

VURDERING AV AKER SOLUTIONS' KJØP AV VIRKSOMHETER FRA AKER

FINANSIELLE OG STRATEGISKE IMPLIKASJONER

 **Pareto** Securities AS

10. MAI 2009

Disclaimer

Denne rapport ("Rapporten") er utarbeidet av Pareto Securities AS' ("Pareto Securities") Corporate Finance avdeling kun for informasjonshensyn i forbindelse med vurdering av Aker Solutions ASAs ("Aker Solutions") kjøp av virksomheter fra Aker ASA ("Aker"), som ble annonsert 2. april 2009 ("Transaksjonene"). Rapporten er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Rapporten er utarbeidet i henhold til og regulert av inngått mandatavtale mellom Pareto Securities og Nærings- og handelsdepartementet ("NHD") datert 11. april 2009 ("Mandatavtalen"), og kan kun benyttes i tråd med Mandatavtalen.

Rapporten har ikke blitt gjennomgått av eller registrert hos av noen offisiell myndighet eller børs.

Rapporten inneholder en verddivurdering som etter Pareto Securities skjønn representerer rimelige verdier av de eiendeler Aker Solutions anskaffer og er utarbeidet på basis av markedsmessige forutsetninger foretatt av Pareto Securities, slik de var gjeldende per annonseringstidspunktet for Transaksjonen.

Verddivurderingene er enkelte steder basert på uttrykkelige faktiske forutsetninger (i tillegg til den fremtidsrettede informasjon som ligger til grunn, inkludert fremtidige regnskapsmessige estimater). Brudd på disse faktiske forutsetningene vil kunne ha konsekvenser for verddivurderingene. Verddivurderingene er basert på et sett av verdsettelsesmetoder og verdianslagene er basert på en sammenstilling av disse, ut fra Pareto Securities' profesjonelle vurdering. En endring i vektleggingen av metodene vil kunne ha konsekvenser for verddivurderingene. Verdsettelsesmetodene krever et visst minimum av informasjonskvalitet for å ha utsagnskraft, og derfor har Pareto Securities konkludert med at det for et selskap ikke foreligger tilstrekkelig grunnlag for å fastsette en verdi. I forhold til øvrige kan det foreligge usikkerhet knyttet til tilsvarende faktorer.

Rapporten inneholder fremtidsrettet informasjon utarbeidet av Pareto Securities, inkludert estimater og forventninger til Aker Solutions og de virksomheter som omfattes av Transaksjonens fremtidige finansielle posisjon, forretningsstrategi, planer og mål. Slike fremtidsrettede utsagn involverer både kjente og ukjente risiki, usikkerheter og andre faktorer som kan avvike fra forventet utvikling og endre de endelige resultatene eller utviklingen til Aker Solutions og de virksomheter som omfattes av Transaksjonen. Slike fremtidsrettede utsagn er basert på mangfoldige forutsetninger vedrørende Aker Solutions og de virksomheter som omfattes av Transaksjonens nåværende og fremtidige forretningsstrategi og den industrien de opererer i.

Videre i denne Rapporten er det utarbeidet og presentert figurer og tabeller. Estimaten som er vist i disse figurene og tabellene er, der det fremgår, utarbeidet av Pareto Securities Corporate Finance og er basert på offentlig tilgjengelige historiske tall og informasjon. Estimaten er underlagt potensielle risiki, usikkerhetsmomenter og andre forhold som kan forårsake faktiske hendelser å avvike fra forventet utvikling. Vennligst vær oppmerksom på at informasjonen i tabellene og figurene ikke kan brukes utover å vurdere innholdet i denne Rapporten.

Pareto Securities og/eller ansatte kan ha investeringer i de selskaper/finansielle instrumenter som er nevnt i denne Rapport, og kan til enhver tid beslutte å selge eller kjøpe ytterligere finansielle instrumenter. Pareto Securities kan også ha andre finansielle interesser i transaksjoner som involverer disse selskapene/finansielle instrumenter. Pareto Securities kan ha vært eller har vært rådgiver for flere av selskapene nevnt i denne Rapport. Vennligst se www.pareto.no, for en oversikt over Pareto Securities og/eller de ansattes posisjoner i finansielle instrumenter samt oversikt over hvilke selskaper Pareto Securities har levert finansielle tjenester til de siste 12 måneder.

Rapporten er datert 10. mai, 2009. Distribusjon av denne Rapport skal skje i henhold til Mandatavtalen og skal ikke under noen omstendighet gi uttrykk for at det ikke kan ha skjedd forandringer vedrørende forhold som er beskrevet i Rapporten, etter annonseringstidspunktet for Transaksjonen. Det tas således forbehold om at vesentlige forhold inntruffet etter denne dato kan ha betydning for vurderingen av Transaksjonene.

Eventuelle tvister som måtte oppstå vedrørende denne Rapporten er regulert av Mandatavtalen.

1 INNLEDNING OG SAMMENDRAG

Aker Solutions ASA ("Aker Solutions")¹ annonserte 2. april i år at de kjøper eierandeler i fire selskaper fra Aker ASA ("Aker"), samt øker sin eierandel i et selskap gjennom en rettet emisjon, samlet omtalt som ("Transaksjonene"). Aker er den største eier i Aker Solutions, via sitt eierskap i Aker Holding AS ("Aker Holding").

1.1 Oppdrag

Pareto Securities AS' ("Pareto Securities") oppdrag har vært å gå gjennom de finansielle aspektene ved Transaksjonene, inkludert spørsmål knyttet til verdsettelse og de forretningsmessige og strategiske implikasjonene av Transaksjonene. Våre vurderinger presenteres således i denne rapporten datert 10. mai 2009 ("Rapporten"). Vi har ikke vurdert forhold som berører juridiske eller prosessmessige anliggender.

Verdivurderingene er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, herunder Aker Solutions' melding vedrørende Transaksjonene 2. april i år. Verdivurderingene tar utgangspunkt i den informasjon som var kjent 2. april i år, samt supplerende informasjon fra Aker Solutions og andre som har blitt offentliggjort i etterkant. Vi har også hatt samtaler med ledelsen i Aker Solutions og Aker Oilfield Services AS ("Aker Oilfield Services").

Rapporten er utarbeidet av Pareto Securities Corporate Finance avdeling. Pareto Securities analyseavdeling for børsnoterte egenkapitalinstrumenter har ikke vært involvert i utarbeidelse av Rapporten.

1.2 Sammendrag

Dette sammendraget er utarbeidet som en introduksjon til denne Rapporten, og er bare et utdrag av den mer detaljerte informasjonen som er presentert i Rapportens øvrige kapitler. Dette sammendraget må leses i sammenheng med disse øvrige kapitlene.

1.2.1 Industrielle og strategiske vurderinger

Vi har vurdert Transaksjonenes industrielle og strategiske implikasjoner for Aker Solutions. Våre konklusjoner med hensyn til de respektive anskaffelsene er oppsummert nedenfor.

Aker Oilfield Services

Aker Solutions var forut for Transaksjonene en stor aksjonær i Aker Oilfield Services, med 32 % eierandel, og var også en av grunnleggerne. Vår oppfatning er at oppkjøpet er innenfor Aker Solutions' fokusområde, og vil både styrke og utvide produkt- og tjenestesortimentet innenfor brønnintervensjon.

Aker DOF Deepwater AS ("Aker DOF Deepwater")

Aker Solutions' kjøp av Akeres 50 % andel i Aker DOF Deepwater begrunnes med å styrke Aker Marine Contractors ("AMC"), et heleid datterselskap av Aker Solutions, sin posisjon innen installasjonsarbeid på dypt vann, marine operasjoner og støttetjenester for olje & offshore sektoren. Selv om fartøyene som anskaffes er attraktive mellomstore ankerhåndteringsfartøy, mener vi imidlertid at det ikke er strategisk riktig for Aker Solutions å eie skip av denne typen. Det er også denne transaksjonen som etter vår oppfatning har blitt sterkest kritisert fra et strategisk perspektiv blant både finansielle og industrielle markedsaktører.

¹ Aker Solutions benyttes i Rapporten generelt som betegnelse for Aker Solutions gruppen. Enkelte steder fremgår skillet mellom Aker Solutions ASA og datterselskapet Aker Solutions AS, ved at selskapsformen spesifiseres (ASA / AS).

ODIM ASA ("ODIM")

Kort oppsummert finner vi at ODIM er et godt supplement til Aker Solutions' virksomheter innen Subsea og Products & Technology divisjonene. Vi setter likevel spørsmålstegn ved at Aker Solutions kun erverver 33 % av ODIM da dette ikke gir operativ kontroll og dermed ikke muligheter for å realisere fulle synergieffekter. På den annen side kan dette være første steg i en full overtagelse av ODIM.

Midsund Bruk AS ("Midsund Bruk")

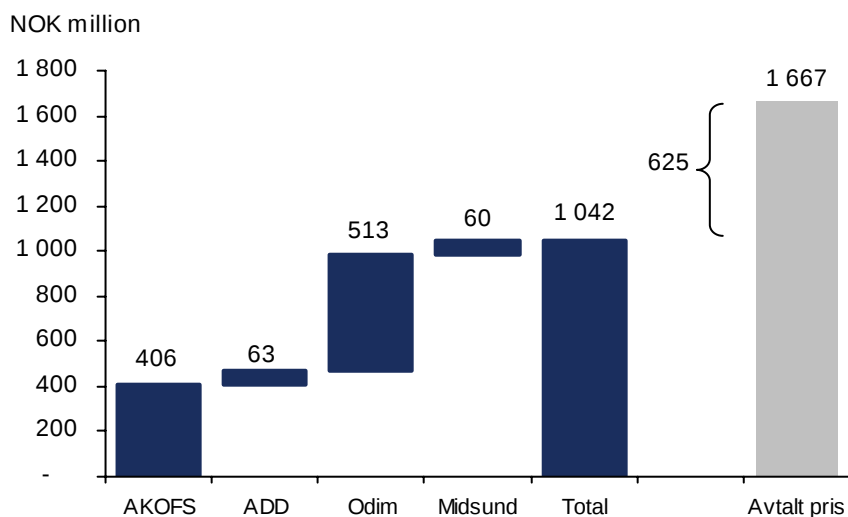
Midsund Bruk kan etter vår oppfatning potensielt utgjøre en naturlig del av Products & Technology divisjonen til Aker Solutions og bringe med seg en utvidelse av produktspekteret. Det skal imidlertid påpekes at omfanget av Midsund Bruks virksomhet er relativt ubetydelig for et selskap av Aker Solutions' størrelse. Selv om vi anser kjøpet av Midsund Bruk som tilstrekkelig industrielt forankret, er vi likevel av den oppfatning at dette ikke er en strategisk viktig transaksjon for Aker Solutions.

Aker Clean Carbon AS ("Aker Clean Carbon")

Det strategiske rasjonale for Aker Solutions' eierskap er etter vårt syn tilfredsstillende. Det finnes tilsynelatende synergier mellom Aker Clean Carbon og Aker Solutions, både når det gjelder kompetanse i forbindelse med videre utvikling av teknologien, og i en eventuell kommersiell fase.

1.2.2 Verdivurderinger

Funnene fra våre verdivurderinger oppsummeres i de to følgende figurer². Den første figuren viser summen av våre verdivurderinger av Transaksjonene, målt som verdi av aksjene som kjøpes, når vi legger nedre del av intervallet til grunn. Differansen mellom avtalt pris og våre verdivurderinger er i dette tilfellet på NOK 625 millioner.

Figur 1.2.2a: Verdivurdering av Transaksjonene (nedre del av intervall)

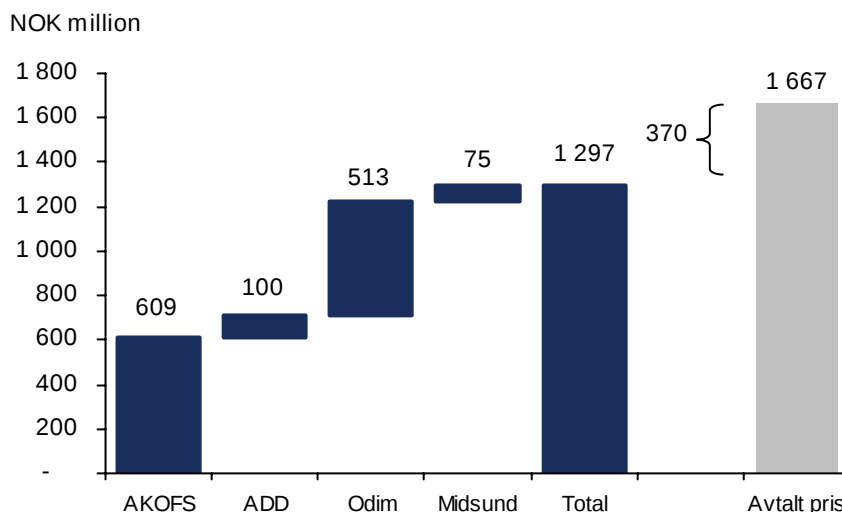
Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Redegjørelse fra Aker Solutions, 14. april 2009

Se tekst under Disclaimer vedrørende tabeller og figurer, side i, 6. avsnitt.

² Merk at Aker Clean Carbon er holdt utenfor illustrasjonene, da vi mener det ikke foreligger tilstrekkelig grunnlag for å verdivurdere selskapet.

Neste figur viser summen av våre verdivurderinger av Transaksjonene, målt som verdi av aksjene som kjøpes, når vi legger øvre del av intervallet til grunn. Differansen mellom avtalt pris og våre verdivurderinger er i dette tilfellet på NOK 370 millioner.

Figur 1.2.2b: Verdivurdering av Transaksjonene (øvre del av intervall)



Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Redegjørelse fra Aker Solutions, 14. april 2009

Se tekst under Disclaimer vedrørende tabeller og figurer, side i, 6. avsnitt.

Gjennomsnittlig forskjell mellom Pareto Securities' verdivurderinger og den avtalte prisen er på ca. NOK 500 millioner. Til sammenligning var kursfallet på NOK 1,6 milliarder i løpet av de to handledagene etter annonsering av Transaksjonene. Forskjellene mellom våre verdivurderinger og den avtalte prisen kan dermed ikke alene forklare kursfallet. Etter vår oppfatning skyldes kursfallet at følgende andre momenter også tillegges stor vekt blant markedsaktørene.

Lånekostnaden vil øke og tilgangen til kapital reduseres som følge av at Aker Solutions tar på seg betydelige investeringsforpliktelser

- Nybyggingsprogrammene i Aker Oilfield Services og Aker DOF Deepwater medfører en betydelig økning i investeringsforpliktelsene til Aker Solutions.
- Totalt økes fremtidig forventet investeringsbehov i perioden 2009 til 2012 fra ca. NOK 3,6 milliarder før Transaksjonene til ca. NOK 8,6 milliarder etter Transaksjonene.
- Det forventes en betydelig økning i selskapets nettogjeldsnivå som en følge av at oppkjøpet er 100 % gjeldsfinansiert.
- Vi forventer ikke at Transaksjonene vil gi betydelig positiv effekt på inntjeningen før i 2011.
- Vår vurdering er at alle sentrale kredittnøkkeltall vil påvirkes negativt som følge av Transaksjonene.
- Fitch Ratings satte Aker Solutions' BBB- kredittrating på "negative watch" som en følge av Transaksjonene. En nedgradering betraktes som alvorlig for Aker Solutions' fremtidige finansieringskostnader og tilgang til fremmedkapital.
- Det er etter vår vurdering sannsynlig at Aker Solutions' kredittrating vil nedgraderes til nivå BB+ som en følge av Transaksjonene.

- Dette vil påvirke betingelsene i obligasjonslånet som planlegges utstedt. I tillegg vil øvrige lån bli dyrere når eksisterende lån refinansieres eller når nye lån reises i markedet.

Enkelte ugunstige elementer knyttet til Transaksjonene fanges ikke opp av tallene i figurene

- Kjøpet av ODIM er beheftet med en profit split avtale hvor Aker skal ha 50 % av den salgssum som overstiger NOK 33 per aksje, dersom ODIM-aksjene videreselges i løpet av en 12 måneders periode.
- Det fremstår som urimelig at Aker Solutions alene skal skyte inn kapital i Aker Clean Carbon, når aktører i kapitalmarkedet gir uttrykk for at Aker Solutions i 2007 ga bort teknologien i bytte for en 30 % / 70 % eierandel i Aker Clean Carbon.

Brudd på god praksis for eierstyring og selskapsledelse

- Basert på vår verdivurdering kan ikke summen av de avtalte prisene i forbindelse med Transaksjonene forsvares, og Transaksjonene er således ugunstige for aksjonærene i Aker Solutions etter vår oppfatning. I lys av at avtalene er gjort mellom nærstående parter er dette særlig alvorlig.
- Markedsaktører har gitt uttrykk for at de frykter at tilsvarende ugunstige transaksjoner kan skje igjen.

