.25
PV	1350.21	1091.67	864.92	612.89	

PV FCFF	3919.70
PV Terminal	6088.75

EV	10008.44
NIBD	995.00

Verdi av EK	9013.44
# aksjer	272.04
Aksjekurs NOK	33.13

<i>WACC</i>	10%
<i>g</i>	0.01

27 Kværner

Resultatregnskap (01.01 - 31.12)	2014	2015	2016	2017
<i>mio NOK</i>				
Omsetning	13,945	12,084	7,896	6,536
Materialer, varer og tjenester	-10,144	-8,434	-4,751	-3,184
Personalkostnader	-2,345	-2,497	-2,269	-2,282
Andre driftsomkostninger	-628	-580	-247	-272
Driftsomkostninger før av- og nedskrivninger	-13,117	-11,511	-7,267	-5,738
Driftsresultat før av- og nedskrivninger	828	573	629	798
Avskrivninger	-70	-81	-100	-106
Nedskrivninger	-266	-	-198	-
Driftsresultat	492	492	331	692
Renteinntekter	15	188	42	31
Renteomkostninger	-120	-102	-159	-27
Andre finansielle poster, netto	-59	-	-	-
Resultat før skatt	328	578	214	696
Skatt	-301	-241	-132	-185
Årets resultat fra fortsatt drift	27	337	82	511
Profitt/tap fra ikke-fortsatt drift, etter skatt	-96	56	345	31
Årets resultat	-69	393	427	542

Balanse pr. 31.12	2014	2015	2016	2017
<i>mio NOK</i>				
Aktiver				
Anleggskativer				
Eiendom, anlegg og utstyr	736	687	798	800
Udskudt skatteaktiv	123	1	-	-
Immatrielle aktiver	850	873	666	649
Investeringer i assosierte selskaper og felleskontrollerte enheter	288	134	35	17
Andre anleggsaktiver	13	20	6	7
Anleggsaktiver i alt	2,010	1,715	1,505	1,473

Omsetningsaktiver				
Varedebitorer og andre tilgodehavender	3,268	1,590	1,413	1,524
Derivater og finansielle instrumenter	-	150	14	7
Skatteaktiver	32	-	-	6
Likvide midler	1,208	1,560	3,047	2,813
Aktiver fra frasolgte selskaper	906	634	1	-
Omsetningsaktiver i alt	5,414	3,934	4,475	4,350
Aktiver i alt	7,424	5,649	5,980	5,823

Egenkapital og passiver**Egenkapital**

Aksjekapital	91	91	91	91
Premium	729	729	729	729
Overført resultat	1,309	1,468	1,881	2,431
Andre reserver	208	262	-45	-75
Egenkapital i alt	2,337	2,550	2,656	3,176

Langfristede forpliktelser

Pensjonsforpliktelser	176	169	191	198
Langfristet rentebærende gjeld	487	-	-	-
Andre langfristede forpliktelser	-	11	13	6
Udskudt skatt	-		62	225
Langfristede forpliktelser i alt	663	180	266	429

Kortfristede forpliktelser

Skyldig skatt	182	73	46	-
Hensettelser	82	164	135	148
Derivater og finansielle instrumenter	-	13	6	1
Varekreditorer og andre forpliktelser	4,109	2,620	2,820	2,032
Forpliktelser fra frasolgte selskaper	51	49	51	37
Kortfristede forpliktelser i alt	4,424	2,919	3,058	2,218
Forpliktelser i alt	5,087	3,099	3,324	2,647
Egenkapital og forpliktelser i alt	7,424	5,649	5,980	5,823

Analytisk Resultatregnskap (01.01. - 31.12.)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>									
Omsetning	13,945	12,084	7,896	6,536					
Total omsetning	13,945	12,084	7,896	6,536	5,470.63	4,578.92	3,832.56	3,207.85	2,822.91
Materialer, varer og tjenester	-10,144	-8,434	-4,751	-3,184					
Bruttofortjeneste	3,801	3,650	3,145	3,352	2,492	2,217	1,801	1,530	1,337
Personalomkostninger	-2,345	-2,497	-2,269	-2,282					
Andre driftsomkostninger	-628	-580	-247	-272					
EBITDA	828	573	629	798	552	510	407	349	303
Avskrivninger	-70	-81	-100	-106	-148	-99	-93	-74	-67
Nedskrivninger	-266	-	-198	-					
EBIT	492	492	331	692	404	412	314	276	237
Skatt på drift	-345	-218	-161	-184					
NOPAT	147	274	170	508	271	292	217	193	165
Netto finansposter	-164	86	-117	4					
Skatteskjold	44	-23	29	-1					
Profitt/tap fra ikke-fortsatt drift, etc	-96	56	345	31					
Årets resultat	-69	393	427	542					

Analytisk Balanse	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>									
Langsiktige driftsaktiver									
Eiendom, anlegg og utstyr	736	687	798	800					
Udskudt skatteaktiv	123	1	-	-					
Investeringer i assosierte selskaper og	288	134	35	17					
Immatrielle aktiver	850	873	666	649					
Langsiktige driftsaktiver i alt	1,997	1,695	1,499	1,466	1,466	1,466	1,466	1,466	1,466
Kortsiktige driftsaktiver									
Varedebitorer og andre tilgodehavende	3,268	1,590	1,413	1,524					
Skatteaktiver	32	-	-	6					
Aktiver fra frasolgte selskaper	906	634	1	-					
Kortsiktige driftsaktiver i alt	4,206	2,224	1,414	1,530	1,281	1,072	897	751	661
Driftsaktiver i alt	6,203	3,919	2,913	2,996	2,747	2,538	2,363	2,217	2,127
Langsiktig driftsgjeld									
Pensjonsforpliktelser	176	169	191	198					
Andre langfristede forpliktelser	-	11	13	6					
Udskudt skatt	-	-	62	225					
Langsiktig driftsgjeld i alt	176	180	266	429	429	429	429	429	429
Kortsiktig driftsgjeld									
Skyldig skatt	182	73	46	-					
Hensettelser	82	164	135	148					
Forpliktelser fra frasolgte selskaper	51	49	51	37					
Varekreditorer og andre forpliktelser	4,109	2,620	2,820	2,032					
Kortsiktig driftsgjeld i alt	4,424	2,906	3,052	2,217	1,856	1,553	1,300	1,088	958
Driftsgjeld i alt	4,600	3,086	3,318	2,646	2,285	1,982	1,729	1,517	1,387
Investert kapital	1,603	833	-405	350	462	556	634	700	740
Rentebærende gjeld									
Langfristet rentebærende gjeld	487	-	-	-					
Derivater og finansielle instrumenter	-	13	6	1					
Rentebærende gjeld i alt	487	13	6	1					
Rentebærende aktiver									
Andre anleggsaktiver	13	20	6	7					
Derivater og finansielle instrumenter	-	150	14	7					
Likvide midler	1,208	1,560	3,047	2,813					
Rentebærende aktiver i alt	1,221	1,730	3,067	2,827					
Netto rentebærende gjeld	-734	-1,717	-3,061	-2,826					
Egenkapital	2,337	2,550	2,656	3,176					
Investert kapital	1,603	833	-405	350					
Kontroll	-	-	-	-					
Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					-16%	-16%	-16%	-16%	-12%
Bruttofortjeneste/Omsetning	27%	30%	40%	51%	46%	48%	47%	48%	47%
EBITDA/Omsetning	6%	5%	8%	12%	10%	11%	11%	11%	11%
EBIT/Omsetning	4%	4%	4%	11%	7%	9%	8%	9%	8%
NOPAT/Omsetning	1%	2%	2%	8%	5%	6%	6%	6%	6%

Skatteberegning	2014	2015	2016	2017
Marginal skattesats	0.27	0.27	0.25	0.24
Rapportert skatt	-301	-241	-132	-185
Netto finansielle kostnader	-164	86	-117	4
Skatteskjold	44	-23	29	-1
Skatt på driften	-345	-218	-161	-184

DuPont dekomponering	2014	2015	2016	2017
----------------------	------	------	------	------

ROE	26.18%	16.83%	15.77%	21.69%
ROIC	0.31	0.59	-0.82	1.98
FGEAR	-0.31	-0.67	-1.15	-0.89
Spread	0.14	0.63	-0.85	1.98

ROIC	30.69%	59.06%	-81.73%	197.71%
EBIT	492	492	331	692
Invested Capital	1,603	833	-405	350

FGEAR	-0.31	-0.67	-1.15	-0.89
Net-interest-bearing debt	-734	-1,717	-3,061	-2,826
Equity	2,337	2,550	2,656	3,176

Spread	14.38%	62.72%	-84.60%	197.82%
ROIC	30.69%	59.06%	-81.73%	197.71%
NBC	16.31%	-3.66%	2.87%	-0.11%

Net Borrowing Cost, NBC	16.31%	-3.66%	2.87%	-0.11%
Net financial expenses	-120	63	-88	3
Net-interest-bearing debt	-734	-1,717	-3,061	-2,826