INNHALDSFORTEGNELSE

1	Innledning og sammendrag	iii
2	Bakgrunn	2
3	Aker Solutions	8
4	Aker Oilfield Services	12
5	Aker DOF Deepwater	19
6	ODIM	26
7	Midsund Bruk	34
8	Aker Clean Carbon	39
9	Kredittrating og funding	43
10	Vedlegg	52

Vedlegg

Vedlegg 1: Aker Oilfield Services – avkastningskrav	V 1
Vedlegg 2: Aker DOF Deepwater – avkastningskrav	V 2
Vedlegg 3: ODIM – avkastningskrav	V 3
Vedlegg 4: Midsund Bruk – avkastningskrav	V 4
Vedlegg 5: Figur- og tabelloversikt	V 5

2 BAKGRUNN

2.1 De annonserte Transaksjonene

Aker Solutions annonserte 2. april i år at de kjøper eierandeler i fire selskaper fra Aker, samt øker sin eierandel i et selskap gjennom en rettet emisjon. Aker er den største eier i Aker Solutions, via sitt eierskap i Aker Holding.

Aker Solutions opplyste at samlet sett representerer Transaksjonene en investering på ca. NOK 2 milliarder for selskapet, hvorav ca. NOK 250 millioner er tilbakebetaling av aksjonærlån. Videre ble det opplyst at selskapene som overtas har et investeringsprogram de nærmeste årene på vel NOK 2,5 milliarder. I børsmeldingen fra Aker Solutions fremkom det også at de vil finansiere Transaksjonene og framtidige investeringer gjennom et nytt obligasjonslån på ca. NOK 2 milliarder, hvorav NOK 1,75 milliarder allerede var kommitert³. Transaksjonene er oppsummert i tabell 2.1a nedenfor.

Tabell 2.1a: Transaksjonsoversikt

Selskap	Transaksjonsbeskrivelse	Kjøpspris for aksjer	Tilbakebetaling av aksjonærlån
Aker Oilfield Services	Kjøp av av aksjer ikke allerede eid av Aker Solutions	NOK 878 millioner	NOK 154 millioner
Aker DOF Deepwater	Kjøp av Akers 50 % andel av aksjene	NOK 189 millioner	NOK 76 millioner
ODIM	Kjøp av 33 % av aksjene i ODIM fra Aker	NOK 513 millioner	-
Midsund Bruk	Kjøp av 100 % av aksjene fra Aker	NOK 88 millioner	-
Aker Clean Carbon	Økning av eierandel fra 30 til 50 % via rettet emisjon	NOK 43 millioner	-
Totalt		NOK 1 711 millioner	NOK 230 millioner

Kilde: Aker Solutions, pressemelding 2. april 2009

Transaksjonene har i etterkant blitt gjenstand for sterk kritikk, fra så vel et forretningsmessig som et juridisk perspektiv. Et hovedmoment i kritikken er at Transaksjonene er urimelig gunstige for Aker gruppen, og dermed ugunstige for Aker Solutions. Videre pekes det på at øvrige eiere i Aker Solutions burde vært nærere involvert i beslutningsprosessen, da Transaksjonene må anses å være mellom nærstående og burde således vært behandlet i generalforsamlingen i Aker Solutions.

³ Den 15. april 2009 meldte Aker Solutions at selskapet vil avholde en ekstraordinær generalforsamling for å godkjenne Akers tegning i obligasjonslånet og som en konsekvens av det vil utstedelsen av lånet bli forsinket til etter avholdt generalforsamling. Alle forpliktelser knyttet til lånet har også blitt hevet. 18. april 2009 sendte Aker Solutions i henhold til www.dn.no videre ut en pressemelding der det fremgikk at virksomhetene som er kjøpt fra Aker blir opprettholdt som selvstendige enheter inntil videre og at Aker har akseptert at oppgjøret for aksjene i de aktuelle selskapene ikke vil skje før i slutten av mai.

Slik generalforsamlingsbeslutning i Aker Solutions er en styresak i Aker Holding som de øvrige aksjonærene har vetorett ved. Transaksjonene er nærmere beskrevet nedenfor.

2.1.1 Aker Oilfield Services

Aker Capital AS og DOF Oilfield Services AS, et datterselskap av DOF Subsea AS, selger sine eierandeler på henholdsvis ca. 46 % og ca. 21 % i Aker Oilfield Services til Aker Solutions AS for henholdsvis NOK 601 millioner og NOK 277 millioner. Transaksjonen omfatter også aksjonærlån på henholdsvis NOK 131 millioner og NOK 23 millioner som overdras fra Aker Capital AS og DOF Oilfield Services AS til Aker Solutions AS. 2/3 av oppgjørssummen forfaller ved gjennomføringen av transaksjonen. Aker Capital AS har gitt en selgerkreditt for sitt beløp, med tidligste forfall 1. mai 2009. Det resterende beløpet forfaller 20. desember 2009 for både Aker Capital AS og DOF Oilfield Services AS.

Forut for transaksjonen ble byggekontrakten for ett av de to nybyggene eid av Aker Oilfield Services (Aker OSCV 06L, NB 718) kjøpt av Aker Ship Lease AS, et heleid datterselskap av Aker, for en kjøpspris tilsvarende kostpris på NOK 205 millioner. I forbindelse med denne transaksjonen er det inngått en avtale mellom Aker Ship Lease AS og AMC International AS, et heleid datterselskap av Aker Solutions AS, om et 10-års bare-boat charter. Det nevnes videre at Aker Solutions har en forståelse med Aker Ship Lease AS om en sale / leaseback for det siste nybygget eid av Aker Oilfield Services (Aker OSCV 06L, NB 719) tilsvarende avtalen som ble inngått for NB 718. Et slikt salg forventes å frigjøre ytterligere ca. NOK 160 millioner.

2.1.2 Aker DOF Deepwater

Aker Capital AS solgte 1. april 2009 sin eierandel på 50 % av Aker DOF Deepwater (tidligere Aker DOF Supply) til Aker Solutions AS for NOK 189 millioner. Transaksjonen omfatter også et aksjonærlån på NOK 76 millioner. Aker Capital AS har gitt en selgerkreditt for disse beløpene, med tidligste forfall 1. mai 2009.

Forut for transaksjonen solgte Aker DOF Deepwater en byggekontrakt for en PSV (Platform Supply Vessel) til DOF Rederi AS.

2.1.3 ODIM

Aker og Aker Invest II KS solgte 1. april 2009 til sammen 33,0 % av aksjene i ODIM til Aker Solutions AS for NOK 513 millioner, tilsvarende NOK 33 per aksje. Aker og Aker Invest II KS har gitt en selgerkreditt for dette beløpet, med tidligste forfall 1. mai 2009.

Fra dokumenter offentliggjort i Brønnøysundsregistrene fremkommer det videre at ved et eventuelt videresalg av aksjene innen 12 måneder, skal selgerne ha 50 % av den del av salgssummen som overstiger NOK 33 per aksje.⁴

2.1.4 Midsund Bruk

Aker Capital AS solgte 1. april 2009 sin eierandel på 100 % av aksjene i Midsund Bruk til Aker Solutions AS for NOK 88 millioner. Aker Capital AS har gitt en selgerkreditt for dette beløpet, med tidligste forfall 1. mai 2009.

2.1.5 Aker Clean Carbon

Aker Solutions øker sin eierandel i Aker Clean Carbon fra 30 % til 50 % gjennom en rettet emisjon, der Aker Solutions skyter inn NOK 43 millioner. Etter dette vil Aker og Aker Solutions hver eie 50 % av Aker Clean Carbon.

Det er videre inngått en ny aksjonæravtale for Aker Clean Carbon, hvor begge aksjonærene blant annet forplikter seg til å bidra med like store aksjonærlån til selskapet. Siden eksisterende eierlån

⁴ Endringsmeldinger til Brønnøysundsregistrene, 3. april 2009

er gitt i forhold til tidligere eierbrøk på 30 / 70, vil Aker Solutions ved senere lånebehov i Aker Clean Carbon måtte bidra med omtrent NOK 22 millioner for å utjevne denne forskjellen⁵.

2.2 Beslutningsprosessen – utvalgte kommentarer fra Aker Solutions og Aker

I børsmeldingen 2. april i år uttaler Aker Solutions at Aker og Aker Solutions har utvist ekstra aktsomhet i forhandlingene vedrørende Transaksjonene og at dette har skjedd i tråd med god praksis når det gjelder transaksjoner mellom nærstående parter. Det opplyses om at de fremforhandlede avtalene har vært gjenstand for behandling i de respektive selskapenes styrende organer, inkludert Akers revisjonsutvalg, og at en ekstern rådgiver, DnB NOR, har avgitt fairness opinions. I børsmeldingen uttaler videre Aker Solutions at avtalene har vært presentert for styret i Aker Holding.

Revisjonsutvalget i Aker har videre gjennomført en fornyet vurdering av prosessen for Transaksjonene mellom Aker og Aker Solutions. Redegjørelsen ble presentert 14. april. Revisjonsutvalget slo fast at etter utvalgets syn hadde selskapets styre og administrasjon opptrådt korrekt i forbindelse med salg av eiendeler til Aker Solutions. Dette gjaldt både prosessen for saksbehandling og selskapets egne vurderinger av eiendelenes verdi.

2.3 Kritikken som har oppstått

2.3.1 Finansielle og strategiske momenter

Kritikken som har oppstått har kommet fra flere hold, inklusive investorer, politikere, næringslivspressen og analysemiljøene i meglerhusene.

Fra analytikerkorpsets side har gjennomgangstonen vært entydig negativ. Så vidt vi er kjent med har ingen analytikere oppgradert sine anbefalinger for Aker Solutions' aksjer. Imidlertid har en rekke meglerhus nedgradert sine anbefalinger i tiden etter at Transaksjonene ble annonsert. De verbale konklusjonene vedrørende Transaksjonene har også hatt et entydig og negativt fokus. Tabellen nedenfor oppsummerer hvilke overskrifter og ratinger 13 ulike meglerhus har presentert.

⁵ Redegjørelse fra Aker Solutions, 15. april 2009

Tabell 2.3.1a: Oversikt analysedekning norske og internasjonale meglerhus

Meglerhus	Tittel / overskrift	Rating
Arctic Securities	Building its balance sheet through various acquisitions	Downgrade to Market Perform
Bank of America Merrill Lynch	Deals raise further questions about corporate governance	Retain Underperform
Barclays Capital	Justifying a discount	Retain Underweight
Carnegie	Our first impressions are negative	Neutral
SEB Enskilda	Transactions seem highly value destructive	Reiterate Hold
Fearnley Fonds	In total negative	Maintain negative bias
First Securities	Questionable acquisitions	Neutral
Fondsfinans	Acquisitions ruin a good investment case	Downgrade to Neutral
Goldman Sachs	Down to Neutral on acquisition announcement	Downgrade to Neutral
Handelsbanken	More risk and less focus	Downgrade to Reduce
J.P. Morgan	Acquisitions could be dilutive in 2009 and significantly reduce free cash flow	Overweight
Nordea	A NOK 2bn bite into the deepwater value chain	Downgrade to Hold
Pareto Securities ⁶	Aker transactions prompts downgrade	Downgrade to Hold

Kilde: Diverse publiserte analyser

I kommentarene fra analytikerkorpsset er det noen gjennomgangstemaer som vektlegges:

Prisen er for høy

Et grunnleggende moment er at prisen for Transaksjonene trekkes frem som høy. Eksempelvis settes det spørsmålsteget ved hvorfor to sentrale aktiva i Transaksjonene (Aker Oilfield Services og Aker DOF Deepwater) har en prising som er høyere enn for 12 måneder siden, når børsnoterte selskaper innenfor tilsvarende segmenter har falt sterkt i pris. Det pekes også på at Transaksjonene vil medføre svakere finansielle nøkkeltall de nærmeste årene, og at dette er et tankekors i lys av at ledelsen i Aker Solutions tidligere har uttrykt at inntjeningen i 2010 er preget av usikkerhet. Vedrørende ODIM mener enkelte at prisen er kurant, andre igjen setter spørsmålsteget ved hvorfor man betaler en premie for en minoritetspost.

Svekkede nøkkeltall og store investeringsprogram

De svekkede nøkkeltallene har også innvirkning på kontantstrømmen slik flere i analytikerkorpsset ser det. Fri kontantstrøm estimeres å bli redusert i en periode på 2–4 år. Dette er særlig et tankekors i lys av de investeringsforpliktelsene Aker Solutions påtar seg som følge av Transaksjonene. Som nevnt over har Aker Solutions selv opplyst at selskapene som overtas har et

⁶ Publisert av Pareto Securities' egenkapitalanalytiker.

investeringsprogram de nærmeste årene på vel NOK 2,5 milliarder. Flere analytikere mener at dette anslaget er for lavt, og i tillegg forbundet med stor usikkerhet. Fra analytikernes side har det blitt presentert flere anslag på gjenstående investeringer på nesten NOK 5 milliarder. De økte forpliktelsene har også medført at to kredittanalysemiljøer har plassert selskapet på negative watch, det vil si at de vurderer å nedgradere kredittratingen.

Strategisk rasjonale

I hovedsak er analytikerne positive til transaksjonen vedrørende Aker Oilfield Services og negative til Aker DOF Deepwater ut fra industrielle og strategiske vurderinger. Hva gjelder ODIM settes det fra enkelte spørsmålsteget ved hva man oppnår ved å anskaffe en minoritetspost. For øvrig er mange kommentarer av positiv art hva gjelder de industrielle linker mellom ODIM og Aker Solutions' øvrige aktiviteter. Flere analytikere er kritiske til anskaffelsen av Midsund Bruk.

Corporate governance og informasjonstilgang

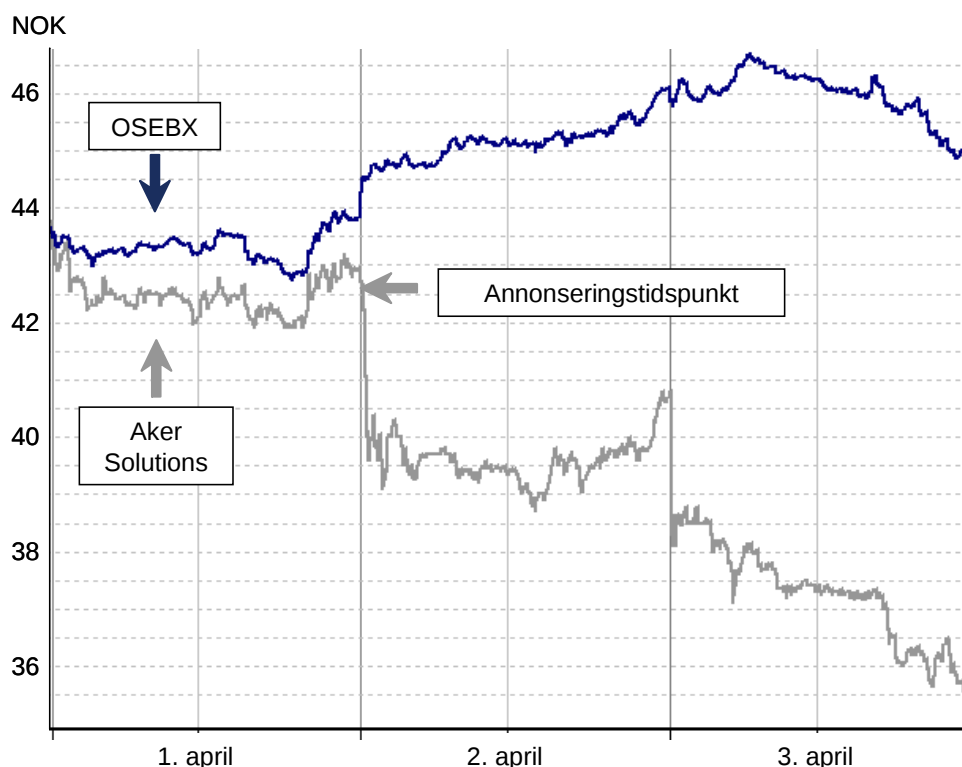
I tillegg til de forhold som direkte vedrører Transaksjonenes strategiske og finansielle forhold, uttrykkes det sterk bekymring for at Aker Solutions ikke ivaretar minoritetsaksjonærenes interesser. "*Limited financial disclosures for a series of related party transactions*", "*We simply can not rule out similar events in the future*" og "*Aker discount*" er bare noen av mange kommentarer og uttrykk som benyttes til å beskrive mistilliten. Det understrekes at i en transaksjon som involverer parter som må anses som nærstående er det særlig viktig å legge frem grundig informasjon som gjør at alle transaksjoner kan analyseres på selvstendig grunnlag.

Det har også blitt publisert analyser vedrørende Aker, altså selgersiden i Transaksjonene. DnB NOR har publisert en analyse der de anser Transaksjonene som positive, sett fra selgers side, og oppgraderer anbefaling på Aker til "*Buy*". SEB Enskilda uttaler at for Aker gir salget god strategisk mening, og skjer til en verdi som er høyere enn meglerhusets anslag på verdier. ABG Sundal Colliers innleder sin analyse med at "*Aker is getting a good price*".

Offentliggjøringen av Transaksjonene hadde negativ effekt på Aker Solutions' børskurs og reflekterer de kommentarer som markedsaktørene har kommet med. Fra børs slutt 1. april 2009 til børs slutt 3. april 2009 falt aksjekursen fra NOK 42,70 per aksje til NOK 35,15 per aksje, et fall tilsvarende NOK 7,55 per aksje. Aksjen ble imidlertid notert eksklusive utbytte på NOK 1,60 per aksje fra og med 3. april. Justert for utbytte var kursnedgangen på NOK 5,95 per aksje, hvilket innebærer en reduksjon av selskapets markedsverdi med ca. NOK 1,6 milliarder over en periode på to dager, tilsvarende ca. 14,5 %. Til sammenligning steg Oslo Børs (OSEBX) med 2,1 % i samme periode.