Profit margin (EBIT-margin)	3.53%	4.07%	4.19%	10.59%
EBIT	492	492	331	692
Operating revenues	13,945	12,084	7,896	6,536

Turnover rate	8.70	14.51	-19.50	18.67
Operating revenues	13,945	12,084	7,896	6,536
Invested capital	1,603	833	-405	350

Cash Flow statement	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	508.0	271.4	291.5	217.1	192.9	164.8
Avskrivninger	-106.0	-147.6	-98.9	-93.1	-73.6	-66.7
Delta NWC	951.0	112.0	93.7	78.5	65.7	40.5
Investeringer i anleggsaktiver	-33.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCFF	-304.0	307.0	296.7	231.7	200.9	191.0

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	307.00	296.68	231.70	200.89	877.41
PV	279.67	246.20	175.16	138.34	

PV FCFF	839.37				
PV Terminal	604.25				0.61

EV	1443.62
NIBD	-2826.00

Verdi av EK	4269.62
# aksjer	269.00
Aksjekurs NOK	15.87

<i>WACC</i>	10%
<i>g</i>	-0.12

28 Akastor

Resultatregnskap (01.01 - 31.12)	2014	2015	2016	2017
<i>mio NOK</i>				
Omsetning	21,432	15,869	5,310	4,296
Andre inntekter	-	-	-	52
Materialer, varer og tjenester	-12,742	-8,542	-2,115	-1,865
Personalomkostninger	-5,104	-4,785	-2,304	-1,657
Andre driftsomkostninger	-2,206	-1,841	-823	-533
Driftsomkostninger før av- og nedskrivninger	-20,052	-15,168	-5,242	-4,055
Driftsresultat før av- og nedskrivninger	1,380	701	68	293
Avskrivninger	-922	-1,103	-746	-612
Nedskrivninger	-1,164	-1,758	-473	-118
Driftsresultat	-706	-2,160	-1,151	-437
Renteinntekter	119	88	40	93
Renteomkostninger	-568	-750	-710	-545
Profitt/tap på valutakontrakter	-372	44	-289	-111
Profitt/tap på investeringer	-126	-73	-214	-212
Resultat før skatt	-1,653	-2,851	-2,324	-1,212
Skatt	266	286	307	106
Årets resultat fra fortsatt drift	-1,387	-2,565	-2,017	-1,106
Profitt/tap fra ikke-fortsatt drift, etter skatt	3,880	-22	735	1,048
Årets resultat	2,493	-2,587	-1,282	-58

Balanse pr. 31.12	2014	2015	2016	2017
<i>mio NOK</i>				
Aktiver				
Anleggskativer				
Eiendom, anlegg og utstyr	6,469	6,480	5,198	4,419
Investerings eiendom	707	-	-	
Udskudt skatteaktiv	214	468	600	661
Immatrielle aktiver	3,122	2,785	1,731	1,435
Langfristede rentebærende tilgodehavender	131	84	51	1
Andre tilgodehavender	691	478	104	100
Investeringer innregnet etter EK	264	177	93	10
Andre investeringer	347	261	121	536
Anleggsaktiver i alt	11,945	10,733	7,898	7,162
Omsetningsaktiver				
Skatteaktiver, kortfristede	43	2	65	21
Varelager	1,785	1,463	1,086	569
Varedebitorer og andre tilgodehavender	7,178	5,959	2,829	2,263
Derivater og finansielle instrumenter	2,199	1,746	269	94
Kortfristede rentebærende tilgodehavender	205	71	15	51
Likvide midler	1,075	563	487	168
Aktiver klassifisert som holdt for salg	-	-	212	-
Omsetningsaktiver i alt	12,485	9,804	4,963	3,166
Aktiver i alt	24,430	20,537	12,861	10,328

Egenkapital og passiver

Egenkapital

Aksjekapital	162	162	162	162
Treasury aksjer	-2	-2	-2	-2
Annen innskutt kapital	1,534	1,534	1,534	1,534
Reserver	742	1,335	811	566
Overført resultat	6,942	4,357	3,075	3,017
Egenkapital i alt	9,378	7,386	5,580	5,277

Langfristede forpliktelser

Langfristet gjeld	4,720	1,583	1,494	2,133
Pensjonsforpliktelser	473	434	380	349
Udskudt skatt	483	51	15	10
Andre langfristede forpliktelser	285	74	112	110
Hensettelser	-	341	333	221
Langfristede forpliktelser i alt	5,961	2,483	2,334	2,823

Kortfristede forpliktelser

Kortfristet gjeld	308	4,054	1,560	399
Skyldig skatt	97	89	63	23
Hensettelser	395	553	354	293
Varekreditorer og andre forpliktelser	6,429	4,443	2,492	1,493
Derivater og finansielle instrumenter	1,862	1,529	301	20
Forpliktelser klassifisert som holdt for salg	-	-	177	-
Kortfristede forpliktelser i alt	9,091	10,668	4,947	2,228
Forpliktelser i alt	15,052	13,151	7,281	5,051
Egenkapital og forpliktelser i alt	24,430	20,537	12,861	10,328

Analytisk Resultatregnskap (01.01. - 3	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>									
Omsetning	21,432	15,869	5,310	4,296					
Total omsetning	21,432	15,869	5,310	4,296	4,893	5,573	5,852	6,086	6,147
Materialer, varer og tjenester	-12,742	-8,542	-2,115	-1,865					
Bruttofortjeneste	8,690	7,327	3,195	2,431	2,657	3,178	3,276	3,394	3,434
Personalomkostninger	-5,104	-4,785	-2,304	-1,657					
Andre driftsomkostninger	-2,206	-1,841	-823	-533					
EBITDA	1,380	701	68	241	294	334	351	365	369
Avskrivninger	-922	-1,103	-746	-612	-930	-1,190	-1,126	-1,209	-1,239
Nedskrivninger	-1,164	-1,758	-473	-118					
EBIT	-706	-2,160	-1,151	-489	-636	-856	-775	-844	-870
Skatt på drift	10	99	14	-68					
NOPAT	-696	-2,061	-1,137	-557	-634	-722	-758	-788	-796
Netto finansposter	-947	-691	-1,173	-723					
Skatteskjold	256	187	293	174					
Profitt/tap fra ikke-fortsatt drift, etter s	3,880	-22	735	1,048					
Årets resultat	2,493	-2,587	-1,282	-58					

Analytisk Balanse	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>									
Langsiktige driftsaktiver									
Eiendom, anlegg og utstyr	6469	6480	5198	4419					
Investerings eiendom	707	0	0	0					
Udskudt skatteaktiv	214	468	600	661					
Immatrielle aktiver	3122	2785	1731	1435					
Langsiktige driftsaktiver i alt	10,512	9,733	7,529	6,515	7,179.26	#####	#####	#####	9,113.51
Kortsiktige driftsaktiver									
Skatteaktiver, kortfristede	43	2	65	21					
Varelager	1,785	1,463	1,086	569					
Varedebitorer og andre tilgodehavende	7,178	5,959	2,829	2,263					
Kortsiktige driftsaktiver i alt	9,006	7,424	3,980	2,853	3,250	3,701	3,886	4,042	4,082
Driftsaktiver i alt	19,518	17,157	11,509	9,368	10,429	12,016	12,545	13,084	13,196
Langsiktig driftsgjeld									
Pensjonsforpliktelser	473	434	380	349					
Udskudt skatt	483	51	15	10					
Hensettelser	-	341	333	221					
Langsiktig driftsgjeld i alt	956	826	728	580	580	580	580	580	580
Kortsiktig driftsgjeld									
Skyldig skatt	97	89	63	23					
Hensettelser	395	553	354	293					
Varekreditorer og andre forpliktelser	6429	4443	2492	1493					
Kortsiktig driftsgjeld i alt	6,921	5,085	2,909	1,809	2,060	2,347	2,464	2,563	2,588
Driftsgjeld i alt	7,877	5,911	3,637	2,389	2,640	2,927	3,044	3,143	3,168
Investert kapital	11,641	11,246	7,872	6,979	7,788	9,089	9,500	9,941	10,027
Rentebærende gjeld									
Langfristet gjeld	4,720	1,583	1,494	2,133					
Andre langfristede forpliktelser	285	74	112	110					
Kortfristet gjeld	308	4,054	1,560	399					
Derivater og finansielle instrumenter	1,862	1,529	301	20					
Forpliktelser klassifisert som holdt for salg	-	-	177	-					
Rentebærende gjeld i alt	7,175	7,240	3,644	2,662					
Rentebærende aktiver									
Langfristede rentebærende tilgodehave	131	84	51	1					
Andre tilgodehavender	691	478	104	100					
Investeringer innregnet etter EK	264	177	93	10					
Andre investeringer	347	261	121	536					
Derivater og finansielle instrumenter	2,199	1,746	269	94					
Kortfristede rentebærende tilgodehave	205	71	15	51					
Likvide midler	1,075	563	487	168					
Aktiver klassifisert som holdt for salg	-	-	212	-					
Rentebærende aktiver i alt	4,912	3,380	1,352	960					
Netto rentebærende gjeld	2,263	3,860	2,292	1,702					
Egenkapital	9,378	7,386	5,580	5,277					
Investert kapital	11,641	11,246	7,872	6,979					
Kontroll	-	-	-	-					
Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					14%	14%	5%	4%	1%
Bruttofortjeneste/Omsetning	41%	46%	60%	57%	54%	57%	56%	56%	56%
EBITDA/Omsetning	6%	4%	1%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
EBIT/Omsetning	-3%	-14%	-22%	-11%	-13%	-15%	-13%	-14%	-14%
NOPAT/Omsetning	-3%	-13%	-21%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%

Skatteberegning	2014	2015	2016	2017
Marginal skattesats	0.27	0.27	0.25	0.24
Rapportert skatt	266	286	307	106
Netto finansielle kostnader	-947	-691	-1,173	-723
Skatteskjold	256	187	293	174
Skatt på driften	10	99	14	-68

DuPont dekomponering	2014	2015	2016	2017
-----------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------

ROE	-0.16%	-22.41%	-4.86%	1.15%
ROIC	-0.06	-0.19	-0.15	-0.07
FGEAR	0.24	0.52	0.41	0.32
Spread	0.24	-0.06	0.24	0.25

ROIC	-6.06%	-19.21%	-14.62%	-7.01%
EBIT	-706	-2,160	-1,151	-489
Invested Capital	11,641	11,246	7,872	6,979

FGEAR	0.24	0.52	0.41	0.32
Net-interest-bearing debt	2,263	3,860	2,292	1,702
Equity	9,378	7,386	5,580	5,277

Spread	24.48%	-6.14%	23.76%	25.28%
ROIC	-6.06%	-19.21%	-14.62%	-7.01%
NBC	-30.55%	-13.07%	-38.38%	-32.28%

Net Borrowing Cost, NBC	-30.55%	-13.07%	-38.38%	-32.28%
Net financial expenses	-691	-504	-880	-549
Net-interest-bearing debt	2,263	3,860	2,292	1,702

Profit margin (EBIT-margin)	-3.29%	-13.61%	-21.68%	-11.38%
EBIT	-706	-2,160	-1,151	-489
Operating revenues	21,432	15,869	5,310	4,296

Turnover rate	1.84	1.41	0.67	0.62
Operating revenues	21,432	15,869	5,310	4,296
Invested capital	11,641	11,246	7,872	6,979

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	-557	-634	-722	-758	-788	-796
Avskrivninger	-612	-930	-1,190	-1,126	-1,209	-1,239
Delta NWC	-27	145	165	68	57	15
Investeringer i anleggsaktiver	-1,014	-	-	-	-	-
FCFF	1,096	151	303	300	364	428

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	151	303	300	364	4,876
PV	137.29	251.27	227.11	250.51	

PV FCFF 866.18

PV Terminal 3,358.17 1.15

EV 4,224

NIBD 1,702

Verdi av EK **2,522**

aksjer 274.00

Aksjekurs NOK **9.21**

<i>WACC</i>	9.77%
<i>g</i>	1.00%

29 Aker BioMarine

Income Statement	2014	2015	2016	2017
Omsetning	109,314	103,180	115,188	124,540
Andre inntekter	2,985	1,941	1,549	1,386
Total omsetning	112,299	105,121	116,737	125,926
Endring i varelager	1,626	7,202	3,146	-8,090
Produksjonsomkostninger	81,889	63,953	54,309	67,305
Lønnsomkostninger	25,677	22,649	30,028	32,932
Andre utgifter	1,096	991	7,140	386
Totale operasjonelle utgifter	-107,036	-80,391	-88,331	-108,713
EBITDA	5,263	24,730	28,406	17,213
Av og nedskrivninger	17,925	15,911	19,353	18,551
Impairment charges	389	905	596	345
EBIT	-13,051	7,914	8,457	-1,683
Finansielle kostnader, net	2,621	3,016	9,941	15,074
Andel av tap i egenkapitalførte investeringer	1,486	4,010	-	-
EBT	-17,158	888	-1,484	-16,757
Skatt	-100	-83	-573	-1,011
Net profit	-17,258	805	-2,057	-17,768

Balanse	2014	2015	2016	2017
Aktiver				
Kontanter og bankinnskudd	2,408	2,752	3,506	4,466.58
Rentebærende fordringer	4,750	10,410	-	-
Tilgodehavender og forutbetalte utgifter	23,884	19,387	25,729	-
Varelager	28,686	35,889	39,035	-
Aktiver for salg	1,052	-	-	-
Totale omløpsaktiver	60,780	68,438	68,270	4,467
Egenkapitalførte investeringer	4,403	394	106	-
Rentebærende annleggsfordringer	5,917	4,833	-	-
Andre rentebærende annleggsfordringer	1,668	1,585	2,084	-
Immaterielle aktiver	71,449	69,886	67,695	-
Eiendom, anlegg og utstyr	110,942	113,286	141,185	-
Annleggsaktiver	194,379	189,984	211,070	-
Aktiver	255,159	258,422	279,340	376,436

Egenkapital og Gjeld	2014	2015	2016	2017
Varedebitorer	17,501	17,912	26,625	
Kortsiktig rentebærende gjeld	27,588	11,109	16,255	
Kortsikte forpliktelser	45,089	29,021	42,880	0
Ikke rentebærende langsiktige forpliktelser	5,396	6,046	6,693	
Rentebærende gjeld	129,416	147,197	155,742	
Langsiktige forpliktelser	134,812	153,243	162,435	0
Sum gjeld	179,901	182,264	205,315	0
Aksjekapital	63,684	63,684	63,684	
Annen innskutt egenkapital	156,486	156,486	156,486	
Total innskutt egenkapital	220,170	220,170	220,170	0
Omregningsdifferanser og andre reserver	27	154	154	
Opptjent egenkapital	-144,939	-144,166	-146,299	
Total egenkapital	75,258	76,158	74,025	59325

Egenkapital og gjeld	255,159	258,422	279,340	59325
-----------------------------	----------------	----------------	----------------	--------------

Analytisk Resultatregnskap (01.01. - 31.12.)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>Omsetning</i>	109314	103180	115188	124540					
Andre inntekter	2985	1941	1549	1386					
Total omsetning	112299	105121	116737	125926	144,815	159,296	175,226	192,749	196,604
Endring i varelager	1626	7202	3146	-8090					
Bruttofortjeneste	113925	112323	119883	117836	142,114	152,694	169,961	185,859	190,136
Produksjonsomkostninger	81889	63953	54309	67305					
Lønnsomkostninger	25677	22649	30028	32932					
Andre utgifter	1096	991	7140	386					
EBITDA	5263	24730	28406	17213	27,517	26,021	30,959	32,771	33,426
Av og nedskrivninger	17925	15911	19353	18551	-10,139	-6,906	-9,932	-9,641	-9,834
Impairment charges	389	905	596	345					
EBIT	-13051	7914	8457	-1683	17,378	19,116	21,027	23,130	23,592
Skatt på drift	-1,209	-1,980	-3,058	-4,629					
NOPAT	-14,260	5,934	5,399	-6,312	17,378	19,116	21,027	23,130	23,592
Net finans	4,107	7,026	9,941	15,074					
Skatteskjold	1108.89	1897.02	2485.25	3617.76					
Årets resultat	-17,258	805	-2,057	-17,768					

Analytisk Balanse	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>									
Langsiktige driftsaktiver									
Varelager	28686	35889	39,035	0					
Aktiver for salg	1052	0	0	0					
Totale omløpsaktiver	60780	68438	68270	4466,583					
0	0	0	0	0					
Langsiktige driftsaktiver i alt	90,518	104,327	107,305	116,017	133,420	133,420	133,420	133,420	133,420
Kortsiktige driftsaktiver									
Aktiver	255,159	258,422	279,340	376,436					
-	-	-	-	-					
Egenkapital og Gjeld	2,014	2,015	2,016	2,017					
Kortsiktige driftsaktiver i alt	257,173	260,437	281,356	378,453	397,376	417,244	438,107	460,012	483,013
Driftsaktiver i alt	347,691	364,764	388,661	494,470	530,795	550,664	571,526	593,432	616,432
Langsiktig driftsgjeld									
NIBD	0	0	0	272552					
0	0	0	0	0					
-	-	-	-	-					
Langsiktig driftsgjeld i alt	-	-	-	272,552	272,552	272,552	272,552	272,552	272,552
Kortsiktig driftsgjeld									
-	-	-	-	-					
0	0	0	0	0					
0	0	0	0	0					
Kortsiktig driftsgjeld i alt	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsgjeld i alt	-	-	-	272,552	272,552	272,552	272,552	272,552	272,552
Investert kapital	347,691	364,764	388,661	221,918	258,243	278,112	298,974	320,880	343,880
Rentebærende gjeld									
Kortsiktig	-	-	-	-					
Langsiktig	-	-	-	-					
-	-	-	-	-					
-	-	-	-	-					
Rentebærende gjeld i alt	157,004	158,306	171,997	-					
Rentebærende aktiver									
Egenkapitalførte investeringer	4,403	394	106	-					
Rentebærende anleggsfordringer	5,917	4,833	-	-					
Andre rentebærende anleggsfordringer	1,668	1,585	2,084	-					
Immaterielle aktiver	71,449	69,886	67,695	-					
Varedebitorer	17,501	17,912	26,625	-					
Kortsiktig rentebærende gjeld	27,588	11,109	16,255	-					
Kortsikte forpliktelser	45,089	29,021	42,880	-					
-	-	-	-	-					
Rentebærende aktiver i alt	173,615	134,740	155,645	-					
Netto rentebærende gjeld	-16,611	23,566	16,352	-					
Egenkapital	-144,939	-144,166	-146,299	-					
Investert kapital	-161,550	-120,600	-129,947	-					
Kontroll	509,241	485,364	518,608	221,918					
Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning		-6%	12%	8%	15%	10%	10%	10%	2%
Bruttofortjeneste/Omsetning	101%	107%	103%	94%	98%	96%	97%	96%	97%
EBITDA/Omsetning	5%	24%	24%	14%	19%	16%	18%	17%	17%
EBIT/Omsetning	-12%	8%	7%	-1%	12%	12%	12%	12%	12%
NOPAT/Omsetning	-13%	6%	5%	-5%	5%	5%	5%	5%	5%