Aker sendte 24. april 2009 Oslo Børs en skriftlig redegjørelse til Oslo Børs der det fremkommer at de mistenker at Aker Solutions-aksjen kan ha vært gjenstand for kursmanipulasjon. Ifølge Tor Arne Olsen ved Oslo Børs, har Oslo Børs så langt ikke vurdert å gå inn i saken på eget initiativ, og uttaler at Oslo Børs ikke har vurdert kursutviklingen for å være unormal basert på markedets reaksjoner og kommentarer etter 2. april 2009.⁷

⁷ www.hegnaronline.no, 24. april 2009.

Figur 2.3.1b: Kursutvikling Aker Solutions og OSEBX, 1.-3. april 2009

Kilde: Online Trader

2.3.2 Juridiske og prosessmessige momenter

De juridiske og prosessmessige forhold har også vært gjenstand for kritikk fra flere hold. Beskrivelsen nedenfor er ikke fullstendig, men peker på enkelte momenter som har fått mye oppmerksomhet i media.

Styremedlem i Aker Holding, Berit Kjøll har blant annet uttalt at informasjonsprosessen har båret preg av bevisst siling og voldsomt hastverk.

Styremedlem Heidi M. Petersen trakk seg fra styret i Aker Solutions ASA med umiddelbar virkning 14. april. Hun fremhevet at dette skjedde både på bakgrunn av saksbehandlingen i styret, samt de vedtak som er truffet i tilknytning til kjøp av selskaper fra Aker. 6. april hadde Petersen foreslått at Transaksjonene skulle bli behandlet på nytt, men dette forslaget ble nedstemt.

Aker Holdings to svenske eiere, Saab AB ("Saab") og Investor AB ("Investor"), har også uttrykt at de er misfornøyde med Aker's håndtering av Transaksjonene. De peker på beslutningsprosessen, og at de burde vært involvert på et tidligere tidspunkt.⁸

Det har også blitt fremhevet at Transaksjonene skulle vært forelagt generalforsamlingen i Aker Solutions ASA, slik at saken kunne ha blitt behandlet i styret i Aker Holding. Ved å selge selskapene til et datterselskap av Aker Solutions ASA hevdes det at full behandling av saken i styre eller generalforsamling i Aker Holding unngås. Staten og de svenske eierne er representert i styret i Aker Holding, der de har vetorett knyttet til nærmere bestemte transaksjoner i Aker Solutions som er med nærstående og må generalforsamlingsbehandles i henhold til Allmennaksjelovens § 3-8. Det hevdes at Transaksjonene må anses som en slik type transaksjon.

⁸ Dagens Næringsliv, 7. april, 2009

3 AKER SOLUTIONS

3.1 Selskapsbeskrivelse

Tabell 3.1a: Aker Solutions – fakta

Administrerende direktør	Simen Lieungh
Hovedkontor	Lysaker
Antall ansatte	23 400 ansatte 10 600 innleide medarbeidere
Finansielle nøkkeltall 2008	Omsetning: NOK 58 252 millioner EBITDA: NOK 3 382 millioner
Produkter	• Ingeniør- og spesialisttjenester • Fabrikasjon • Teknologiprodukter • Vedlikehold • Totalløsninger

Aker Solutions ASA het tidligere Aker Kværner ASA. Selskapet er et ledende oljeserviceselskap og har base i Norge. Aker Solutions leverer ingeniørtjenester, fabrikasjon, teknologiprodukter, vedlikehold, spesialisttjenester og totalløsninger til energi- og prosessindustrien. Hoveddelen av virksomheten omfatter leveranser til olje-, gass- og petrokjemianlegg. Konsernet har også en betydelig virksomhet knyttet til leveranser til prosjekter for gass- og kullkraftverk, metallforedling og andre utvalgte industrier. Aker Solutions leverer tjenester og produkter til alle faser av et olje- og gassfelts livssyklus.

Etter en restrukturering av forretningsområdene, er selskapet nå organisert i fire enheter. Hensikten med omorganiseringen har blant annet vært å muliggjøre kostnadsreduksjoner og å utnytte synergier mellom utbygging og service av anlegg.

Energy Development & Services består av de to tidligere områdene Field Development og Maintenance, Modifications and Operations ("MMO"). Field Development leverer tjenester som spenner fra analyser og studier til turnkey leveranser. Så vel Field Development, som Maintenance, Modification and Operation enheten, har sterke posisjoner i Nordsjø markedet.

De to divisjonene Subsea og Products & Technology leverer blant annet ingeniør- og konstruksjonstjenester for subsea utstyr, boreutstyr og prosessutstyr. Begge enhetene har betydelige internasjonale markedsposisjoner.

I tillegg til de tre nevnte divisjonene, som alle har olje og gass som sine hovedbransjer, leverer divisjonen Process & Construction tjenester til prosessrelatert industri på global basis.

Aker Solutions har som visjon å være den foretrukne partner for prosjekter og tjenester innenfor energi- og prosessindustrien. Selskapet har definert følgende satsingsområder for 2009 som skal bidra til å realisere visjonen:

- Satsing på løsninger for værhardt klima og dypt vann
- Løsninger for brønnstrøm og reservoar
- Vekst innen servicemarkedet
- Videreutvikling av selskapet sterke posisjon innenfor MMO-markedet i Nordsjøen

- Flytting av tyngrepunkter for Process & Construction mot Kina, India og sør-Amerika
- Øke effektivitet og fleksibilitet på kostnadsbasen
- Fortsette å forbedre HMS-prestasjonene

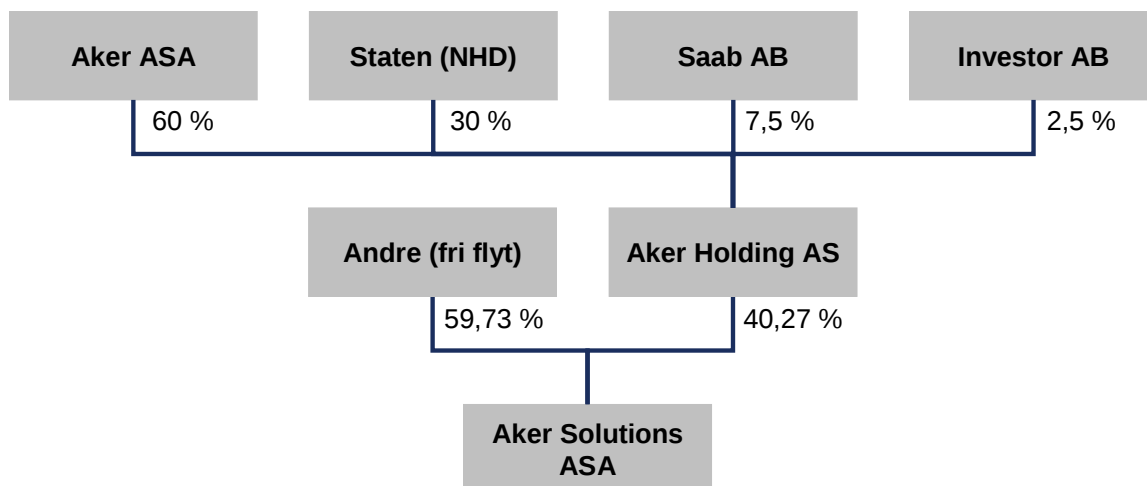
I 2008 gjennomførte Aker Solutions oppkjøp av virksomheter for rundt NOK 1,8 milliarder. Selskapet uttaler at hensikten er å komplettere porteføljen av produkter og løsninger som tilbys markedet. I tillegg investerte selskapet for omlag NOK 1,6 milliarder, herunder har det vært satset på å bygge en sterkere internasjonal tilstedeværelse.

Aker Solutions hadde ved utgangen av 2008 en ordresreserve på NOK 58 milliarder. Til sammenligning var omsetningen i 2008 også på NOK 58 milliarder. Blant kundene finnes mange større nasjonale og internasjonale selskaper.

3.2 Eierskapshistorikk

I 2007 inngikk Aker og Staten ved Nærings- og handelsdepartementet ("NHD"), samt de to svenske selskapene Saab og Investor en avtale om eierskap i Aker Holding. Eierfordelingen fremgår av figuren nedenfor.

Figur 3.2a: Aker Solutions – eierstruktur



Kilde: St.prp. nr. 88 (2006/2007). Aker Solutions (www.akersolutions.com)

Forut for avtalen overførte Aker sine aksjer i Aker Kværner (nåværende Aker Solutions ASA) til Aker Holding, et da nyopprettet selskap.

Aker Holding har som eneste formål å eie aksjer i Aker Solutions og har de samme rettigheter som andre aksjonærer. Eierskapet i Aker Holding er regulert gjennom et eget avtaleverk som blant annet omhandler temaer som eierstyring, bindingstid og industrielt samarbeid.

Aker har inngått separate avtaler med Saab og Investor om put/call og innløsningsmulighet som gir Saab og Investor sammen beskyttelse mot tap på sine investeringer, men som også begrenser selskapenes muligheter for gevinst. Dette har skjedd ved at Aker har utstedt en put-opsjon til de svenske eierne for deres aksjepost i Aker Holding. Tilsvarende har de svenske eierne utstedt en call-opsjon til Aker. Første mulighet til å utøve put/call opsjonen er fire år etter avtaleinngåelse, det vil si i 2011. Saab/Investor kan da selge til kurs ca. NOK 160 per aksje. Aker kan på samme tidspunkt kjøpe til kurs ca. NOK 204 per aksje.

Øvrige aksjonærer i Aker Solutions er i dag ulike investorer, herunder norske og internasjonale investeringsfond. Aksjonærstrukturen er spredt; i tillegg til Aker Holding er kun to eiere oppført med aksjeposter større enn 5 %.

3.3 Markeds- og industribeskrivelse

Aker Solutions uttaler i sin årsrapport at deres hovedmarkeder over en lang periode har vært preget av god utvikling og høy etterspørsel og at med synkende reserver og fallende produksjon fra eksisterende felt er det på lengre sikt fortsatt et behov for mange nye utbygginger.

Olje- og offshore næringen har imidlertid fått merke effekten av den internasjonale finanskrisen de siste månedene. Dette har ført til større usikkerhet med hensyn på fremtidig aktivitet- og investeringsnivå i bransjen.

Flere markedsaktører peker på et usikkert bilde på kort og mellomlang sikt. På lengre sikt forventes dog etterspørselen etter olje- og offshore tjenester igjen å ta seg opp, basert på en økende knapphet av energi, befolkningsvekst og ny økonomisk vekst.

Oljeprisen påvirker aktivitetsnivået i flere av Aker Solutions' hovedmarkeder, da nivået på oljeprisen påvirker oljeselskapenes prioriteringer og valg mellom nye utbygginger, oppgraderinger av eksisterende fasiliteter eller satsing på økt utvinning fra eksisterende oljefelt. Eksempelvis kan tilbøyeligheten til å starte store investeringsprosjekter avta når oljeprisen faller. På den annen side kan vedlikeholds- og ettermarkedet bli viktigere. Operatørene har også over tid funnet det mer og mer interessant å investere betydelig i oppgradering og økt utvinning på eksisterende felt.

Størstedelen av verdens olje- og gassproduksjon kommer fra anlegg på land, samt fra oljeplattformer på begrenset vandyp. Ettersom mange av de enklest tilgjengelige felt har blitt utbygget, vil en del av fremtidens energibehov måtte dekkes gjennom anlegg på større havdyp og i kaldere strøk. Mange slike prosjekter har imidlertid høye kostnadsnivåer. Dette har medført at aktiviteten har bremsset noe opp de siste månedene, i kjølvannet av lavere oljepriser og vanskeligere tilgang på kapital.

3.4 Resultater og estimater

Basert på en relativt sterk ordrebok per 31. desember 2008 pålydende NOK 58 milliarder påløper det relativt liten risiko til estimert salg for 2009. Da Aker Solutions er et prosjektselskap med høy andel av fast-pris kontrakter vil det alltid være en viss risiko knyttet til estimert resultat.

For 2010 og 2011 er det større risiko knyttet til våre estimater da mye av ordreboken relaterer seg til leveringer av produkter og tjenester i 2009. Balanse og investeringer er videre utdypet i kapittelet om kreditt og funding. Estimatenes er utarbeidet inklusive Transaksjonene.

Tabell 3.4a: Aker Solutions – resultater og estimater

Resultatregnskap		2007	2008	2009E	2010E	2011E
Driftsinntekter	NOKm	57 957	58 252	52 301	49 040	49 738
Driftskostnader	"	(54 044)	(54 870)	(48 059)	(45 154)	(45 855)
EBITDA	"	3 913	3 382	4 243	3 886	3 883
Avskrivninger	"	(431)	(615)	(501)	(563)	(617)
EBIT	"	3 482	2 767	3 742	3 323	3 267
Netto finanskostnader	"	(104)	(204)	(350)	(310)	(310)
Resultat før skatt	"	3 538	2 103	3 445	3 041	2 986
Skattekostnad	"	(1 074)	(590)	(1 034)	(912)	(896)
Netto resultat	"	2 464	1 513	2 412	2 129	2 091
Omsetningsvekst (p.a.)		n / a	0,5 %	-10,2 %	-6,2 %	1,4 %
EBITDA margin		6,8 %	5,8 %	8,1 %	7,9 %	7,8 %
EBIT margin		6,0 %	4,8 %	7,2 %	6,8 %	6,6 %
Investeringer (netto)	NOKm	(1 576)	(3 732)	(4 348)	(2 010)	(1 372)
Balanse		2007	2008	2009E	2010E	2011E
Varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	NOKm	8 636	13 053	16 954	18 429	19 214
Andre anleggsmidler	"	14	97	97	97	97
Varelager, varer i arbeid og fordringer	"	16 342	25 746	22 916	21 487	21 793
Betalingsmidler	"	3 524	3 828	3 716	4 871	4 968
Sum eiendeler	"	28 516	42 724	43 682	44 885	46 072
Egenkapital	NOKm	7 267	8 606	10 470	12 050	13 319
Rentebærende gjeld	"	2 022	6 716	8 216	9 216	8 566
Annen gjeld	"	19 227	27 402	24 997	23 618	24 188
Sum egenkapital og gjeld	"	28 516	42 724	43 682	44 885	46 072

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Aker Solutions (www.akersolutions.com)

Se tekst under Disclaimer vedrørende tabeller og figurer, side i, 6. avsnitt.

4 AKER OILFIELD SERVICES

4.1 Selskapsbeskrivelse

Tabell 4.1a: Aker Oilfield Services – fakta

Administrerende direktør	Per O. Baalerud
Hovedkontor	Oslo
Antall ansatte	40
Finansielle nøkkeltall 2008	Omsetning: - EBITDA ⁹ : Negativ
Produkter	• Brønnintervensjon • Undervannstjenester

Aker Oilfield Services ble etablert i 2007 av Aker-gruppen og DOF Subsea for å tilby brønnintervensjonstjenester fra skip i stedet for den tradisjonelle løsning med å benytte dyrere borerigger. Selskapet forventes å operere tre offshore konstruksjons- og brønnintervensjonsskip innen utgangen av 2011. Første skip er planlagt for levering første halvår 2010. De to første skipene (NB 716 og NB 705) vil bli leid inn fra DOF Subsea på time-charter basis, mens det tredje skipet (NB 719) forventes å bli leid inn fra Aker Ship Lease AS, et heleid datterselskap av Aker, på bare-boat basis. Byggekontrakten for det tredje skipet (NB 719) eies riktignok i dag av Aker Oilfield Services, men det opplyses om at selskapet har en forståelse med Aker Ship Lease AS om sale / leaseback til en pris tilsvarende kostpris på ca. NOK 160 millioner¹⁰. Aker Oilfield Services vil selv eie top-side utstyret for de ulike skipene.

I tillegg eide Aker Oilfield Services et fjerde skip (NB 718) som forut for Transaksjonene ble solgt til Aker Ship Lease AS for en pris tilsvarende kostpris på NOK 205 millioner. I forbindelse med denne transaksjonen er det inngått en avtale mellom Aker Ship Lease AS og AMC International AS, et heleid datterselskap av Aker Solutions AS, om at AMC skal leie skipet tilbake på et 10-års bare-boat charter. AMC vil utruste dette skipet slik at det kan operere som rørleggingsfartøy og utfylle AMCs eksisterende flåte.

Selskapet vil tilby rimeligere vedlikehold og testing av brønner, samt utskifting og installasjon av utstyr på havbunnen. Formålet er å øke produksjonstakten fra oljebrønner samt å maksimere utvinningsgraden fra reservoarene. Selskapet fikk en stor kontrakt med det Brasilianske oljeselskapet Petrobras i 2007. Avtalen går over minimum fem år fra 2010 og omfatter det første skipet. Avtalen har en totalverdi på USD 350 millioner. De andre skipene er ikke sysselsatt.

4.2 Eierskaphistorikk

Aker Oilfield Services ble i 2007 forsøkt børsnotert, men man valgte i stedet å holde selskapet privat og delte eierskapet mellom Aker, Aker Kværner (nå: Aker Solutions), Aker Yards (nå: STX Europe) og DOF Subsea. Da Aker solgte sin eierandel i Aker Yards til STX i 2007, overtok Aker deres andel i Aker Oilfield Services. Selskapet har gjennomført flere emisjoner i 2007 og 2008, som har ført til endrede eierbrøker.

Per mars 2009 var Aker Oilfield Services eid av Aker (46,4 %), Aker Solutions (32,3 %) og DOF Subsea (21,3 %). Aker Solutions økte sin andel i mars 2008 fra ca. 19 % til 32,3 % gjennom deltakelse i en aksjeemisjon hvor de andre eierne lot seg vanne ut. Fra høsten 2008 til våren 2009

⁹ Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation (driftsresultat før avskrivninger).

¹⁰ Redegjørelse fra Aker Solutions, 15. april 2009.

forhandlet Aker Solutions med Aker og DOF Subsea vedrørende overtakelse av de to sistnevnte aksjer i Aker Oilfield Services for å oppnå 100 % eierskap.

4.3 Markeds- og industribeskrivelse

Markedet for brønnintervensjonstjenester er spennende, men er fortsatt et noe umodent marked. Det er i dag kun et fåtall aktører som tilbyr brønnintervensjon fra skip. Et vanskelig økonomisk klima vil ha en negativ effekt også for denne type tjenester. På den annen side er dypvannsmarkedet den viktigste etterspørseldriveren, og dette er et marked som har sett markant vekst de siste årene og som trolig vil holde seg relativt bra i et urolig marked, blant annet grunnet den solide kundebasen.

Antallet dypvannsbrønner er en viktig driver for etterspørselen etter brønnintervensjons- og undervannstjenester. Antallet nye brønner på dypt vann har vist en entydig positiv trend i mange år. På 1990-tallet ble det hvert år utviklet mellom 70 og 200 nye brønner på mer enn 75 meters vanddybde (her omtalt som dypvannsbrønner), hvorav mellom 5 og 50 brønner hvert år var på mer enn 900 meters vanddybde (her omtalt som svært dypt vann). I perioden 2000–2002 ble det utviklet i gjennomsnitt 240 nye dypvannsbrønner årlig, hvorav 55 brønner på svært dypt vann. I perioden 2006–2008 var tallene økt til henholdsvis 300 og 140. Vi har med andre ord sett en stor økning i antallet brønner på dypt vann, og i særdeleshet på svært dypt vann. Dette taler godt for en positiv utvikling i etterspørselen etter vedlikehold av dypvannsbrønner og annet undervannsarbeid. Selv om antallet nye brønner de kommende årene er usikkert i dagens markedssituasjon, indikerer analyserapporter fra ODS-Petrodata at vi de neste årene vil få en økning til 400 nye dypvannsbrønner årlig hvorav rundt 200 på mer enn 900 meters dyp¹¹.

4.4 Vurdering av strategisk rasjonale

Aker Solutions var forut for disse Transaksjonene en stor aksjonær i Aker Oilfield Services, med en eierandel på 32,3 %, og var også en av grunnleggerne. Aker Solutions vil levere teknologi for brønnintervensjon, stigerør og annet utstyr for brønnintervensjonsarbeidet til Aker Oilfield Services, og har ellers en stor virksomhet innenfor undervannsarbeide samt offshore vedlikeholds- og installasjonsarbeide.

I partnerskap kan Aker Solutions og Aker Oilfield Services levere komplette løsninger innenfor brønnintervensjons- og undervannstjenester. Det er således vår oppfatning at transaksjonen er innenfor Aker Solutions' fokusområde, og vil både styrke og utvide selskapets posisjon som integrert leverandør av brønnintervensjonsprodukter og -tjenester.

4.5 Resultater og estimer

Selskapet har ingen operasjoner før levering av første skip, som er beregnet å starte i første halvdel av 2010. Det er knyttet stor usikkerhet til investerings- og finansieringssituasjonen i selskapet. I våre estimer legger vi til grunn en sale / lease back også på det tredje skipet (NB 719), slik at Aker Oilfield Services ikke vil ha noen skip i balansen. Investeringsforpliktelsene i våre estimer knytter seg således i sin helhet til top-side utstyret. Vi har lagt til grunn Aker Solutions' forventede investeringsbehov per 14. april 2009, noe som er i nedre del av det intervallet som ble gitt av selskapet 2. april 2009. Gitt disse forutsetningene, samt antagelse om 50 % gjeldsfinansiering av investeringer i top-side utstyr, estimerer vi et behov for ca. NOK 1,0 milliard i ny egenkapital fordelt på 2009 og 2010. Hvis sale / leaseback avtalen med Aker Ship Lease AS for det tredje skipet (NB 719) ikke gjennomføres vil det estimerte egenkapitalbehovet bli høyere.

Vi gjør oppmerksom på at estimatene for Aker Oilfield Services også inkluderer NB 718 selv om dette skipet vil bli leid inn av AMC på en 10 års bare-boat charter fra Aker Ship Lease AS. I våre estimer har vi ikke tatt hensyn til eventuelle investeringer forbundet med top-side utstyr i forbindelse med å utruste skipet som rørleggingsfartøy, og har følgelig lagt til grunn at det vil operere som et standard offshore konstruksjonsfartøy. Vi antar med andre ord at investeringen i top-side utstyr vil være verdi-nøytral.

¹¹ ODS-Petrodata markedspresentasjon, 3. mars 2009.

Aker Oilfield Services har inngått en kontrakt med Petrobras for minimum 5 år fra 2010. For dette skipet (NB 716) har vi lagt til grunn en dagrate på ca. USD 175 000 (fratrasket topplinjeskatt), totale driftskostnader på ca. USD 125 000 per dag som tar hensyn til ROV tjenester og høyere kostnader ved drift i Brasil og en utnyttelsesgrad på 100 %.

For de to brønnintervensjonsskipene (NB 705 og NB 719) har vi lagt grunn en dagrate på ca. USD 240 000 (fratrasket eventuell topplinjeskatt) og totale driftskostnader på ca. USD 130 000 per dag. Vi har videre lagt til grunn en utnyttelsesgrad på 90 % som reflekterer den typiske struktur for brønnintervensjonskontrakter hvor leverandøren av skip og tjenester hovedsakelig bærer risikoen med hensyn til operasjonell oppetid. I den grad Aker Oilfield Services klarer å inngå kontrakter på 365-dagers basis vil det sannsynligvis resultere i en høyere utnyttelsesgrad enn vi her har lagt til grunn. Det er imidlertid ikke forsvarlig etter vår oppfatning å legge til grunn en høyere utnyttelsesgrad før det eventuelt kan dokumenteres at oljeselskap er villig til å inngå brønnintervensjonskontrakter på denne basis.

For det fjerde skipet (NB 718 som leies inn av AMC) har vi lagt grunn en dagrate på ca. USD 130 000, totale driftskostnadene på ca. USD 115 000 per dag og utnyttelsesgrad på 100 %. Det betyr at skipet vil generere årlige EBITDA bidrag på ca. NOK 30 millioner. Basert på de forutsetningene vi har lagt til grunn vil ikke Aker Oilfield Services ha noen investeringer forbundet med skipet.

Vi har basert oss på en estimert effektiv skattesats på 15 %. En flåte som i sin helhet består av innleid tonnasje innebærer at en større andel av overskuddet omfattes av ordinær beskatning, og vil dermed også kunne resultere i en høyere skattesats enn den vi her legger til grunn. Det er i tillegg en viss usikkerhet om hvorvidt brønnintervensjonsskip faller inn under norsk tonnasjebeskatning, noe som høyst sannsynlig vil resultere i en betydelig høyere skatt enn her antatt.

Videre har vi lagt til grunn en reduksjon av administrative kostnader fra ca. NOK 50 millioner i 2009 til ca. NOK 30 millioner i 2011 som følge av en kombinasjon med Aker Solutions.

Basert på disse estimatene vil investert kapital / EBITDA være 5–6x og avkastning på investert kapital vil ligge mellom 15–20 %, noe vi anser som rimelig.

Tabell 4.5a: Aker Oilfield Services – resultater og estimater

Resultatregnskap		2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Driftsinntekter	NOKm	-	-	-	481	1 048	1 692
Driftskostnader	"	(25)	(48)	(50)	(417)	(771)	(1 216)
EBITDA	"	(25)	(48)	(50)	64	277	476
Avskrivninger	"	-	-	-	(59)	(104)	(171)
EBIT	"	(25)	(48)	(50)	6	173	305
Netto finanskostnader	"	19	25	(26)	(57)	(85)	(88)
Resultat før skatt	"	(6)	(23)	(76)	(52)	88	218
Skattekostnad	"	1	(1)	11	8	(13)	(33)
Netto resultat	"	(5)	(24)	(65)	(44)	74	185
<i>Omsetningsvekst (p.a.)</i>		<i>n / a</i>	<i>n / a</i>	<i>n / a</i>	<i>n / a</i>	<i>118,0 %</i>	<i>61,4 %</i>
<i>EBITDA margin</i>		<i>n / a</i>	<i>n / a</i>	<i>n / a</i>	<i>13,4 %</i>	<i>26,4 %</i>	<i>28,1 %</i>
<i>EBIT margin</i>		<i>n / a</i>	<i>n / a</i>	<i>n / a</i>	<i>1,2 %</i>	<i>16,5 %</i>	<i>18,0 %</i>
Investeringer (netto)	NOKm	(35)	(670)	(810)	(1 010)	(401)	(2)

Balanse		2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	NOKm	220	675	1 120	2 071	2 368	2 200
Andre anleggsmidler	"	-	-	-	-	-	-
Varelager, varer i arbeid og fordringer	"	4	13	20	160	175	282
Betalingsmidler	"	110	38	371	253	169	424
Sum eiendeler	"	334	726	1 511	2 485	2 712	2 906
Egenkapital	NOKm	307	432	867	1 323	1 398	1 583
Rentebærende gjeld	"	-	198	603	1 068	1 227	1 187
Annen gjeld	"	27	96	41	94	87	136
Sum egenkapital og gjeld	"	334	726	1 511	2 485	2 712	2 906

Hovedforutsetninger i estimatene ovenfor inkluderer blant annet totale gjenværende kostnader forbundet med top-side utstyr på NOK 2 200 millioner, 50 % gjeldsfinansiering av top-side utstyr og NOK 1 000 millioner i ny egenkapital (innbetalt i 2009 og 2010).

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Aker Solutions (www.akersolutions.com)

Se tekst under Disclaimer vedrørende tabeller og figurer, side i, 6. avsnitt.

4.6 Verdivurderingsmetodikk

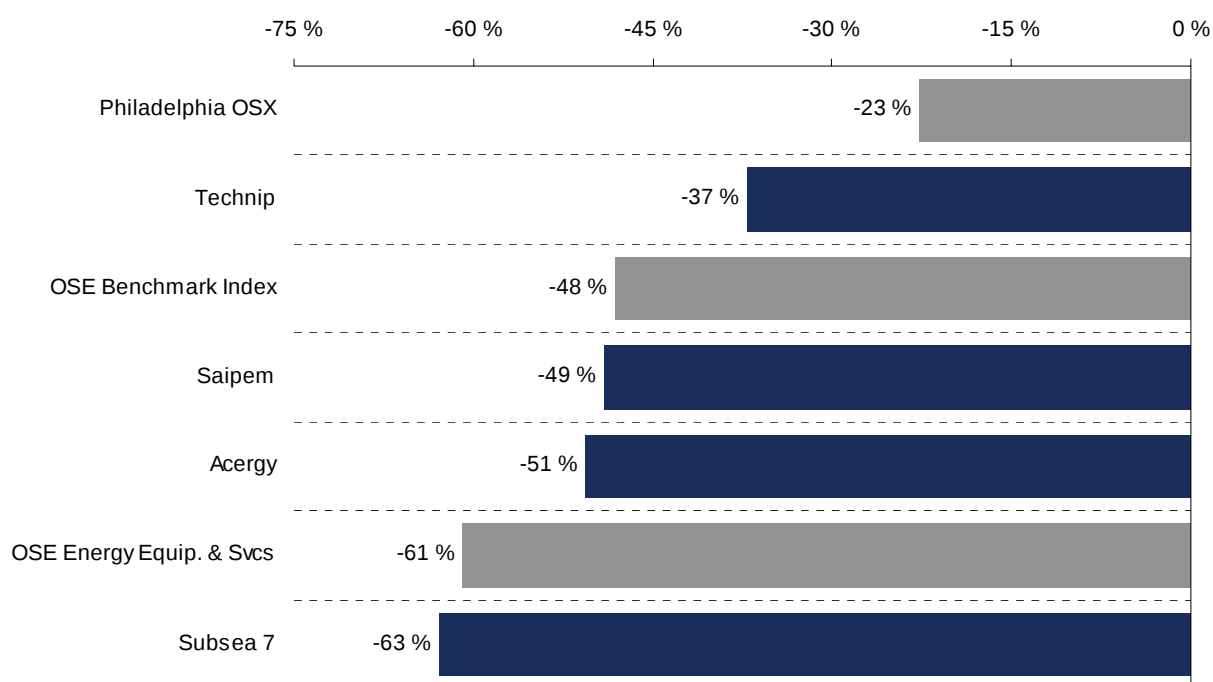
I vår verdsettelse av Aker Oilfield Services har vi benyttet følgende metoder og referansepunkter:

- Verdiutvikling for sammenlignbare selskaper
- Multiplbasert prising
- Kontantstrømanalyse

Grunnet begrenset informasjon om selskapets finansiering, leasingavtaler og kostnadsnivå, samt usikkerhet rundt fremtidige inntekter, ønsker vi å påpeke at en verdsettelse av Aker Oilfield Services er forbundet med større usikkerhet enn man typisk vil ha for mer modne selskaper.

4.7 Verdivurdering

Prisingen i markedet generelt har kommet betydelig ned siden 2008, i særdeleshett for selskaper med stort utestående kapitalbehov. Selskapene med virksomheter som ligner mest er undervannsentreprenørene Acergy og Subsea 7, i tillegg til det franske Technip. Dette er veletablerte selskaper med lang driftshistorikk og med lite gjeld. Slike selskaper har generelt klart seg vesentlig bedre enn nyetablerte selskaper med store utestående finansieringsbehov. Som det fremgår av figuren nedenfor har aksjekursen i disse veletablerte selskapene falt med ca. 40–60 % i perioden fra 1. september 2008 til 1. april 2009.

Figur 4.7a: Aksjekursutvikling fra 1/9/2008 til 1/4/2009 (NOK, utbyttejustert)

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Reuters. Aksjekurser per 1. april 2009

Tidlig i september 2008 ble det oppnådd en prinsipiell enighet om et salg av aksjene eid av Aker og DOF Subsea til Aker Solutions basert på en grunnpris på USD 290 millioner pluss en earn-out avtale begrenset oppad til USD 20 millioner. Den reviderte kjøpsprisen i forbindelse med annonseringen 2. april 2009 var på USD 190 millioner, noe som tilsvarer en reduksjon på 34 % fra den avtalte grunnprisen og 39 % fra den avtalte kjøpsprisen inkludert earn-out, målt i US dollar. Over samme periode har US dollaren styrket seg med over 20 % i forhold til den norske kronen.

Sammenligner vi med kursutviklingen for sammenlignbare selskaper over den samme perioden, ser vi at disse har falt betydelig mer. Ser man eksempelvis på aksjekursene for Acergy og Subsea 7, så har disse over den samme perioden falt i gjennomsnitt 66 % målt i US dollar. Legger man dette til grunn med hensyn til den avtalte kjøpsprisen fra tidlig september 2008, vil det tilsvare en revidert kjøpspris på ca. USD 100–105 millioner tilsvarende ca. NOK 665–710 millioner. Det skal påpekes at Aker Oilfield Services' kostnader og investeringer primært er knyttet til NOK, hvilket tilsier et noe lavere prisfall. En slik tilnærming må imidlertid også ta hensyn til eventuelle selskapsspesifikke faktorer av verdiskapende eller verdiforringende natur som har inntruffet i denne perioden. Aker Oilfield Services har i denne perioden ikke annonsert noe som etter vår oppfatning vil være av vesentlig verdiskapende karakter, som for eksempel nye kontrakter eller finansieringsavtaler.

Ettersom Aker Oilfield Services er et nisje-selskap i fortsatt tidlig fase finnes det ingen direkte sammenlignbare børsnoterte selskaper. Skulle man imidlertid se på børsnoterte selskaper som kan ha en viss relevans for selskapet, mener vi det vil være naturlig å inkludere Acergy, Subsea 7 og Technip. Når man skal sammenligne med Aker Oilfield Services må man imidlertid se på multipler langt frem i tid ettersom selskapet ikke er fullinvestert før i 2012 / 2013. Gitt selskapet forretningsmodell om å leie inn skip snarere enn å ha dem på egen balanse, mener vi det er mest relevant å se på EV / EBIT og P / E multipler¹². Vi har identifisert relevante intervaller for EV / EBIT og P / E multipler for 2013 på henholdsvis 5,0x–6,0x og 6,0x–8,0x. Legger man denne prisingen til grunn for Aker Oilfield Services gir det en egenkapitalverdi på 100 % basis på ca. NOK 500–800

¹² EV / EBIT definert som selskapsverdi relativt til estimert driftsresultat (inntjening før rentekostnader og skatt). P / E definert som verdien av egenkapitalen relativt til estimert netto inntjening etter skatt.