Skatteberegning	2014	2015	2016	2017
Marginal skattesats	0.27	0.27	0.25	0.24
Rapportert skatt	-100	-83	-573	-1,011
Netto finansielle kostnader	-4,107	-7,026	-9,941	-15,074
Skatteskjold	1,108.89	1,897	2,485	3,617.76
Skatt på driften	-1,209	-1,980	-3,058	-4,629

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	-6,312	17,378	19,116	21,027	23,130	23,592
Avskrivninger		-10,139	-6,906	-9,932	-9,641	-9,834
Delta NWC	97,097	18,923	19,869	20,862	21,905	23,001
Investeringer i anleggsaktiver	8,712	17,403	-	-	-	-
FCFF	-112,121	-8,809	6,153	10,097	10,865	10,425

	1	2	3	4	5
DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	-8,809	6,153	10,097	10,865	173,756
PV	-8,156.09	5,274.85	8,015.39	7,986.25	
PV FCFF	13,120.40				
PV Terminal	127,715.77				
EV	140,836				
NIBD	-				
Verdi av EK	141	x1000 USD			
# aksjer	100.00	millioner			
Aksjekurs USD	1.41				
Aksjekurs NOK	11.60				
WACC	8.00%				
g	2.00%				

30 Ocean Yield

Resultat	2014	2015	2016	2017
Operasjonell omsetning	243.3	233.1	241.7	248.4
Finansielle utleieinntekter	6	23.6	45.9	66.6
Inntekt fra investeringer i assosierte virksomheter			6.7	24.1
Total omsetning	249.3	256.7	294.3	339.1
Skipsoperasjonelle omkostninger	14.6	15.5	17.8	18.2
Lønn og personaleomkostninger	9.5	12.6	6.1	7.4
Andre operasjonelle omkostninger	8.4	4.5	5.3	7.1
EBITDA	216.8	224.1	265.1	306.4
Av og nedskrivninger	96.4	96.7	99.7	102.6
Nedskrivninger	3.8	28.6	36.2	0
EBIT	116.6	98.8	129.2	203.8
Finansielle inntekter	59.8	59.7	25.7	13.4
Finansielle utgifter	72.7	78.1	60.9	72
Gevinst/tap på valuta	0	0	0	37.4
Verdireguleringer på finansielle instrumenter	0	0	0	41.8
Finansielle omkostninger, net	-12.9	-18.4	-35.2	-54.2
EBT	103.7	80.4	94	149.6
Skatt	-2.9	24.6	-16.5	-20
Nett profitt fra pågående operasjoner	100.8	105	77.5	129.6

Balanse				
Aktiver	2014	2015	2016	2017
Skip og faste anleggsaktiver	1308	1239.5	1243.8	1310.8
Immaterielle aktiver	38.3	9.8	9.8	9.8
Utskutt skatteaktiver	11.4	36.4	20.5	2.8
Investeringer i assosierte virksomheter			187.4	188.7
Rentebærende langsiktige tilgodehavende	347.2	478.3	925.4	723.3
Andre anleggsaktiver	14	127.6	0.6	55.5
Totale anleggsaktiver	1718.9	1891.6	2387.5	2290.9
Kundefordringer og andre ikke rentebærende tilgodehavende	15.6	15.5	21.7	53.5
Kontanter og bankinnskudd	76.4	117.7	165.5	98.7
Aktiver	1810.9	2024.8	2574.7	2443.1

Egenkapital og gjeld	2014	2015	2016	2017
Aksjekapital	222.3	222.8	239.6	239.6
Treasury shares	0	-0.1	-0.1	0
Annen innskutt egenkapital	453.8	455.3	461.6	351.4
Totalt innskutt egenkapital	676.1	678	701.1	591
Omvekslinger og andre reserver	-30.7	-42	-40.9	230.2
Opptjent egenkapital	62.7	61.1	144	
Total egenkapital tilregnet moderselskap	708.1	697.1	804.2	821.2
Ikke-kontrollerende interesser	10.6	11.7	11	10.4
Egenkapital	718.7	708.8	815.2	831.6
Rentebærende gjeld	852.9	974.8	1380.4	1401.4
Utskutt skatt	0	0.3	0	0
Pensjonsforpliktelser	0.6	26.6	0.4	0.4
Langsiktige hensettelser	0	0	28.5	30.1
Mark-to-market av derivater	0	0	26.1	11.8
Andre rentefrie langsiktige forpliktelser	42.8	102.2	37.3	30.6
Total langsiktige gjeldsforpliktelser	896.3	1103.9	1472.7	1474.3
Rentebærende kortsiktige gjeldsforpliktelser	141.6	184.1	173.4	109
Forpliktelser relatert til investeringer i assosierte virksomheter			57.7	0
Hensettelser	1.4	0	0	0
Derivater			41.3	7.5
Varedebitorer	52.9	28	14.4	20.7
Totale kortsiktige forpliktelser	195.9	212.1	286.8	137.2
Gjeld	1092.2	1316	1759.5	1611.5
Egenkapital og gjeld	1810.9	2024.8	2574.7	2443.1

Analytisk Resultatregnskap (01.01.	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>									
Operasjonell omsetning	243.3	233.1	241.7	248.4					
Finansielle utleieinntekter	6.0	23.6	45.9	66.6					
Total omsetning	249.3	256.7	287.6	315.0	346.50	339.57	329.38	316.21	300.40
Skipsoperasjonelle omkostninger	14.6	15.5	17.8	18.2					
Bruttofortjeneste	234.7	241.2	269.8	296.8	326	320	310	298	283
Lønn og personaleomkostninger	9.5	12.6	6.1	7.4					
Andre operasjonelle omkostninger	8.4	4.5	5.3	7.1					
EBITDA	216.8	224.1	258.4	282.3	311	305	295	284	269
Av og nedskrivninger	96.4	96.7	99.7	102.6	-138	-135	-131	-126	-119
Nedskrivninger	3.8	28.6	36.2	-					
EBIT	116.6	98.8	122.5	179.7	173	170	165	158	150
Skatt på drift	-6.4	19.6	-23.6	-27.2					
NOPAT	110.2	118.4	98.9	152.5	143	152	142	139	131
Netto finansposter	-12.9	-18.4	-28.5	-30.1					
Skatteskjold	3.5	5.0	7.1	7.2					
Årets resultat	100.8	105.0	77.5	129.6					

Analytisk Balanse	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
<i>mio NOK</i>									
Langsiktige driftsaktiver									
Skip og faste anleggsaktiver	1308	1239.5	1243.8	1310.8					
Immaterielle aktiver	38.3	9.8	9.8	9.8					
Utskutt skatteaktiver	11.4	36.4	20.5	2.8	4%				
Langsiktige driftsaktiver i alt	1,358	1,286	1,274	1,323	1,456	1,512	1,571	1,631	1,694
Kortsiktige driftsaktiver									
Kundefordringer og andre ikke rente	16	16	22	54					
Kortsiktige driftsaktiver i alt	16	16	22	54	59	58	56	54	51
Driftsaktiver i alt	1,373	1,301	1,296	1,377	1,515	1,570	1,627	1,685	1,745
Langsiktig driftsgjeld									
Utskutt skatt	-	0	-	-					
Pensjonsforpliktelser	0.6	26.6	0.4	0.4					
Langsiktige hensettelser	-	-	29	30					
Andre rentefrie langsiktige forpliktel	43	102	37	31					
Langsiktig driftsgjeld i alt	43	129	66	61	61	61	61	61	61