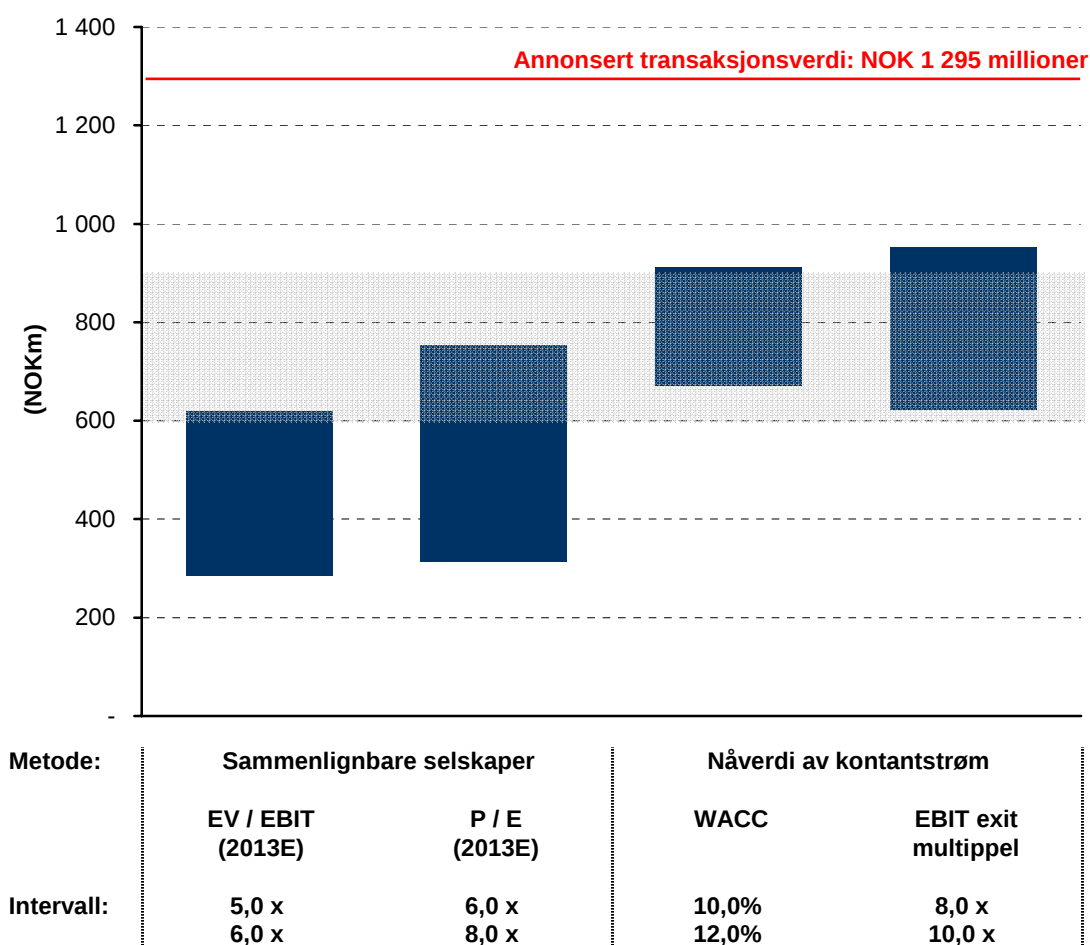
millioner. Det er imidlertid betydelige svakheter knyttet til denne metoden ettersom selskapets inntjening ligger såpass langt ut i tid, og følgelig tillegges vi ikke denne metoden særlig vekt.

Vår kontantstrømanalyse er basert på estimert inntjening og kontantstrøm frem til 2015. Verdien av selskapet etter 2015 er estimert ved hjelp av exit multipl på 9,0x driftsresultatet i 2015. Vi anser en multipl-basert terminalberegning som mest relevant ettersom selskapet har eiendeler med avgrenset levetid. Avkastningskravet som er lagt til grunn for neddiskontering av kontantstrømmene er 11,0 % per år. Verdsettelsestidspunkt er satt til 1. april 2009. Basert på en sensitivitetsanalyse på +/- 1,0x exit multipl i 2015 og +/- 1,0 % med hensyn til avkastningskravet har vi estimert egenkapitalverdien (ekskludert aksjonærlån) til ca. NOK 625–950 millioner på 100 % basis.

En kombinasjon mellom Aker Solutions og Aker Oilfield Services vil etter vår oppfatning gi muligheter for synergier i form av blant annet kostnadsbesparelser, potensielle skattefordeler og kryss-salg. I vår kontantstrømanalyse har vi tatt hensyn til kostnadssynergier i form av en reduksjon av estimerte administrative kostnader på ca. NOK 50 millioner i 2009 til ca. NOK 30 millioner i 2011.

Nedenfor har vi oppsummert estimert egenkapitalverdi på 100 % basis for Aker Oilfield Services ved bruk av ulike metoder og fremgangsmåter. Basert på en helhetlig vurdering har vi estimert egenkapitalverdien (ekskludert aksjonærlån) til NOK 600–900 millioner (skravert område i figuren nedenfor), eller ca. USD 90–135 millioner.

Figur 4.7b: Aker Oilfield Services – oppsummering av verdsettelse (egenkapitalverdi, 100 % basis)



Merk at verdsettelsen gjelder egenkapitalverdien og tar ikke hensyn til aksjonærlån.

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

Gitt et betydelig investeringsbehov over de neste årene og den implisitte høye belåningsgraden, blir verdsettelsen av egenkapitalen i dag svært sensitiv for selv mindre endringer av forutsetninger frem i tid. Eksempelvis vil en endring på + / - 5 % med hensyn til antatt dagrate i 2011 og fremover gi betydelige utslag for den estimerte egenkapitalverdien. Likeledes vil kostnadsoverskridelser på 10–20 %, noe som ikke er uvanlig i forbindelse med nybyggingsprosjekter av denne typen, ha store konsekvenser for verdsettelsen.

Det er også verdt å merke seg at rett forut for transaksjonen mellom Aker og Aker Solutions, solgte Aker Oilfield Services et skip til Aker Ship Lease AS for bokført verdi / kost som igjen har inngått en bare-boat charter med AMC som leier inn skipet i 10 år.

4.8 Konklusjon

Kjøpet av Aker Oilfield Services kan etter vår oppfatning forsvares både strategisk og industrielt. Vi mener imidlertid at den annonserte kjøpsprisen er for høy når vi tar i betraktning markedsutviklingen og endring i prising generelt det siste året, særlig sett i lys av finansieringsbehov og det faktum at selskapet og teknologien er på et tidlig stadium.

Basert på vår analyse har vi estimert verdien av egenkapitalen på 100 % basis i Aker Oilfield Services til NOK 600–900 millioner (ekskludert aksjonærlån), eller ca. USD 90–135 millioner. Det er ca. 30–50 % lavere enn den annonserte kjøpsprisen på USD 190 millioner.

5 AKER DOF DEEPWATER

5.1 Selskapsbeskrivelse

Tabell 5.1a: Aker DOF Deepwater – fakta

Administrerende direktør	Mons S. Aase
Hovedkontor	Austevoll
Antall ansatte	0
Finansielle nøkkeltall 2008	Omsetning: - EBITDA: -
Produkter	Bygger seks ankerhåndteringsskip på verftet til STX (Aker Yards) i Vietnam

Aker DOF Deepwater ble etablert under navnet Aker DOF Supply som "et nyetablert offshorerederi som vil eie en serie på seks ankerhåndteringsskip som skal bygges ved Aker Yards verft i Vietnam og markedsføres mot kunder i det sterkt voksende markedet i Asia"¹³. Selskapet bygger seks ankerhåndteringsskip (AHTS) på Aker Yards (nå STX) sitt verft i Vung Tau, Vietnam.

De seks nybyggene ble opprinnelig annonsert bestilt av Aker (annonsert i børsmelding fra Aker 3. mai 2007), men ble en del av Aker DOF Supply da dette ble stiftet kort tid etter. Selskapet bestilte i oktober 2007 et nybygg plattform supply skip (PSV). Dette ble solgt til DOF for bokført verdi forut for Transaksjonene.

Verftet i Vietnam var på bestillingstidspunkt ikke bygget. Skipene er forventet ferdigstilt fra verftet i perioden 2010–2012 med to skip levert hvert år. Aker DOF Deepwater har inngått en intensjonsavtale for skip nummer 2 med StatoilHydro i Brasil for to år pluss opsjoner i kundens favør.

Skipene er AHTSer av design Aker AH08 med 16 000 hestekrefter (hk), det vil si mellomstore skip etter Nordsjø-standard, men vesentlig større enn de fleste som opererer i Sørøst-Asia.

5.2 Eierskaphistorikk

Selskapet ble stiftet i 2007 og har vært eid 50 / 50 av Aker Capital (heleid datterselskap av Aker) og det børsnoterte offshorerederiet DOF.

5.3 Markeds- og industribeskrivelse

Markedet for PSVer og AHTS skip kjennetegnes av et stort antall rederier og kunder. Verdensflåten er på nesten 2 200 skip av varierende størrelse i tillegg til 700 nybygg. Aker DOF Deepwaters skip er av "Nordsjø-størrelse", en betegnelse brukt på skip over 10 000 hk eller 2 000 dødvektstonn. Inkludert nybygg er det 1 250 skip av denne størrelsen på verdensbasis, fordelt på 140 rederier. De 10 største rederiene har 45 % av flåten og de 30 største 67 %¹⁴.

Markedstrenden er at større supplyskip tar større markedsandeler. Snittalderen for AHTS flåten som helhet er ca. 20 år mens den for "Nordsjø-størrelse" skip er ca. 11 år. Antall nybygg i bestilling er ca. 30 % av flåten for alle størrelser, men over 50 % for store ankerhåndteringsskip. Dette reflekterer at man bygger nye, større skip for å erstatte eldre skip.

¹³ Aker, børsmelding 2. juni 2007.

¹⁴ ODS Petrodata og Farstad Shipping (4Q 2008 presentasjon).

Totalflåten forventes de neste 2–3 årene å vokse med om lag 30 %, noe som står i forhold til en forventet vekst i riggflåten på også om lag 30 %. For store ankerhåndteringsskip er den forventede flåteveksten hele 60 %, noe som står i forhold til 50 % vekst i flåten av flyterigger, som opererer på dypere vann og krever større skip. Til en viss grad vil vi få en utfasing av eldre tonnasje. Det er imidlertid en allmenn oppfatning at ratene vil falle på grunn av høy tilbudsvekst og usikkerheten i økonomien generelt. Spotmarkedet har de siste årene vært veldig sterkt, men med store svingninger og svakt hittil i år. Markedet for lange kontrakter har utviklet seg positivt de siste årene med meget sterke langtidskontrakter annonsert også i år, men usikkerheten blant redere er større enn tidligere.

De viktigste driverne er riggaktivitet og undervannsutbygginger, som igjen drives av oljeselskapenes investeringsvilje og -evne. Supply-skip er aktive fra letefasen og gjennom utbyggingsfasen, driftsfasen og fjerningsfasen. Behovet er høyere i lete- og utbyggingsfasen av et felt. Det forventes fortsatt høy aktivitet i markedet, men noe lavere lønnsomhet enn vi har sett de siste årene.

5.4 Vurdering av strategisk rasjonale

Aker Solutions' kjøp av andelen i Aker DOF Deepwater begrunnes med å styrke Aker Marine Contractors, et heleid datterselskap av Aker Solutions, sin posisjon innen installasjonsarbeid på dypt vann, marine operasjoner og støttetjenester for olje & offshore sektoren.

“Aker Solutions vil gjennom eierskap i Aker DOF Deepwater forsterke Aker Marine Contractors' (AMC) ledende posisjon som leverandør av dypvannsinstallasjon, marine operasjoner og tjenester til olje- og gassindustrien. AMC og DOF jobber også med å ta en strategisk posisjon innenfor det kommende deepwater pre-set mooring markedet, og Aker DOF Deepwater vil i den sammenheng vurdere å chartre 1- 2 fartøyer basert på ODIM Smart AHTS-teknologi.”¹⁵

AMCs marked er avanserte marine operasjoner inkludert installasjon og fjerning av faste og flytende installasjoner og undervannsutstyr. Flåten til AMC består i dag av de to store konstruksjonsskipene Boa Deep C og Boa Sub C. Begge er leid inn på lange tidscertepartier som løper i henholdsvis fem og to år til. I tillegg har de en kranleker for operasjoner nær land. AMC har et samarbeid med Mærsk Supply Service som innebærer at de leier inn skip fra Mærsk ved behov for ytterligere skipskapasitet i forbindelse ved installasjonsarbeid.

Selv om vi vurderer Aker DOF Deepwaters nybygg som attraktive og gode mellomstore ankerhåndteringsskip, er vi av den oppfatning at disse skipene ikke passer naturlig inn i AMCs eksisterende flåte (to store konstruksjonsskip vs. seks mellomstore ankerhåndteringsskip). Vi ser det som mer hensiktsmessig at man leier inn slike støtteskip ved behov, snarere enn å eie de. Dette er også i tråd med dagens operasjoner.

Tabell 5.4a: Skipsspesifikasjoner

Skip	L x B	Dekksplass	Kran	Winch	Bollard pull
BOA Deep C	120 x 27m	1 150 m2	250t	+500t	229t
BOA Sub C	138 x 31m	1 885 m2	400t	600t	330t
Aker OSCV 06L (NB 718)	157 x 27m	2 100 m2	400t	-	-
Aker AH08 x 6	75 x 17m	550 m2	-	350t	180t

Kilde: DOF (www.dof.no). BOA (www.boa.no)

Transaksjonen medfører at AMCs eide flåte øker fra to til åtte skip, noe som representerer en betydelig kapasitetsøkning. Samtidig markerer transaksjonen et markant skifte i Aker Solutions' strategi fra å leie inn skip til faktisk å eie skip selv. Det er uklart for oss hva Aker Solutions kan oppnå som skipseier som det ellers ikke kunne oppnådd, og som samtidig rettferdiggjør at selskapet påtar seg konstruksjons- og driftsrisiko innenfor et område som er klart utenfor deres

¹⁵ Aker Solutions, børsmelding 2. april 2009.

kjernekompetanse. Videre kan Aker Solutions som kunde og hovedaksjonær av ODIM ende opp i konfliktsituasjoner med ODIMs kunder som følge av transaksjonen.

Etter vår oppfatning er det strategiske rasjonale for denne transaksjonen svakt. Kommentarer fra og diverse samtaler med både finansielle og industrielle aktører støtter opp om denne oppfatningen, og det kan synes som at av de fem transaksjonene er denne transaksjonen den markedsaktørene er mest kritisk til med hensyn til det strategiske perspektivet.

5.5 Resultater og estimater

Selskapet har ingen operasjoner før levering av det første skipet som forventes medio 2010. Selskapet forventes å være fullt operativt medio 2012 slik at første fulle driftsår vil være 2013.

Aker DOF Deepwater har inngått en to års intensjonsavtale for ett av skipene med StatoilHydro i Brasil. For dette skipet har vi lagt til grunn en dagrate på NOK 250 000, i samsvar med markedsratene på kontraktstidspunktet. Driftskostnadene er estimert til NOK 80 000 per dag som hensyntar høyere kostnader ved drift i Brasil. I tillegg vil det påløpe høyere skatter. For de andre fem skipene har vi lagt til grunn Pareto Securities analyseforutsetninger for dagrater på NOK 200 000 og driftskostnader på NOK 65 000 per dag. Estimerte dagrater er gitt på time-charter basis og fratrasket eventuell topplinjeskatt (som for eksempel påløper i Brasil). Årlige administrasjonskostnader er estimert til NOK 5 millioner.

Tabell 5.5a: Aker DOF Deepwater – resultater og estimater

Resultatregnskap		2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Driftsinntekter	NOKm	-	-	-	59	216	360
Driftskostnader	"	-	-	(2)	(22)	(75)	(122)
EBITDA	"	-	-	(2)	36	141	238
Avskrivninger	"	-	-	-	(6)	(22)	(39)
EBIT	"	-	-	(2)	30	119	199
Netto finanskostnader	"	-	-	(6)	(20)	(54)	(81)
Resultat før skatt	"	-	-	(8)	10	65	118
Skattekostnad	"	-	-	0	(0)	(3)	(6)
Netto resultat	"	-	-	(7)	9	62	112
Omsetningsvekst (p.a.)		n / a	n / a	n / a	n / a	269,2 %	66,7 %
EBITDA margin		n / a	n / a	n / a	62,1 %	65,4 %	66,1 %
EBIT margin		n / a	n / a	n / a	51,7 %	55,1 %	55,3 %
Investeringer (netto)	NOKm	(119)	(68)	(180)	(587)	(527)	(472)

Balanse		2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	NOKm	119	187	367	947	1 452	1 886
Andre anleggsmidler	"	-	-	-	-	-	-
Varelager, varer i arbeid og fordringer	"	-	-	-	20	36	60
Betalingsmidler	"	1	2	215	84	45	84
Sum eiendeler	"	120	189	582	1 051	1 533	2 030
Egenkapital	NOKm	60	60	453	462	524	636
Rentebærende gjeld	"	60	129	129	584	1 001	1 380
Annen gjeld	"	-	-	-	5	8	14
Sum egenkapital og gjeld	"	120	189	582	1 051	1 533	2 030

Hovedforutsetninger i estimatene ovenfor inkluderer blant annet total byggekostnad på NOK 325 millioner per skip, 70 % gjeldsfinansiering og NOK 400 millioner i ny egenkapital (innbetalt i 2009).

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

Se tekst under Disclaimer vedrørende tabeller og figurer, side i, 6. avsnitt.

5.6 Verdivurderingsmetodikk

I vår verdsettelse av Aker DOF Deepwater har vi benyttet følgende metoder og referansepunkter:

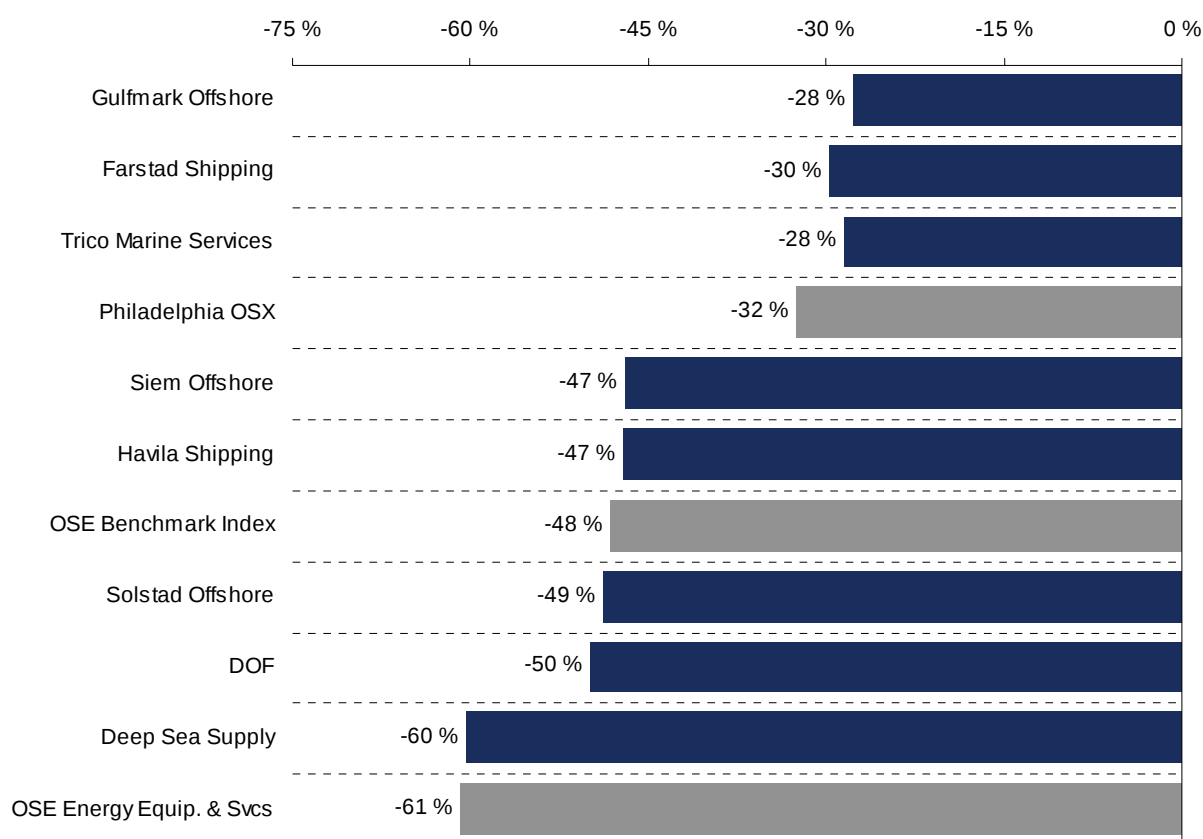
- Nyere salg av sammenlignbare skip

- Antatte nybyggingspriser i dag for tilsvarende skip på tilsvarende verft
- Kontantstrømanalyse

5.7 Verdivurdering

Den annonserte kjøpsprisen for 50 % av egenkapitalen i Aker DOF Deepwater var NOK 189 millioner. Dette tilsvarer en kjøpspris på NOK 378 millioner på 100 % basis, noe som er en betydelig premie i forhold til den bokførte egenkapitalen på NOK 60 millioner (tilsvarende investert egenkapital). Kjøpsprisen impliserer altså en verdistigning på NOK 53 millioner per skip, eller en økning på ca. 15 %, siden bestilling medio 2007. Siden den gang har megleranslag for skipsverdier vært flate¹⁶, oljeprisen har falt fra USD 90 til USD 50 per fat, og Oslo Børs har falt med ca. 50 %. Kursutviklingen har vært særlig negativ for selskaper med utestående finansieringsbehov. Som det fremgår av figuren nedenfor har sammenlignbare selskaper falt med mellom 25 % og 60 % siden starten av 2007 frem til 1. april 2009.

Figur 5.7a: Aksjekursutvikling fra 1/1/2007 til 1/4/2009 (NOK, utbyttejustert)



Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Reuters. Aksjekurser per 1. april 2009

Basert på tall publisert av Aker¹⁷ har vi estimert den totale byggekostnaden til NOK 325 millioner per skip, og dermed at transaksjonen mellom Aker og Aker Solutions er basert på en bruttoverdi på NOK 378 millioner per skip:

- Aker legger til grunn verdianslag fra ett skipsmeglerhus som verdsetter skipene til NOK 420 millioner per skip

¹⁶ Farstad Shipping (presentasjoner for 2Q 2007 og 4Q 2008).

¹⁷ Redegjørelse fra Akers revisjonsutvalg, 14. april 2009.

- Det opplyses videre at transaksjonen er gjort på 40 % rabatt til verdijustert egenkapital (NAV). Dette gjør at vi beregner NAV til NOK 630 millioner (NAV er lik transaksjonsverdi / 0,6 som er lik NOK 378 millioner / 0,6)
- Bokført egenkapital opplyses å være NOK 60 millioner, som betyr at skipene har en merverdi utover bokført egenkapital på NOK 570 millioner (NOK 630 millioner – NOK 60 millioner), eller en merverdi på NOK 95 millioner per skip
- Byggekostnaden kan dermed estimeres som meglerverdi minus merverdi utover bokført verdi, eller NOK 325 millioner (NOK 420 millioner – NOK 95 millioner)

For å avstemme dette tallet, har vi sett på Aker DOF Deepwaters balanse per 31. desember 2008 hvor bokførte verdier av skip under bygging ble rapportert til NOK 187 millioner. Vi forutsetter at dette er faktiske tall, det vil si ikke justert for salget av en PSV byggekontrakt til DOF Rederi AS forut for transaksjonen mellom Aker og Aker Solutions. Hvis vi antar at innbetalte forskudd for den solgte byggekontrakten utgjør en forholdsmessig andel av den totale verdi av skip under bygging, er verdien av skip under bygging som kan tilskrives de 6 ankerhåndteringsskipene seks sjudeler av NOK 187 millioner eller NOK 160 millioner. Videre opplyser Aker Solutions¹⁸ at deres 50 % andel av gjenværende byggeforpliktelser i Aker DOF Deepwater er NOK 870 millioner per 1. april 2009, det vil si NOK 1 740 millioner på 100 % basis. Hvis vi i tillegg antar at det ikke foretatt innbetalinger på nybyggene mellom 31. desember 2008 og 1. april, tilsier dette en total byggekost på ca. NOK 1 900 millioner eller ca. NOK 315 millioner per skip. Dette er ca. NOK 10 millioner mindre enn vi har estimert ovenfor.

Til sist nevner vi at redegjørelsen på side 16 oppgir total byggekost til å være *"i underkant av NOK 2,0 milliarder"*. På bakgrunn av disse tre fremgangsmåtene forholder vi oss til en byggekost på NOK 325 millioner per skip eller NOK 1 950 millioner totalt på 100 % basis¹⁹.

Aker har referert til annenhåndsomsetning av sammenlignbare skip i senere tid. De siste tre måneder har det blitt offentlig annonsert salg av to sammenlignbare skip av UT 712L design, begge solgt av rederiet Rem Offshore²⁰. Informasjon fra børsmeldinger samt uformelle diskusjoner med skipsmeglere indikerer en brutto salgspris på skipene på ca. NOK 400 millioner. Ett av disse to skipene var allerede i drift ved salgstidspunktet mens det andre ble solgt med levering kun to måneder frem i tid fra et anerkjent norsk verft. Aker DOF Deepwaters skip er på den annen side på et tidlig stadium i byggefasen med en gjennomsnittlig forventet levering omtrent to år frem i tid. Pareto Securities analyseestimerer indikerer netto kontantstrøm til eier av slike skip på ca. NOK 20–25 millioner per år. Dette tilsier i gjennomsnitt en rabatt på NOK 40–50 millioner på Aker DOF Deepwater sine skip i forhold til de ovennevnte transaksjonene grunnet senere levering.

I tillegg er det naturlig å legge til grunn en rabatt som følge av at Aker DOF Deepwater sine skip er av nytt design i forhold til UT 712L som er et innarbeidet merkenavn, og at de bygges på et nyetablert og uprøvd verft i Vietnam, riktignok som del av en erfaren verftsgruppe. På denne basis har vi estimert gjennomsnittlig bruttoverdi for Aker DOF Deepwaters skip til NOK 320–350 millioner per skip basert på sammenlignbare transaksjoner.

Basert på samtaler med diverse industrielle aktører har vi på en indikativ basis estimert nybyggingspriser i dag for tilsvarende skip bygget på tilsvarende verft til USD 50–55 millioner, eller ca. NOK 330–360 millioner. Ettersom Aker DOF Deepwater i all hovedsak er et nybyggingsselskap er det vanskelig å rettferdiggjøre en kjøpspris som impliserer skipsverdier utover dette.

Vår kontantstrømanalyse er basert på estimert inntjening og kontantstrøm frem til 2015. Verdien av selskapets eiendeler i 2015 er antatt å tilsvare den bokførte verdien av skipene. Vi anser bruk av kontinuerlig vekstrate eller exit multiplum som mindre relevant for å beregne residualverdien da

¹⁸ Redegjørelse fra Aker Solutions, 15. april 2009.

¹⁹ Nøkkeltall for enkelte selskap i transaksjonen, publisert av Aker Solutions 2. april 2009, redegjørelse fra Aker Solutions, 14. april 2009.

²⁰ Rem Offshore børsmeldinger av 14. januar og 9. februar 2009.

det her er snakk om eiendeler med en avgrenset levetid. Avkastningskravet som er lagt til grunn for neddiskontering av kontantstrømmene er 9,0 % per år. Verdsettelsestidspunkt er satt til 1. april 2009. Basert på en sensitivitetsanalyse på +/- 5,0 % i forhold til bokført verdi av skipene i 2015 og +/- 0,5 % med hensyn til avkastningskravet har vi estimert egenkapitalverdien til NOK 125–200 millioner på 100 % basis.

Ettersom vi mener at det strategiske rasjonale for transaksjonen er meget svakt, er vi av den oppfatning at det vil være få eller ingen synergier knyttet til denne transaksjonen. Vi har følgelig ikke lagt til grunn noen synergier i vår verdsettelse av Aker DOF Deepwater.

Tabell 5.7b: Aker DOF Deepwater – kontantstrømanalyse

Kontantstrømanalyse		2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
EBITDA	NOKm	-	-	(2)	36	141	238	298	298	298
Minus: Avskrivninger	"	-	-	-	(6)	(22)	(39)	(49)	(49)	(49)
EBITA	"	-	-	(2)	30	119	199	249	249	249
Minus: Skatt	"	-	-	0	(2)	(6)	(10)	(12)	(12)	(12)
Beskattet EBITA	"	-	-	(2)	29	113	189	237	237	237
Pluss: Avskrivninger	"	-	-	-	6	22	39	49	49	49
Minus: Endring i arbeidskapital	"	-	-	-	(15)	(13)	(19)	(12)	-	-
Minus: Investeringer (netto)	"	(119)	(68)	(180)	(587)	(527)	(472)	(3)	(3)	(6)
Ubelånt fri kontantstrøm	"	(119)	(68)	(182)	(566)	(405)	(263)	271	283	280
Bokført verdi av anleggsmidler	NOKm	119	187	367	947	1 452	1 886	1 840	1 794	1 752
Gjenstående investeringer	"	1 831	1 763	1 583	997	470	-	-	-	-

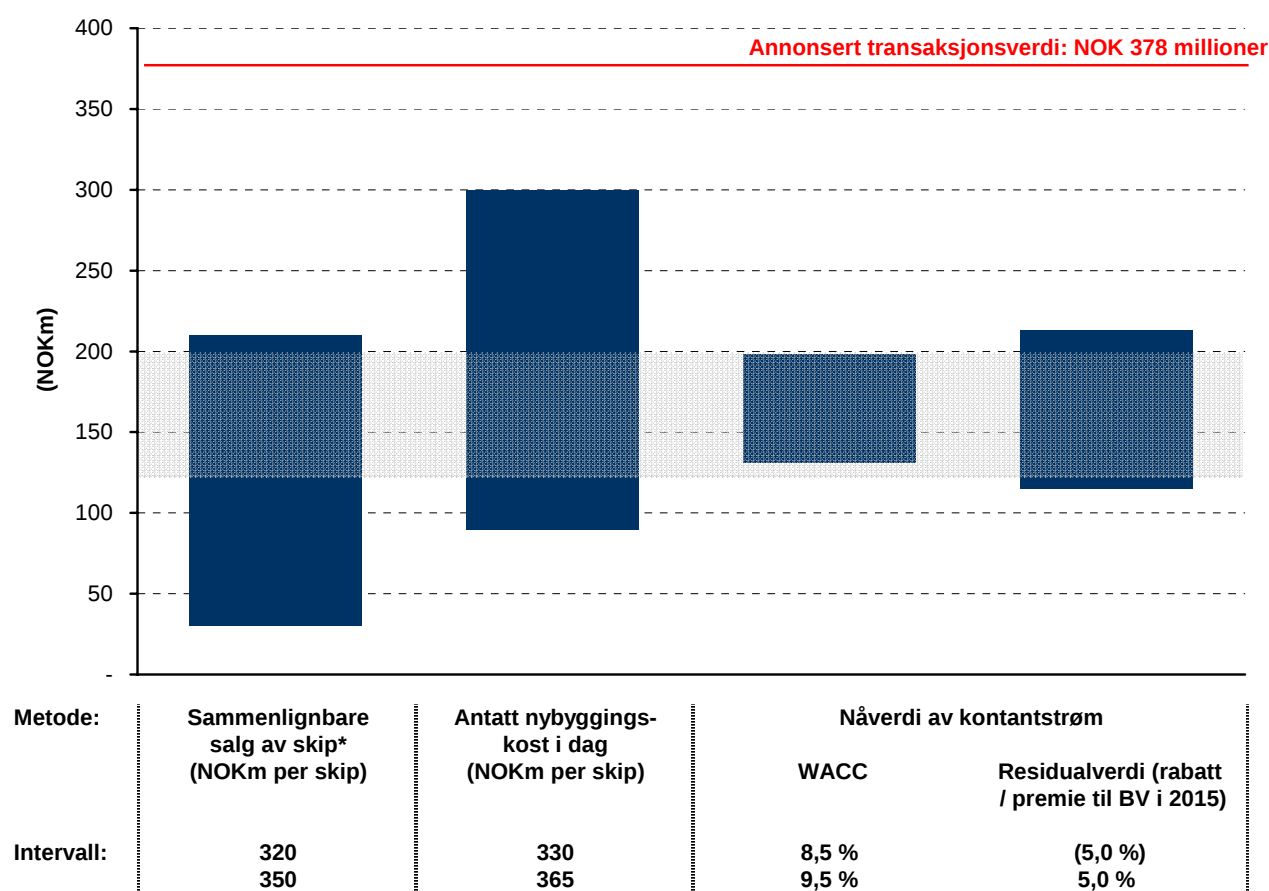
Neddisk. faktor	Nåverdi av kontantstrøm	Residualverdi (rabatt / premie til BV)			Bruttoverdi (rabatt / premie til BV)			Verdi av egenkapital* (rabatt / premie til BV)		
		(5 %)	-	5 %	(5 %)	-	5 %	(5 %)	-	5 %
8,0%	(681)	990	1 042	1 094	309	361	413	182	234	286
8,5%	(685)	959	1 010	1 060	275	325	376	148	198	249
9,0%	(688)	930	979	1 028	242	291	340	115	164	213
9,5%	(691)	902	949	997	211	258	306	84	131	179
10,0%	(694)	874	921	967	181	227	273	54	100	146

* Eksklusiv aksjonærlån

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

Se tekst under Disclaimer vedrørende tabeller og figurer, side i, 6. avsnitt.

Nedenfor har vi oppsummert estimert egenkapitalverdi på 100 % basis for Aker DOF Deepwater ved bruk av ulike metoder og fremgangsmåter. Basert på en helhetlig vurdering har vi estimert egenkapitalverdien (ekskludert aksjonærlån) til NOK 125–200 millioner (skravert område i figuren nedenfor) noe som tilsvarer en bruttoverdi per skip på NOK 335–345 millioner.

Figur 5.7c: Aker DOF Deepwater – oppsummering av verdsettelse (egenkapitalverdi, 100 % basis)

* Sammenlignbare transaksjoner refererer til to AHTS skip av type UT 712L som ble solgt i januar og februar 2009.

Merk at verdsettelsen gjelder egenkapitalverdien og tar ikke hensyn til aksjonærlån.