Kortsiktig driftsgjeld									
Hensettelser	1	-	-	-					
Varedebitorer	52.9	28	14.4	20.7					
Kortsiktig driftsgjeld i alt	54	28	14	21	23	22	22	21	20
Driftsgjeld i alt	98	157	81	82	84	83	83	82	81
Investert kapital	1,276	1,144	1,215	1,295	1,431	1,486	1,544	1,603	1,665
Rentebærende gjeld									
Rentebærende gjeld	853	975	1,380	1,401					
Mark-to-market av derivater	-	-	26	12					
Rentebærende kortsiktige gjelsforpli	142	184	173	109					
Forpliktelser relatert til investeringer	-	-	58	-					
Derivater	-	-	41	8					
Rentebærende gjeld i alt	995	1,159	1,679	1,530					
Rentebærende aktiver									
Investeringer i assosierte virksomhet	-	-	187	189					
Rentebærende langsiktige tilgodehav	347	478	925	723					
Kontanter og bankinnskudd	76	118	166	99					
Andre annleggsaktiver	14	128	1	56					
Rentebærende aktiver i alt	438	724	1,279	1,066					
Netto rentebærende gjeld	557	435	400	464					
Egenkapital	719	709	815	832					
Investert kapital	1,276	1,144	1,215	1,295					
Konsensusestimater		3%	12%	10%					
Forecasting	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Omsetning					10%	-2%	-3%	-4%	-5%
Bruttofortjeneste/Omsetning	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%
EBITDA/Omsetning	87%	87%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
EBIT/Omsetning	47%	38%	43%	57%	50%	50%	50%	50%	50%
NOPAT/Omsetning	44%	46%	34%	48%	41%	45%	43%	44%	44%

Skatteberegning	2014	2015	2016	2017
Marginal skattesats	0.27	0.27	0.25	0.24
Rapportert skatt	-3	25	-17	-20
Netto finansielle kostnader	-13	-18	-29	-30
Skatteskjold	3	5	7	7
Skatt på driften	-6	20	-24	-27

DuPont dekomponering	2014	2015	2016	2017
-----------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------

ROE	17.53%	15.83%	17.65%	24.36%
ROIC	0.09	0.09	0.10	0.14
FGEAR	0.77	0.61	0.49	0.56
Spread	0.11	0.12	0.15	0.19

ROIC	9.14%	8.64%	10.08%	13.88%
EBIT	117	99	123	180
Invested Capital	1,276	1,144	1,215	1,295

FGEAR	0.77	0.61	0.49	0.56
Net-interest-bearing debt	557	435	400	464
Equity	719	709	815	832

Spread	10.83%	11.72%	15.42%	18.81%
ROIC	9.14%	8.64%	10.08%	13.88%
NBC	-1.69%	-3.09%	-5.34%	-4.94%

Net Borrowing Cost, NBC	-1.69%	-3.09%	-5.34%	-4.94%
Net financial expenses	-9	-13	-21	-23
Net-interest-bearing debt	557	435	400	464

Profit margin (EBIT-margin)	46.77%	38.49%	42.59%	57.05%
EBIT	117	99	123	180
Operating revenues	249	257	288	315

Turnover rate	0.20	0.22	0.24	0.24
Operating revenues	249	257	288	315
Invested capital	1,276	1,144	1,215	1,295

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	152	143	152	142	139	131
Avskrivninger	103	-138	-135	-131	-126	-119
Delta NWC	26	3	-1	-1	-1	-2
Investeringer i anleggsaktiver	49	132	56	59	61	63
FCFF	-25	145	232	215	205	189

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	145	232	215	205	1,306
PV	132.93	193.34	164.35	143.10	

PV FCFF	633.72
PV Terminal	910.59

EV	1,544
NIBD	464

Verdi av EK	1,081
# aksjer	159.35
Aksjekurs USD	6.78
Aksjekurs NOK	53.24301

31 Markedsverdi av gjeld

mio NOK

Aker Solutions	Maturity	Carrying amount	Time to maturity	Weight	Weighted time to maturity	Interest coupon	Weighted Interest rate
Unsecured bank loan	2019	1.239	2	0,40	0,7955	1,99%	0,79%
Unsecured Bond	2019	1.008	2	0,32	0,6472	4,99%	1,61%
Unsecured bank loan	2024	868	7	0,28	1,9506	11,10%	3,09%
Total		3.115			3,39		5,50%

mio NOK

Akator	Maturity	Carrying amount	Time to maturity	Weight	Weighted time to maturity	Interest coupon	Weighted Interest rate
Secured bank loan	2019	348	2	0,33	0,6699	3,01%	1,01%
Secured bank loan	2019	478	2	0,46	0,9201	3,74%	1,72%
Unsecured bank loan	2022	213	5	0,21	1,0250	8,15%	1,67%
Total		1.039			2,62		4,40%

mio NOK

Ocean Yield	Maturity	Carrying amount	Time to maturity	Weight	Weighted time to maturity	Interest coupon	Weighted Interest rate
Secured loans	2027	9.363	10	0,76	7,5545	4,225%	3,19%
Secured loans	2025	642	8	0,05	0,4144	4,75%	0,25%
Unsecured bond	2021	2.389	4	0,19	0,7710	6,00%	1,16%
Total		12.394			8,74		4,59%

mio NOK

Aker BioMarine	Maturity	Carrying amount	Time to maturity	Weight	Weighted time to maturity	Interest coupon	Weighted Interest rate
Secured bank loan	2023	1.010	6	0,70	4,2259	5,25%	3,70%
Other mortgage loan	2026	111	9	0,08	0,6967	5,20%	0,40%
Other loans	2019	313	1	0,22	0,2183	3,50%	0,76%
Total		1.434			5,14		4,86%

mio NOK

Aker BP	Maturity	Carrying amount	Time to maturity	Weight	Weighted time to maturity	Interest coupon	Weighted Interest rate
Unsecured Bond	2020	1.898	3	0,07	0,2039	7,65%	0,52%
Unsecured Bond	2022	3.227	5	0,12	0,5779	6,00%	0,69%
Secured RBL	2021	10.469	4	0,37	1,4996	4,80%	1,80%
Bridge Facility	2019	12.330	2	0,44	0,8831	3,05%	1,35%
Total		27.925			3,16		4,36%

32 Indekser og Beta

OBX Energy		
Dato	Lukke	Diff
31-12-2013	151,00	
31-01-2014	147,86	-2%
28-02-2014	156,84	6%
31-03-2014	162,28	3%
30-04-2014	169,22	4%
30-05-2014	177,31	5%
30-06-2014	182,78	3%
31-07-2014	173,41	-5%
29-08-2014	167,55	-3%
30-09-2014	162,29	-3%
31-10-2014	140,33	-14%
28-11-2014	123,90	-12%
31-12-2014	122,51	-1%
30-01-2015	118,64	-3%
27-02-2015	130,3602	10%
31-03-2015	126,40	-3%
30-04-2015	141,53	12%
29-05-2015	132,91	-6%
30-06-2015	127,25	-4%
31-07-2015	122,85	-3%
31-08-2015	113,14	-8%
30-09-2015	111,82	-1%
30-10-2015	120,65	8%
30-11-2015	121,92	1%
31-12-2015	110,77	-9%
29-01-2016	103,29	-7%
29-02-2016	109,98	6%
31-03-2016	113,91	4%
29-04-2016	125,63	10%
31-05-2016	119,83	-5%
30-06-2016	128,69	7%
29-07-2016	122,27	-5%
31-08-2016	122,98	1%
30-09-2016	124,38	1%
31-10-2016	127,47	2%
30-11-2016	137,59	8%
30-12-2016	151,69	10%
31-01-2017	147,32	-3%
28-02-2017	145,10	-2%
31-03-2017	142,44	-2%
28-04-2017	140,66	-1%
31-05-2017	142,16	1%
30-06-2017	134,68	-5%
31-07-2017	143,72	7%
31-08-2017	144,17	0%
29-09-2017	157,02	9%
31-10-2017	163,88	4%
30-11-2017	165,73	1%
29-12-2017	173,04	4%

OBX Hovedindeksen		
Dato	Lukke	Diff
31-12-2013	548,9	
31-01-2014	535,7	-2%
28-02-2014	555,7	4%
31-03-2014	562,0	1%
30-04-2014	578,4	3%
30-05-2014	605,3	5%
30-06-2014	617,9	2%
31-07-2014	612,3	-1%
29-08-2014	610,2	0%
30-09-2014	609,4	0%
31-10-2014	585,3	-4%
28-11-2014	566,3	-3%
31-12-2014	576,0	2%
30-01-2015	596,2	3%
27-02-2015	615,6	3%
31-03-2015	619,2	1%
30-04-2015	639,4	3%
29-05-2015	645,7	1%
30-06-2015	629,1	-3%
31-07-2015	638,9	2%
31-08-2015	594,1	-7%
30-09-2015	581,8	-2%
30-10-2015	615,2	6%
30-11-2015	628,8	2%
31-12-2015	610,3	-3%
29-01-2016	560,9	-8%
29-02-2016	572,5	2%
31-03-2016	577,8	1%
29-04-2016	606,3	5%
31-05-2016	617,3	2%
30-06-2016	602,9	-2%
29-07-2016	612,6	2%
31-08-2016	618,9	1%
30-09-2016	622,7	1%
31-10-2016	638,2	2%
30-11-2016	656,6	3%
30-12-2016	683,9	4%
31-01-2017	693,1	1%
28-02-2017	690,3	0%
31-03-2017	687,8	0%
28-04-2017	697,7	1%
31-05-2017	710,3	2%
30-06-2017	698,6	-2%
31-07-2017	732,5	5%
31-08-2017	739,9	1%
29-09-2017	783,1	6%
31-10-2017	807,0	3%
30-11-2017	796,8	-1%
29-12-2017	814,5	2%