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

Det er også verdt å merke seg at rett forut for transaksjonen mellom Aker og Aker Solutions, solgte Aker DOF Deepwater en PSV for bokført verdi / kost. Dette nybygget ble bestilt på omtrent samme tid som de seks gjenværende nybyggene.

5.8 Konklusjon

Først og fremst fremstår kjøpet av 50 % av egenkapitalen i Aker DOF Deepwater uten strategisk og industriell forankring. Skipenes spesifikasjoner avviker betydelig fra den eksisterende flåten, Aker Solutions eier ikke skip fra før, selskapet tar på seg store investeringsforpliktelser utenfor kjernevirksomheten og skipene er lite egnet for det tiltenkte formålet (installasjonsarbeid på dypt vann).

Når det gjelder verdsettelse har vi estimert egenkapitalverdien på 100 % basis i Aker DOF Deepwater til NOK 125–200 millioner (ekskludert aksjonærlån), eller ca. NOK 65–100 millioner for 50 % av egenkapitalen. Det er ca. 45–65 % lavere enn den annonserte kjøpsprisen på NOK 189 millioner.

6 ODIM

6.1 Selskapsbeskrivelse

Tabell 6.1a: ODIM – fakta

Administrerende direktør	Jogeir Romestrand
Hovedkontor	Hareid
Antall ansatte	789
Finansielle nøkkeltall 2008	Omsetning: NOK 2 137 millioner EBITDA: NOK 398 millioner
Produkter	• Utstyr til offshore supply- og seismikkskip • Utstyr til marinen • Utstyr til kraftproduksjon • Utstyr for installasjonsarbeide på dypt vann

ODIM er en utstysrleverandør til offshore og maritim industri med hovedfokus på automatiserte håndteringssystemer for forskjellige offshore fartøyer. Selskapet ble grunnlagt i 1974. ODIM startet med leveranser av utstyr og service til fiskeflåten. Selskapet ekspanderte kort tid etter inn mot olje- og offshorenæringen da oljealderen inntok Norge.

Selskapet har i dag et verdensomspennende nettverk både med tanke på kunderelasjoner og ansatte. Strategien er å få et enda bredere internasjonalt nettverk samt å gi et mer fullstendig produkt på tvers av markeder og landegrenser. Som en følge av dette fokuserer selskapet sterkt på å danne nye verdikjeder i Asia og i Nord-Amerika.

Ved å tilby flere unike løsninger og større integrerte systemer har selskapet bygget seg opp som en global markedsleder innenfor dekkkløsninger. Selskapets posisjon som utstysrleverandør innenfor seismikk segmentet er sterk. Av en flåte på om lag 130 skip inkludert nybygg har mer enn 100 seismikkfartøyer i dag ODIMs teknologi, noe som understreker selskapets sterke posisjon.

Selskapet fokuserer på nye nisjer innen offshore, blant annet innen Subsea markedet. Deres patenterte CTCU løsning har en unik mulighet til å få en sterk posisjon innenfor markedet for dypvanns løftesystemer, med en teknologi som kan løse noen av problemene som relaterer seg til konvensjonelt installasjonsarbeid i veldig dype farvann.

I dag består selskapet av 3 divisjoner; Offshore Service Vessels ("OSV"), Naval & Power ("N&P") og Subsea & Deepwater Installasjon ("SD&I").

OSV har vært ODIMs hovedaktivitet siden starten i 1974 og sto for nærmere 74 % av aggregerte inntekter i 2008. Divisjonen består av markedssegmentene Seismic, Offshore Supply, og Oceanographic med seismikk som desidert største område de siste 5 årene på grunn av økt byggeaktivitet av seismikk skip og ODIMs sterke markedsandel.

Virksomhetsområdet N&P består av segmentene Airborne & Shipboard og Nuclear Facilities Support. Divisjonen styres fra det Nordamerikanske underselskapet ODIM Inc., og stod i 2008 for 6 % av selskapets inntekter.

SD&I er ODIMs nye satsningsområde med hovedfokus på dypvanns markedet. Divisjonen består av segmentene Subsea & Deepwater Installation og Well Intervention & Drilling. 20 % av totale inntekter kom fra denne divisjonen i 2008. Det er estimert at SD&I over tid vil få en større andel av totalen grunnet gode fundamentale fremtidsutsikter for produktene og det generelle dypvanns markedet.

6.2 Eierskap og aksjonærforhold

Selskapet ble notert på Oslo Børs i 2005. Forut for Aker transaksjonen eide Aker relaterte selskaper 34,7 % av ODIM (Aker ASA og Aker Invest II KS). Aker kjøpte i forbindelse med børsnotering av ODIM 10 % av selskapet, og har siden gradvis kjøpt seg opp i selskapet.

6.3 Markeds- og industribeskrivelse

Selskapets inntekter er drevet av trendene innenfor olje- og gass næringen. Det medfører en sterk eksponering mot oljeprisutvikling, investeringslyst hos oljeselskaper, og de generelle markedsforholdene i oljeservicenæringen.

Divisjonen OSV og særlig markedet for nybygg har drevet topplinjen hos ODIM til nye høyder over de senere årene, fra rundt NOK 162 millioner i 2004 til NOK 2 137 millioner i 2008. Men det sterke markedet vi har sett de siste årene, særlig innenfor seismikk, er forventet å avta de neste årene på bakgrunn av en stor ordrebok av seismiske fartøy (økt tilbud) og lavere investeringslyst/evne fra oljeselskaper for seismikk. ODIM er spesielt utsatt siden de har stor eksponering mot nybyggingsaktivitet innenfor seismikk. Noe ettersalg og salg til oppgradering og vedlikehold av eksisterende seismikkskip kan forventes.

Markedet for Offshore Supply fartøyer ser bedre ut. En stor ordrebok i riggmarkedet, særlig med spesifikasjoner for dypere farvann, vil sannsynligvis opprettholde etterspørselen etter supplyfartøyer med høyere spesifikasjoner. En allerede stor ordrebok også i supply segmentet, samt langt vanskeligere tilgang på finansiering for nybygg som et resultat av finanskrisen gir mindre rom for flere nybygg i det korte bildet. Salg av ny og unik teknologi til eksisterende skip kan likevel forventes i større grad enn for seismikk.

SD&I, anslått av ODIMs ledelse til å bli den største divisjonen innen 2010, vil også være utsatt for en potensiell nedkjøling av investeringer i olje- og gassnæringene. De større dypvannsfeltene ser ut til å bli noe forsinket grunnet den fallende oljeprisen og utsatte investeringsbeslutninger. På sikt utgjør dette et lovende segment, og salg til eksisterende skip kan også forventes, selv om nybygg aktiviteten for subsea konstruksjonsskip vil avta i det korte til mellomlange bildet.

N&P har også hatt god vekst de senere år, og markedet for divisjonens produkter synes å være mindre sykliske. Selskapet guider på en sterk utvikling fremover, og ser for seg å ekspandere inn i USA.

Basert på en relativt sterk ordresreserve forventer ODIM inntekter i 2009 lik 2008. Det er større usikkerhet knyttet til 2010-resultatet, da selskapet utover inneværende år ikke har en tilsvarende sterk ordresreserve å tære på. Med rundt hundre seismiske fartøyer med ODIM-teknologi vil selskapet nyte godt av økt etterspørsel etter ettersalgstjenester som oppgraderinger og vedlikehold. I tillegg ser det ut til at N&P vil fortsette sin oppadgående trend samt at SD&I vil få noen større ordrer.

6.4 Vurdering av strategisk rasjonale

I sum mener vi ODIM er et godt supplement til Aker Solutions' virksomheter innen Subsea og P&T. Aker Solutions har i lengre tid påpekt at satsningsområdene for selskapet og videre vekst vil komme innen Subsea og P&T divisjonen. I så måte legitimerer kjøpet av ODIM denne strategien.

Vi setter spørsmålsteget ved at Aker Solutions erverver kun 33 % av ODIM, da dette ikke gir operativ kontroll. Dette innebærer at transaksjonen ikke gir noen økt mulighet til å ta ut synergier hvilket tilsier at en oppkjøpspremie vanskelig kan forsvares.

Vi finner det for øvrig bemerkelsesverdig at det ved kjøpet av 33 % behefter en profit split avtale hvor Aker er forbeholdt retten til 50 % av gevinsten dersom Aker Solutions sine ODIM aksjer skulle videreselges med gevinst innen 12 måneder fra transaksjonstidspunktet.

I 2008 kom 70–75 % av ODIMs inntekter fra OSV segmentet, særlig seismikk. Aker Solutions er per i dag ikke involvert innen utstyrsleveranser for seismikkskip, hvilket på den ene siden kunne tale for få synergier mot de produktene Aker Solutions innehar per i dag. På en annen side vil

ODIMs produkter innen seismikksegmentet komplementere Aker Solutions' produktspekter for leveranse av produkter og utstyr til offshore og maritim skipsindustri generelt.

Det samme vil delvis gjelde enkelte produkter innen ODIM Offshore Supply. Men her kan det være synergier knyttet opp mot Aker Pusnes AS (100 % eiet av Aker Solutions) som blant annet tilbyr produkter for forankring, dekksmaskineri og lastesystemer innen offshore og maritim industri.

ODIMs produkter innen subsea og drilling/brønnintervensjon virker å passe godt sammen med både subsea satsningen til Aker Solutions, samt produktene innen Aker Maritime Hydraulics AS (100 % eid av Aker Solutions og del av P&T divisjonen, tidligere Maritime Hydraulics) og også satsningen mot Aker Marine Contractors, nå eid 100 % av Aker Solutions, og Aker Oilfield Services.

ODIM Spectrum og ODIM Numet rettet mot henholdsvis forsvar og kjernekraft har en mindre logisk forankring, men utgjør en liten del av ODIM. Man kan si at Numet delvis passer inn i Aker Solutions P&C virksomhet som er rettet mot kjernekraft.

Videre vil ODIMs ambisjoner i ettersalgsmarkedet passe med Aker Solutions' ambisjoner om å ha høy andel av ettersalg i sine produkter.

6.5 Verdivurderingsmetodikk

Vi benytter følgende metoder:

- P / E for 2009 og 2010 relativt til sammenlignbare selskaper
- EV / EBIT for 2009 og 2010 sett mot sammenlignbare selskaper
- Kontantstrømsanalyse

For sammenligning i vår verdivurdering av ODIM har vi lagt aksjekursen i transaksjonen til grunn på NOK 33 per ODIM aksje, tilsvarende NOK 513 millioner for 33 % av aksjene i ODIM. På 100 % basis tilsvarer dette NOK millioner 1 555 for alle aksjer utestående i ODIM. Videre har vi lagt til grunn aksjekurs per 1. april for sammenlignbare selskaper.

Analysen under henviser enten til en verdi per aksje eller en verdi av egenkapitalen i ODIM på 100 % basis så fremt annet ikke er beskrevet.

Vi velger å bruke EV / EBIT fremfor EV / EBITDA da vi anser at avskrivninger og organiske investeringer for produktselskaper er rimelig sammenfallende. EBIT vil dermed gi et godt uttrykk for reell kontantstrøm.

6.6 Resultater og estimer

Basert på en sterk ordrebok per 31. desember 2008 pålydende NOK 2 307 millioner påløper det relativt liten risiko til våre inntjeningsestimer for 2009. For 2010 og 2011 er det langt større risiko knyttet til våre estimer da mesteparten av ordreboken relaterer seg til leveringer av produkter og tjenester i 2009. Med et estimert fall på 34 % i salget for ODIM er mye av denne risikoen tatt inn i estimatene. Selskapet har en god historisk track-record på å levere solide marginer.

ODIM har per i dag en meget sterk finansiell posisjon. Selskapet hadde per 31. desember 2008 en netto kontantbeholdning på NOK 281 millioner. Langsiktig og kortsiktig gjeld utgjorde kun NOK 12 millioner. Videre estimeres fremtidig kapitalbehov gjennom investeringer som begrenset.

Som en bekreftelse på selskapets sterke finansielle posisjon, og mindre satsning på vekst utfra svekkede markedsutsikter, besluttet selskapet i mars 2009 å utbetale NOK 2 per aksje i utbytte for 2008. Utbyttet utbetales etter generalforsamling i mai 2009.

Tabell 6.6a: ODIM – resultater og estimater

Resultatregnskap		2007	2008	2009E	2010E	2011E
Driftsinntekter	NOKm	1 417	2 137	2 160	1 436	1 490
Driftskostnader	"	(1 177)	(1 739)	(1 780)	(1 212)	(1 259)
EBITDA	"	240	398	380	224	231
Avskrivninger	"	(50)	(79)	(75)	(75)	(75)
EBIT	"	190	319	305	149	156
Netto finanskostnader	"	17	31	14	19	23
Resultat før skatt	"	206	350	319	168	179
Skattekostnad	"	(6)	(105)	(89)	(47)	(50)
Netto resultat	"	200	245	230	121	129
Omsetningsvekst (p.a.)		n / a	50,8 %	1,1 %	-33,5 %	3,8 %
EBITDA margin		16,9 %	18,6 %	17,6 %	15,6 %	15,5 %
EBIT margin		13,4 %	14,9 %	14,1 %	10,4 %	10,5 %
Investeringer (netto)	NOKm	(126)	(286)	(75)	(65)	(65)
Balanse		2007	2008	2009E	2010E	2011E
Varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	NOKm	364	611	611	601	591
Andre anleggsmidler	"	-	-	-	-	-
Varelager, varer i arbeid og fordringer	"	578	869	829	551	572
Betalingsmidler	"	269	293	378	556	692
Sum eiendeler	"	1 211	1 774	1 818	1 709	1 855
Egenkapital	NOKm	450	823	1 053	1 174	1 303
Rentebærende gjeld	"	18	12	12	12	12
Annen gjeld	"	742	938	753	522	539
Sum egenkapital og gjeld	"	1 211	1 774	1 818	1 709	1 855

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Selskapsrapporter

Se tekst under Disclaimer vedrørende tabeller og figurer, side i, 6. avsnitt.

6.7 Verdivurdering

6.7.1 Verdsettelse multipler

Vår multiplere-analyse viser en verdi på 100 % basis i ODIM på henholdsvis NOK 1 270 millioner og NOK 1 545 millioner basert på P / E og EV / EBIT multipler. Dette tilsvarer NOK 27 per aksje og NOK 33 per aksje.

Da selskapets største inntjeningskilde er seismikkmarkedet, mener vi det er naturlig å sammenligne ODIM med seismikkselskaper i tillegg til produktselskaper. Gjennomsnittlige multipler for børsnoterte seismikkselskaper finner vi til å være P / E 4,9x 2009E og 5,8x 2010E. For produktselskaper er de samme multiplene henholdsvis 9,1x og 9,6x.

Ut fra selskapets solide kontantreserve mener vi ODIM best vurderes ut fra EV multipler hvor man også bedre hensyntar forskjeller i gjeldssituasjonen mellom selskaper. Seismikk selskaper handles generelt på EV / EBIT 09-10E 3,5x og 3,6x. Produktselskaper handles på 6,0x og 6,1x.

Multipler beskrevet over og vist i tabellen under er grunnlaget for verdsettelsen av ODIM.

Tabell 6.7.1a: ODIM – prising av relevante selskaper

Multipler	P / E		EV / EBIT	
	2009E	2010E	2009E	2010E
<u>Produktselskaper</u>				
FMC Technologies	13,2x	14,7x	8,4x	9,3x
Cameron	12,4x	13,2x	6,1x	7,2x
National Oilwell	7,8x	8,9x	4,2x	4,3x
TTS Marine	3,0x	3,2x	3,9x	3,7x
Kongsberg Gruppen	9,3x	7,9x	7,6x	6,2x
Gjennomsnitt	9,1x	9,6x	6,0x	6,1x
<u>Seismikkelskaper</u>				
PGS	2,1x	3,2x	3,5x	4,5x
TGS	7,0x	6,2x	3,5x	2,6x
CGG Veritas	5,5x	8,0x	3,4x	3,8x
Gjennomsnitt	4,9x	5,8x	3,5x	3,6x

Kilde: Pareto Securities analyseavdeling. Datastream. Aksjekurser per 1. april 2009

6.7.2 Kontantstrømsanalyse

Vår kontantstrømsanalyse viser en verdi i ODIM på NOK 1 965 millioner, tilsvarende NOK 42 per aksje. Av dette er NOK 22 per aksje relatert til inntjeningsperioden (2009–2015) og NOK 20 per aksje til terminalverdien.

For perioden 2010–2012 har vi lagt til grunn vesentlig svakere omsetning og marginer enn i toppårene 2007–2009. Vi estimerer en viss syklisk oppgang fra 2012. Verdien av selskapets kontantstrøm etter 2015 er estimert ved hjelp av terminalverdiberegning hvor vi har lagt til grunn en terminalvekstrate på 2,5 % per år etter annuitetsprinsippet. Annuitet er brukt fremfor exit multippel i terminalperioden da ODIM sine eiendeler ikke er av en gitt levetid, men kan teoretisk som et teknologiselskap leve i det uendelige. Avkastningskravet som er lagt til grunn for neddiskontering av kontantstrømmene er avrundet til 10,5 % per år. Verdsettelsestidspunktet er satt til 1. april 2009. Basert på en sensitivitetsanalyse på +/- 1,0 % poeng endring i vekstraten i terminalperioden har vi estimert egenkapitalverdien til NOK 1 850–2 100 millioner. Dette tilsvarer NOK 40 til NOK 45 per aksje.