Brent Crude		
Dato	Lukke	Diff
31-12-2013	89,14	
31-01-2014	91,37	3%
28-02-2014	92,99	2%
31-03-2014	93,17	0%
30-04-2014	93,59	0%
30-05-2014	95,45	2%
30-06-2014	99,2	4%
31-07-2014	99,24	0%
29-08-2014	97,19	-2%
30-09-2014	94,19	-3%
31-10-2014	91,42	-3%
28-11-2014	83,67	-8%
31-12-2014	75,48	-10%
30-01-2015	72,25	-4%
27-02-2015	75,61	5%
31-03-2015	70,14	-7%
30-04-2015	73,77	5%
29-05-2015	73,04	-1%
30-06-2015	71,27	-2%
31-07-2015	65,21	-9%
31-08-2015	66,57	2%
30-09-2015	59,94	-10%
30-10-2015	61,56	3%
30-11-2015	57,22	-7%
31-12-2015	51,92	-9%
29-01-2016	47,28	-9%
29-02-2016	46,12	-2%
31-03-2016	48,64	5%
29-04-2016	52,13	7%
31-05-2016	54,44	4%
30-06-2016	55,43	2%
29-07-2016	50,64	-9%
31-08-2016	52,32	3%
30-09-2016	55,02	5%
31-10-2016	54,08	-2%
30-11-2016	55,49	3%
30-12-2016	58,4	5%
31-01-2017	56,2	-4%
28-02-2017	56,44	0%
31-03-2017	53,93	-4%
28-04-2017	52,99	-2%
31-05-2017	51,94	-2%
30-06-2017	50,81	-2%
31-07-2017	53,41	5%
31-08-2017	53,35	0%
29-09-2017	55,99	5%
31-10-2017	59,84	7%
30-11-2017	61,63	3%
29-12-2017	65,78	7%

Aker ASA		
Dato	Lukke	Diff
31-12-2013	222	
31-01-2014	187,5	-16%
28-02-2014	197,5	5%
31-03-2014	193,5	-2%
30-04-2014	201	4%
30-05-2014	221	10%
30-06-2014	242	10%
31-07-2014	241	0%
29-08-2014	228	-5%
30-09-2014	211	-7%
31-10-2014	164,5	-22%
28-11-2014	152,5	-7%
31-12-2014	164,5	8%
30-01-2015	165	0%
27-02-2015	176	7%
31-03-2015	176,5	0%
30-04-2015	169,5	-4%
29-05-2015	158,5	-6%
30-06-2015	169	7%
31-07-2015	170	1%
31-08-2015	149	-12%
30-09-2015	148	-1%
30-10-2015	167,5	13%
30-11-2015	171,5	2%
31-12-2015	164	-4%
29-01-2016	154	-6%
29-02-2016	158	3%
31-03-2016	154,5	-2%
29-04-2016	166	7%
31-05-2016	178,5	8%
30-06-2016	213	19%
29-07-2016	253	19%
31-08-2016	259	2%
30-09-2016	275	6%
31-10-2016	305	11%
30-11-2016	317	4%
30-12-2016	323	2%
31-01-2017	342	6%
28-02-2017	354	4%
31-03-2017	332	-6%
28-04-2017	326	-2%
31-05-2017	311	-5%
30-06-2017	274	-12%
31-07-2017	298	9%
31-08-2017	280	-6%
29-09-2017	327	17%
31-10-2017	370	13%
30-11-2017	367	-1%
29-12-2017	403	10%

Aker BP		
Dato	Lukke	Diff
31-12-2013	60,29	
31-01-2014	57,44	-5%
28-02-2014	58,84	2%
31-03-2014	56,67	-4%
30-04-2014	58,71	4%
30-05-2014	57,22	-3%
30-06-2014	60,56	6%
31-07-2014	69,5	15%
29-08-2014	63,75	-8%
30-09-2014	56,75	-11%
31-10-2014	43,6	-23%
28-11-2014	37,2	-15%
31-12-2014	39,87	7%
30-01-2015	32,2	-19%
27-02-2015	39,06	21%
31-03-2015	44,47	14%
30-04-2015	54,95	24%
29-05-2015	51,05	-7%
30-06-2015	55,5	9%
31-07-2015	50,1	-10%
31-08-2015	48,38	-3%
30-09-2015	47,5	-2%
30-10-2015	52,15	10%
30-11-2015	57,4	10%
31-12-2015	55,25	-4%
29-01-2016	52,6	-5%
29-02-2016	61	16%
31-03-2016	62	2%
29-04-2016	71,9	16%
31-05-2016	78,15	9%
30-06-2016	101,4	30%
29-07-2016	106,6	5%
31-08-2016	113,7	7%
30-09-2016	127,1	12%
31-10-2016	132,60001	4%
30-11-2016	138,39999	4%
30-12-2016	154,5	12%
31-01-2017	149,7	-3%
28-02-2017	147,5	-1%
31-03-2017	137,6	-7%
28-04-2017	145,7	6%
31-05-2017	138	-5%
30-06-2017	123,5	-11%
31-07-2017	148,39999	20%
31-08-2017	142	-4%
29-09-2017	154	8%
31-10-2017	187,8	22%
30-11-2017	195,7	4%
29-12-2017	201,89999	3%

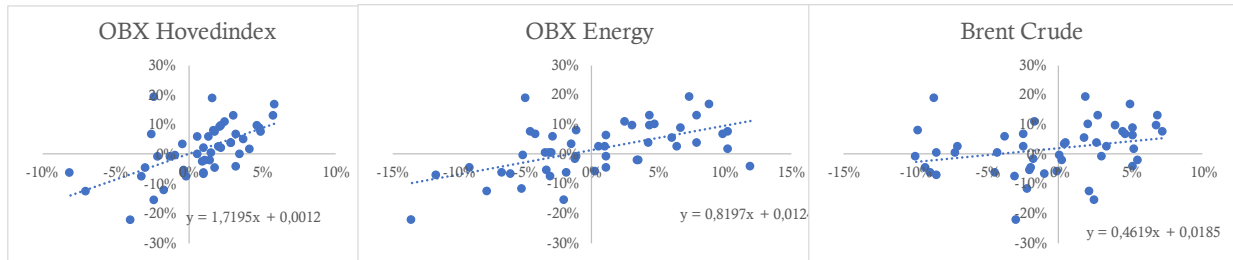
Akastor		
Dato	Lukke	Diff
31-12-2013	108,4	
31-01-2014	96	-11%
28-02-2014	100,9	5%
31-03-2014	93,25	-8%
30-04-2014	95,15	2%
30-05-2014	105	10%
30-06-2014	106,6	2%
31-07-2014	93,2	-13%
29-08-2014	93,8	1%
30-09-2014	64	-32%
31-10-2014	23,25	-64%
28-11-2014	21,09	-9%
31-12-2014	21,6	2%
30-01-2015	19	-12%
27-02-2015	17,96	-5%
31-03-2015	16,21	-10%
30-04-2015	14,7	-9%
29-05-2015	13,5	-8%
30-06-2015	13,9	3%
31-07-2015	11,05	-21%
31-08-2015	11,85	7%
30-09-2015	11	-7%
30-10-2015	11,1	1%
30-11-2015	11,85	7%
31-12-2015	12	1%
29-01-2016	8,73	-27%
29-02-2016	6,98	-20%
31-03-2016	8,75	25%
29-04-2016	11,2	28%
31-05-2016	9,5	-15%
30-06-2016	9,29	-2%
29-07-2016	8,37	-10%
31-08-2016	8,79	5%
30-09-2016	8,51	-3%
31-10-2016	11,4	34%
30-11-2016	12,4	9%
30-12-2016	16,2	31%
31-01-2017	14,8	-9%
28-02-2017	12,8	-14%
31-03-2017	12,95	1%
28-04-2017	12,7	-2%
31-05-2017	11,55	-9%
30-06-2017	13,75	19%
31-07-2017	16	16%
31-08-2017	15,3	-4%
29-09-2017	17,4	14%
31-10-2017	18,8	8%
30-11-2017	17,4	-7%
29-12-2017	16,4	-6%

Aker Solutions		
Dato	Lukke	Diff
31-12-2013		
31-01-2014		
28-02-2014		
31-03-2014		
30-04-2014		
30-05-2014		
30-06-2014		
31-07-2014		
29-08-2014		
30-09-2014	64	
31-10-2014	43,7	-32%
28-11-2014	42,1	-4%
31-12-2014	41,55	-1%
30-01-2015	37,84	-9%
27-02-2015	43	14%
31-03-2015	41,97	-2%
30-04-2015	45,88	9%
29-05-2015	45,62	-1%
30-06-2015	44	-4%
31-07-2015	32,54	-26%
31-08-2015	34,5	6%
30-09-2015	29,44	-15%
30-10-2015	34	15%
30-11-2015	37,49	10%
31-12-2015	30,3	-19%
29-01-2016	26,1	-14%
29-02-2016	25,9	-1%
31-03-2016	26,6	3%
29-04-2016	30,9	16%
31-05-2016	29,2	-6%
30-06-2016	35,5	22%
29-07-2016	35,21	-1%
31-08-2016	36,84	5%
30-09-2016	37,38	1%
31-10-2016	38,03	2%
30-11-2016	38,29	1%
30-12-2016	41,37	8%
31-01-2017	44,34	7%
28-02-2017	48,53	9%
31-03-2017	51,75	7%
28-04-2017	49	-5%
31-05-2017	41,65	-15%
30-06-2017	37,71	-9%
31-07-2017	39,37	4%
31-08-2017	36,29	-8%
29-09-2017	42,14	16%
31-10-2017	44,82	6%
30-11-2017	41,23	-8%
29-12-2017	46,19	12%

Kværner		
Dato	Lukke	Diff
31-12-2013	11,5	
31-01-2014	12	4%
28-02-2014	12,9	8%
31-03-2014	12,8	-1%
30-04-2014	11,9	-7%
30-05-2014	11,8	-1%
30-06-2014	12,6	7%
31-07-2014	11	-13%
29-08-2014	10,65	-3%
30-09-2014	10,6	0%
31-10-2014	8,92	-16%
28-11-2014	8,68	-3%
31-12-2014	8,89	2%
30-01-2015	9,04	2%
27-02-2015	7,81	-14%
31-03-2015	6	-23%
30-04-2015	5,9	-2%
29-05-2015	5,43	-8%
30-06-2015	4,93	-9%
31-07-2015	4,7	-5%
31-08-2015	4,05	-14%
30-09-2015	3,92	-3%
30-10-2015	5,34	36%
30-11-2015	8,34	56%
31-12-2015	8,22	-1%
29-01-2016	6,71	-18%
29-02-2016	6,25	-7%
31-03-2016	7,05	13%
29-04-2016	7,99	13%
31-05-2016	7,81	-2%
30-06-2016	7,6	-3%
29-07-2016	7,93	4%
31-08-2016	7,99	1%
30-09-2016	9,68	21%
31-10-2016	10,85	12%
30-11-2016	10,3	-5%
30-12-2016	12,1	17%
31-01-2017	10,85	-10%
28-02-2017	11,2	3%
31-03-2017	10,8	-4%
28-04-2017	11,2	4%
31-05-2017	11	-2%
30-06-2017	10,2	-7%
31-07-2017	11,45	12%
31-08-2017	11,15	-3%
29-09-2017	12,8	15%
31-10-2017	15,6	22%
30-11-2017	15,5	-1%
29-12-2017	15,8	2%

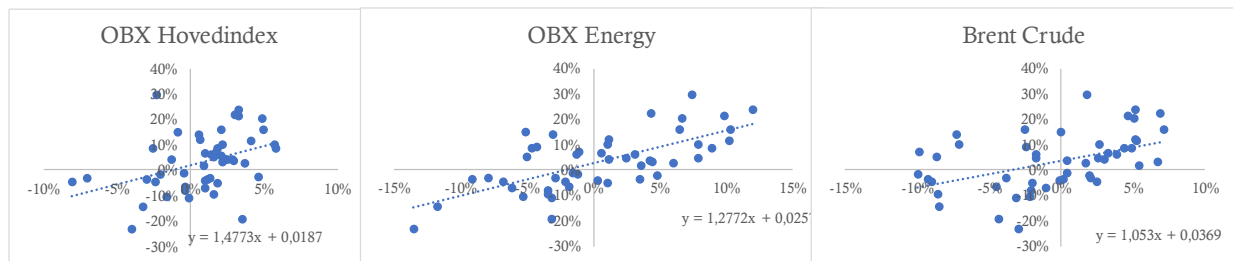
Ocean Yield		
Dato	Lukke	Diff
31-12-2013	34,7	
31-01-2014	34	-2%
28-02-2014	38,4	13%
31-03-2014	36,7	-4%
30-04-2014	36,2	-1%
30-05-2014	38,8	7%
30-06-2014	39,5	2%
31-07-2014	42,4	7%
29-08-2014	41,7	-2%
30-09-2014	43,2	4%
31-10-2014	41,3	-4%
28-11-2014	42,8	4%
31-12-2014	44	3%
30-01-2015	47	7%
27-02-2015	47	0%
31-03-2015	51,75	10%
30-04-2015	56,5	9%
29-05-2015	55	-3%
30-06-2015	61,5	12%
31-07-2015	66,75	9%
31-08-2015	63,5	-5%
30-09-2015	65	2%
30-10-2015	68,5	5%
30-11-2015	73	7%
31-12-2015	68,5	-6%
29-01-2016	60	-12%
29-02-2016	47	-22%
31-03-2016	55,5	18%
29-04-2016	54,5	-2%
31-05-2016	53,25	-2%
30-06-2016	60,5	14%
29-07-2016	69,25	14%
31-08-2016	67	-3%
30-09-2016	65,75	-2%
31-10-2016	69	5%
30-11-2016	68,5	-1%
30-12-2016	65	-5%
31-01-2017	62,5	-4%
28-02-2017	60	-4%
31-03-2017	61	2%
28-04-2017	64,5	6%
31-05-2017	64,25	0%
30-06-2017	65,25	2%
31-07-2017	67	3%
31-08-2017	68,25	2%
29-09-2017	71,5	5%
31-10-2017	72,75	2%
30-11-2017	68,25	-6%
29-12-2017	69,5	2%

Aker ASA



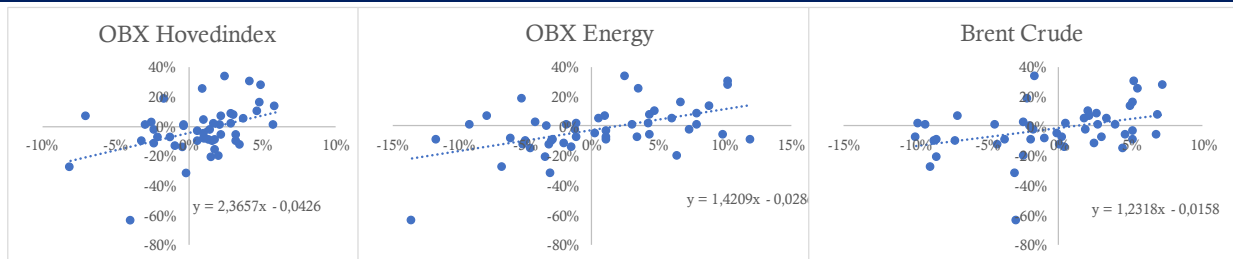
Gjennomsnitt 1,000366667

Aker BP



Gjennomsnitt: 1,4773

Akastor



Gjennomsnitt 1,6728



33 Aker ASA Ny DCF

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	2,713	445	629	1,046	1,182	800
Avskrivninger	-9,167	-6,406	-6,563	-6,432	-6,303	-6,240
Delta NWC	2041	1560	-655	-642	-629	-308
Investeringer i anleggsaktiver	-712	991	1,020	1,051	1,082	1,115
FCFF	10,551	4,300	6,827	7,069	7,032	6,233

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	4,300	6,827	7,069	7,032	79,517
PV	4,024.68	5,981.18	5,796.54	5,397.27	

PV FCFF	21,199.67
PV Terminal	61,030.78

EV	82,230.45
NIBD	31,200

Verdi av EK	51,030.45
# aksjer	74.32
Aksjekurs NOK	686.61

<i>WACC</i>	6.84%
<i>g</i>	-1.00%

34 Aker BP Ny DCF

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	433,491	463,618	556,341	584,158	613,366	625,634
Avskrivninger	-779,019	-463,618	-556,341	-584,158	-613,366	-625,634
Delta NWC	729,257	182,514	219,017	65,705	68,990	28,976
Investeringer i anleggsaktiver	1,408,235	1,885,015	2,262,018	678,605	712,536	299,265
FCFF	-924,982	-1,140,294	-1,368,352	424,006	445,207	923,026

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	-1,140,294	-1,368,352	424,006	445,207	18,613,406
PV	-1,066,104.10	#####	346,514.20	340,167.86	

PV FCFF	-1,575,511.86
PV Terminal	14,221,899.57

EV	12,646,387.71
NIBD	3,113,860

Verdi av EK	9,532,528
# aksjer	360,100
Aksjekurs \$	26.47
Aksjekurs NOK	218.13

35 Aker Solutions Ny DCF

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	370	569	386	309	248	261
Avskrivninger	-948	-955	-797	-677	-517	-519
Delta NWC	-59	42	-133	-158	-125	5
Investeringer i anleggsaktiver	358	-	-	-	-	-
FCFF	1,617	1,482	1,315	1,144	890	776

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	1482.17	1315.48	1144.10	889.96	13831.02
PV	1390.30	1157.45	944.27	688.98	

PV FCFF	4181.00
PV Terminal	10707.61

EV	14888.61
NIBD	995.00

Verdi av EK	13893.61
# aksjer	272.04
Aksjekurs NOK	51.07

WACC	6.60814683%
g	1%

36 Kværner Ny DCF

Cash Flow statement	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	508.0	271.4	291.5	217.1	192.9	164.8
Avskrivninger	-106.0	-147.6	-98.9	-93.1	-73.6	-66.7
Delta NWC	951.0	112.0	93.7	78.5	65.7	40.5
Investeringer i anleggsaktiver	-33.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCFF	-304.0	307.0	296.7	231.7	200.9	191.0

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	307.00	296.68	231.70	200.89	1032.61
PV	288.26	261.56	191.81	156.15	

PV FCFF	897.78
PV Terminal	802.65

EV	1700.43
NIBD	-2826.00

Verdi av EK	4526.43
# aksjer	269.00
Aksjekurs NOK	16.83

WACC	6.500665%
g	-12%

37 Akastor Ny DCF

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	-557	-634	-722	-758	-788	-796
Avskrivninger	-612	-930	-1,190	-1,126	-1,209	-1,239
Delta NWC	-27	145	165	68	57	15
Investeringer i anleggsaktiver	-1,014	-	-	-	-	-
FCFF	1,096	151	303	300	364	428

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	151	303	300	364	6,065
PV	139.47	259.34	238.13	266.85	

PV FCFF	903.78
PV Terminal	4,449.36

EV	5,353
NIBD	1,702

Verdi av EK	3,651
# aksjer	274.00
Aksjekurs NOK	13.33

38 Ocean Yield Ny DCF

Cash Flow statement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	152	143	152	142	139	131
Avskrivninger	103	-138	-135	-131	-126	-119
Delta NWC	26	3	-1	-1	-1	-2
Investeringer i anleggsaktiver	49	132	56	59	61	63
FCFF	-25	145	232	215	205	189

DCF-modell	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	145	232	215	205	1,681
PV	136.96	205.25	179.76	161.26	

PV FCFF	683.22
PV Terminal	1,320.71

EV	2,004
NIBD	464

Verdi av EK	1,540
# aksjer	159.35
Aksjekurs USD	9.67
Aksjekurs NOK	75.884832

<i>WACC</i>	6.22257%
<i>g</i>	-5.00%

39 Aker ASA Historie

Aker kjøper moss verft og begynner dermed sin skipsbyggingvirksomhet.	1961
	1966 Aker entrer oljeindustrien med å etablere Aker Drilling Company Lt. De bygger da også sitt første boreskip, som får navnet Drillship
Åtte Kværneransatte etablerer Kværner engineering	1966
	1967 Kværner reorganiserer sine datterselskap til Kværner Industrier. Virksomheten ønsker å satse nasjonalt og internasjonalt på offshore og vannkraft
Aker Mekaniske Verksted bygger den flytende plattformen Ocean Viking, og finner med den Ekofisk, et av tidenes største oljefelt offshore. Produksjon starter i 1971	1969
	1970 Moss Verft har møtt sin maksimale kapasitet, og erstattes av Rosenberg Verft i Stavanger. Her starter Aker produksjon av de nå velkjente "kuletankerne" for frakt av naturgass.
Aker Mekaniske Verksted etableres i Verdal, som en spesialsatsning på verkstedsaktivitet for oljeindustrien	1971
	1973 Norge begynner produksjon av den første offshore betongkonstruksjonen, som skal bli et velbrukt konsept for offshore oljevirksohmet i nordsjøen i årene fremover
Aker H-3 bliver utviklet og bygget. Det er per dags dato en av de mest vellykkede og populære boreplattformene bygget, med totalt 37 slike plattformer hvorav de fleste	1973
	1974 Kværner etablerer et stålkonstruksjonsverft i Egersund, og satser ytterligere på oljeindustrien
Aker er bidragsyter i utviklingen av verdens første condeep-plattform, på plattformen Beryl A. Aker står for bygging av plattformdekket.	1975
	1984 Kværner oppretter en egen forsknings og utviklingsavdeling, som fører med seg store fremskritt innen subseateknologi. Blant deres suksesshistorier er sjøbunnanlegget "Clamp Connector"
Aker kjøper opp Astrup Høyer for å øke kapasiteten for å håndtere større byggeprosjekter. 1988 kjøper de også opp Norwegian Contractors og blir verdensledende på	1986
	1987 Aker fusjonerer med Norcem, et norskbasert sement og byggevarekonsern. Virksomheten ble i 1999 igjen skilt ut og solgt i 1999.
Aker begynner byggingen av verdens høyeste menneskapte konstruksjon som er flyttet. Plattformen Troll A er 472 meter høy og veier 656 tusen tonn.	1991
	1991 Plattformen sleipner synker ved Stavanger under en prøvenedsenkning.
Oljeplattformen Odin tas ut av drift, som den første plattformen i Nordsjøen. Aker utfører arbeidet med å fjerne plattformen.	1996
	1996 Kjell Inge Røkke blir hovedeier i Aker gjennom RGI. RGI og Aker blir senere fusjonert.
Fusjonen mellom Aker og RGI gjennomføres, og Aker får en viktig posisjon innen fiskeri. RGI gir også Aker betydelige investeringer i eiendom og skipsverft.	1997
	2000 Genom datterselskapet Aker Maritime kjøper Aker en større aksjepost i Kværner. Dette markerer starten på en konsolidering og restrukturering av norsk leverandørindustri til olje og
En likviditetskrise i Kværner leder til en omstrukturering som etterlater Aker som virksomhetens største aksjonær.	2001
	2002 Aker og Kværner fusjonerer, og blir til Aker Kværner. Virksomheten vil senere bli kjent som Aker Solutions.
Aker og Kværner fusjonerer sine skipsverft, som sammen blir hetende Aker Yards. Når virksomheten noteres, er det Europas største verftskonsern.	2004
	2004 Aker fiskerivirksomhet reorganiseres under Aker Seafoods. Virksomheten noteres på børs i 2005
Aker blir introdusert på Oslo Børs i september 2004.	2004
	2005 Aker Drilling etableres, som operatør innen rigg. Virksomheten selges til Transocean i 2011.
Aker BioMarine etableres gjennom en sammenslåing av Aker's krillfangstaktiviteter rundt Argentina og Færøyene.	2006
	2007 Aker etablerer Aker Clean Carbon, med mål om å utvikle teknologi som fanger og lagrer CO2. Aker Clean Carbon blir senere et heleid datterselskap av Aker Solutions.
Aker Kværner endrer navn til Aker Solutions	2008
	2009 Aker Solutions leverer verdens første offshore gassmottaksterminal for LNG, som alene dekker 10% av Italias gassbehov.
Aker Solutions leverer to H-6e, noen av verdens største og mest robuste borerigger.	2009
	2009 Aker rendyrkes som en industriell investeringsvirksomhet, som skal ha en aktiv rolle i utviklingen av industrivirksomheter og gjennomføringen av industrielle transaksjoner, oppkjøp og fusjoner.
Aker Exploration og Det Norske Oljeselskap fusjonerer, og har Aker som største eier i den sammenslåtte virksomheten.	2009
	2010 Aker Solutions bygger verdens første undervanns gasskompresjonssystem på Åsgardfeltet.
Aker Solutions blir fokusert som en rendyrket leverandør til olje og gassindustrien	2011
	2011 Kværner etableres på nytt, ved at EPC-virksomheten i Aker Solutions utfisjoneres. Virksomheten noteres på Oslo Børs i 2011.
Det Norske er med på funnet av Johan Sverdrup i Nordsjøen, årets største oljefunn globalt.	2011
	2011 Aker ASA kjøper et tomtområde utenfor Oslo til en verdi av 780 millioner NOK. Aker har som ambusjon å utvikle hele arealet, omtalt som "Fornebu Porten"
Aker Seafoods deles inn i 2 virksomheter. Aker Seafoods AS blir et rendyrket tråleri, mens fordeling og salg skilles ut til virksomheten Norway Seafoods Group AS.	2012
	2012 Aker samler sine skipseiende virksomheter til Ocean Yield. Virksomheten etableres med mål om å bidra med stabil kontantstrøm til Aker i fremtiden.
Aker Solutions splittes inn i to virksomheter, Aker Solutions og Akastor. Akastor inneholder alle oljeserviceinvesteringer, mens Aker Solutions kun fokuserer på sin egen operasjonelle	2014
	2014 Det Norske kjøper opp Marathon Oil Norge AS.
Aker selger sine aksjer i Havfisk og Norway Seafoods til Lerøy.	2016

40 Market Risk Premium, Norway

Land	Verdensdel	Rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign CDS, net of US	Total Equity Risk Premium2	Country Risk Premium3
Abu Dhabi	Middle East	Aa2						
Norway	Western Europe	Aaa	0.000%	5.080%	0.00%	0.000%	5.08%	0.000000000000%