Tabell 6.7.2a: ODIM – kontantstrømanalyse

Kontantstrømanalyse		2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
EBITDA	NOKm	240	398	380	224	231	235	246	259	272
Minus: Avskrivninger	"	(50)	(79)	(75)	(75)	(75)	(75)	(75)	(75)	(75)
EBITA	"	190	319	305	149	156	160	171	184	197
Minus: Skatt	"	(53)	(89)	(85)	(42)	(44)	(45)	(48)	(51)	(55)
Beskattet EBITA	"	137	230	219	107	112	115	123	132	142
Pluss: Avskrivninger	"	50	79	75	75	75	75	75	75	75
Minus: Endring i arbeidskapital	"	54	(229)	(51)	47	(4)	-	-	-	-
Minus: Investeringer (netto)	"	(17)	(154)	(75)	(65)	(65)	(67)	(68)	(70)	(72)
Ubelånt fri kontantstrøm	"	224	(74)	169	165	119	123	130	137	145

Neddisk. faktor	Nåverdi av kontantstrøm	Residualverdi (kontinuerlig vekstrate)			Bruttoverdi (kontinuerlig vekstrate)			Verdi av egenkapital (kontinuerlig vekstrate)		
		1,5 %	2,5 %	3,5 %	1,5 %	2,5 %	3,5 %	1,5 %	2,5 %	3,5 %
8,5%	776	1 211	1 427	1 729	1 987	2 203	2 505	2 268	2 483	2 785
9,5%	756	996	1 149	1 354	1 752	1 906	2 110	2 033	2 187	2 391
10,5%	738	833	946	1 092	1 570	1 684	1 829	1 851	1 965	2 110
11,5%	720	705	791	899	1 425	1 511	1 619	1 706	1 792	1 900
12,5%	703	604	670	752	1 307	1 374	1 455	1 588	1 654	1 736

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

Se tekst under Disclaimer vedrørende tabeller og figurer, side i, 6. avsnitt.

6.7.3 Kursutvikling

Vi har sett på kursutvikling for ODIM både fra 1. januar 2009 og 1. februar 2009 opp mot sammenlignbare selskaper innen seismikk- og produktsegmentet.

Tross en kursutvikling for ODIM på henholdsvis +26 % og 0 % i nevnte to perioder, kan flere sammenlignbare selskaper vise til like god eller bedre utvikling. PGS er i samme periode opp henholdsvis 24 % og 2 %. TGS, FMC og National Oilwell kan også vise til sterk kursutvikling i denne perioden. Vi har lagt til grunn kurs i ODIM per 1. april på NOK 28,9 per aksje dagen før transaksjonen ble offentliggjort, og ikke oppkjøpspris på NOK 33 per aksje.

Vi kan basert på dette ikke finne en unormal kursutvikling i ODIM i perioden før Aker transaksjonen.

Tabell 6.7.3a: ODIM – kursutvikling for relevante selskaper

Aksjekursutvikling	Kurs per				Kursutvikling i % siden		
	1. april 2008	1. januar 2009	1. februar 2009	1. april 2009	1. april 2008	1. januar 2009	1. februar 2009
Produkt selskaper							
FMC Tech.*	55	24	30	32	-42 %	33 %	7 %
Cameron*	43	21	23	22	-49 %	7 %	-5 %
National Oilwell*	60	24	26	29	-51 %	20 %	11 %
Kongsberg G.	324	328	299	270	-17 %	-18 %	-10 %
TTS Marine	73	17	19	16	-78 %	-5 %	-17 %
Snitt					-47 %	7 %	-3 %
Seismikk selskaper							
PGS	129	28	23	28	-78 %	2 %	24 %
TGS	76	35	40	52	-31 %	49 %	30 %
CGG Veritas	31	10	9	8	-73 %	-20 %	-8 %
Snitt					-61 %	11 %	15 %
ODIM	91	29	23	29	-68 %	0 %	26 %

Kilde: Datastream, Bloomberg

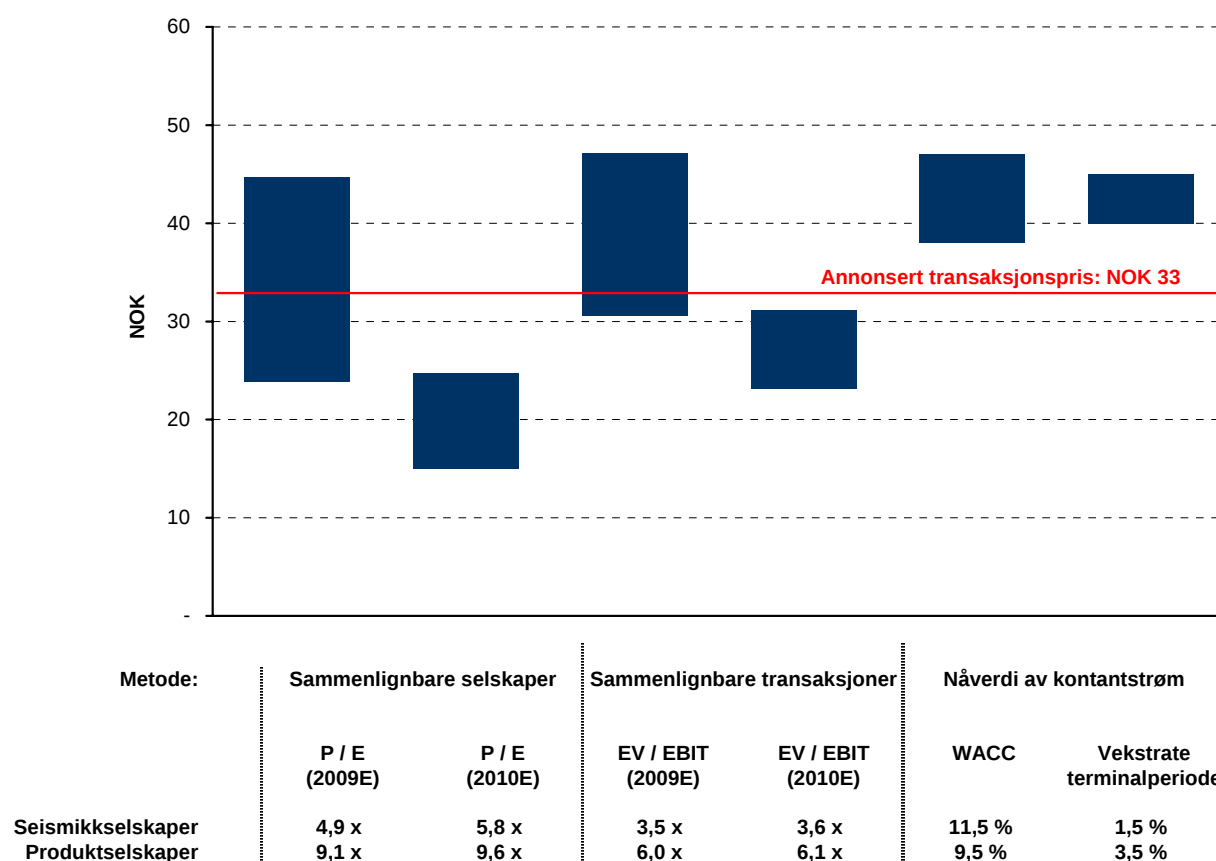
6.7.4 Oppsummering verddivurdering

1. P / E multipler gir et intervall på NOK 15 til NOK 45, med et snitt på NOK 27

- EV / EBIT multipler gir et intervall på NOK 23 til NOK 47, med et snitt på NOK 33
- Kontantstrømsanalyse gir et intervall på NOK 38 til NOK 47, med et snitt på NOK 43

I tabellen nedenfor har vi oppsummert estimert egenkapitalverdi for ODIM ved bruk av ulike metoder og fremgangsmåter. Basert på en helhetlig vurdering har vi estimert egenkapitalverdien til NOK 27–43 per aksje, som er gjennomsnittsverdiene av henholdsvis P / E og EV / EBIT multiplene og kontantstrømsanalyseintervallet. Dette er i tråd med transaksjonsprisen. Det er verdt å bemerke at de fleste oljeserviceselskaper på børs handles under kontantstrømsanalyseverdi. Grunnet selskapets relativt høye netto kontantbeholdning, mener vi at EV multipler gir større forklaringsgrad enn P / E multipler.

Figur 6.7.4a: ODIM – oppsummering av verdsettelse (verdi per aksje)



Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Aksjekurser per 1. april 2009

6.8 Konklusjon

Som beskrevet over setter vi også noen spørsmålstegn ved det strategiske rasjonale ved å kun eie 33 % av utestående aksjer i ODIM. Da Aker Solutions med 33 % ikke vil ha operativ kontroll over ODIM vil dette også gi begrensede synergier til Aker Solutions' øvrige virksomhet. Ut fra dette mener vi en vanlig oppkjøpspremie ikke bør legges til grunn. Transaksjonen legger 14 % premie til grunn i forhold til sist omsatte børskurs, noe vi mener ikke er en veldig signifikant oppkjøpspremie og dermed rimelig ut fra den mulighet til innflytelse posten gir.

Basert både på inntjeningsmultipler og kontantstrømsanalyse kan prisen i transaksjonen rettferdiggjøres. Basert på EV multipler kommer vi frem til en snittverdi per aksje i ODIM på NOK 33 per aksje, hvilket er på linje med transaksjonskursen. Vår analyse basert på P / E multipler gir en verdi per aksje på NOK 27, hvilket er 18 % under transaksjonskursen. Vår kontantstrømsanalyse gir en verdi per ODIM aksje på NOK 43, som er 30 % over

transaksjonskurs. Som tidligere konkludert er vi av den oppfatning at EV multipler må foretrekkes foran P/E. Videre er vi av den oppfatning at multipler gir en mer korrekt vurdering enn kontantstrømanalyse, da sistnevnte inneholder flere variabler og usikkerhetsmomenter. Vår oppfatning er også at norske oljeservice aksjer generelt prises under kontantstrømverdi. Dermed synes en pris på NOK 33 å være et rimelig nivå.

Vi er imidlertid av den oppfatning at ovennevnte profit split gitt salg fra Aker Solutions innen 12 måneder vanskelig kan rettferdiggjøres. Vi kan ikke se at slike profit split avtaler er vanlige ved kjøp av ikke-kontrollerende poster i børsnoterte selskaper.

7 MIDSUND BRUK

7.1 Selskapsbeskrivelse

Tabell 7.1a: Midsund Bruk – fakta

Administrerende direktør	Peter Tennfjord
Hovedkontor	Midsund, Møre og Romsdal
Antall ansatte	65
Finansielle nøkkeltall 2008	Omsetning: NOK 131 millioner EBITDA: NOK 22 millioner
Produkter	• Trykktanker • Ståltanker • Stålkonstruksjoner • Sveisearbeide

Midsund Bruk ble startet 1973 og er lokalisert i Midsund i Møre og Romsdal. Selskapet har spesialisert seg på bygging av trykktanker for bruk i oljeindustrien og er ledende i sin nisje i det europeiske markedet. Midsund Bruk tilbyr tjenester innen design, prosjektledelse og produksjon av alle typer trykktanker i forskjellige materialer. Midsund Bruk har også startet produksjon av lagertanker for flytende naturgass (LNG) samt utstyr og deler for vinsjer og kraner.

Selskapet har 65 ansatte i tillegg til 15 innleide personer. Kundelisten inkluderer StatoilHydro, VetcoAibel, Petrojarl og BP. Nylige prosjekter inkluderer LNG tank til Saga Fjordbase, tanker til Gjæa, Valhall, Skarv og Idun, undervannstanker til Ormen Lange, samt utstyr til Mongstad og deler til produsenter av vinsjer og kraner.

7.2 Eierskapshistorikk

Aker Capital AS, et heleid datterselskap av Aker, kjøpte 100 % av aksjene i Midsund Bruk fra Aker Yards i 2006. Aker Capital AS har eid Midsund Bruk frem til i dag.

7.3 Markeds- og industribeskrivelse

Midsund Bruk opererer i et utpreget nisjemarked. Kundene er oljeselskaper, flytende produksjonsselskaper og offshore entreprenører.

Selskapets omsetning steg ca. 30 % fra 2005 til 2008, med store variasjoner. Omsetningen falt markant i 2006 før den steg mye i 2007 og var stabil i 2008. Driftsmarginene har steget siden 2005, dog med unntak av 2007 hvor marginene var markant svakere.

7.4 Vurdering av strategisk rasjonale

Midsund Bruk kan etter vår oppfatning potensielt utgjøre en naturlig del av *Products & Technology* divisjonen til Aker Solutions. Denne divisjonen produserer et større spekter av utstyr for offshore-industrien, inklusiv boreutstyr, prosesseringsanlegg, oppankringssystemer og laste- og lossesystemer for bruk på offshore og installasjoner.

Med sitt hovedfokus på trykktanker kan Midsund Bruk representere en naturlig utvidelse av produktspekteret. Det faktum at Midsund Bruk også leverer deler til offshore kraner og vinsjer gjør at dette ser ut til å kunne være en relevant industriell match. Som en del av Aker Solutions vil

bedriften kunne dra nytte av et stort markedsførings- og salgsapparat med erfaring og kontakter innen offshoreindustrien.

Det skal imidlertid påpekes at omfanget av Midsund Bruks virksomhet er relativt ubetydelig for et selskap av Aker Solutions' størrelse. Selv om vi anser kjøpet av Midsund Bruk som industrielt forankret, har vi derfor vanskelig for å se at det er en strategisk viktig transaksjon for Aker Solutions. Videre har vi ikke forutsetning for å vurdere om det finnes andre tilsvarende nisje-aktører som ville vært mer attraktive oppkjøpskandidater for Aker Solutions.

7.5 Resultater og estimater

Begrenset informasjon om selskapet gjør at usikkerheten vedrørende fremtidig inntjening blir vesentlig større enn normalt. Eksempelvis har vi ikke forutsetninger for å vurdere om det er grunnlag for at selskapets markante inntjeningsvekst i 2008 vil vedvare i årene som kommer.

Omsetningsveksten og marginene har de siste årene vært gode, men variable. Driftsresultat før avskrivninger (EBITDA) i 2008 var på NOK 22 millioner, noe som var en betydelig økning i forhold til foregående år. Midsund Bruk ser ut til å ha en sunn balanse med NOK 12 millioner netto rentebærende gjeld, som er ca. 0,9x gjennomsnittlig EBITDA de siste fire årene. Våre estimater antar negativ omsetningsvekst og press på marginene de neste par årene som følge av svakere økonomiske utsikter. Investeringsnivået er antatt å ligge på samme nivå som 2008.

I vårt arbeid har vi kun kommet over ett meglerhus som har publisert egne inntjeningsestimater for Midsund Bruk. Disse estimatene legger til grunn EBITDA på NOK 10–15 millioner per år fremover. Vi er av den oppfatning at det er vesentlig usikkerhet knyttet til disse estimatene, og vi tillegger dem lite vekt.

Tabell 7.5a: Midsund Bruk – resultat og estimater

Resultatregnskap		2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
Driftsinntekter	NOKm	98	69	133	131	124	118
Driftskostnader	"	(87)	(60)	(121)	(109)	(105)	(104)
EBITDA	"	12	9	12	22	20	14
Avskrivninger	"	(2)	(2)	(2)	(5)	(5)	(5)
EBIT	"	10	7	10	17	15	9
Netto finanskostnader	"	0	0	0	(1)	(2)	(1)
Resultat før skatt	"	10	7	10	16	13	8
Skattekostnad	"	(3)	(2)	(3)	(5)	(4)	(2)
Netto resultat	"	7	5	7	11	10	6
<i>Omsetningsvekst (p.a.)</i>		<i>n / a</i>	-30,2 %	93,9 %	-1,5 %	-5,0 %	-5,0 %
<i>EBITDA margin</i>		11,8 %	13,2 %	9,0 %	16,8 %	16,0 %	12,2 %
<i>EBIT margin</i>		9,7 %	10,2 %	7,2 %	13,0 %	12,1 %	8,0 %
<i>Investeringer (netto)</i>	<i>NOKm</i>	(2)	(2)	(35)	(8)	(7)	(7)
Balanse		2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
Varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	NOKm	10	12	43	56	59	61
Andre anleggsmidler	"	0	0	0	0	0	0
Varelager, varer i arbeid og fordringer	"	34	17	74	54	51	49
Betalingsmidler	"	8	27	2	20	28	28
Sum eiendeler	"	52	56	119	130	138	138
Egenkapital	NOKm	34	39	47	58	68	74
Rentebærende gjeld	"	1	1	27	32	32	27
Annen gjeld	"	17	16	45	40	38	37
Sum egenkapital og gjeld	"	52	56	119	130	138	138

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Midsund Bruk. Bizweb

Se tekst under Disclaimer vedrørende tabeller og figurer, side i, 6. avsnitt.

7.6 Verdivurderingsmetodikk

I vår verdsettelse av Midsund Bruk har vi benyttet følgende metoder og referansepunkter:

- Sammenlignbare selskaper og relevante multipler
- Kontantstrømanalyse
- Bokført egenkapital – sett i sammenheng med historisk og forventet rentabilitet

Det er imidlertid lite offentlig tilgjengelig informasjon om selskapet og det er derfor større usikkerhet knyttet til inntjeningen fremover for Midsund Bruk enn det typisk vil være for et børsnotert selskap.

7.7 Verdivurdering

Den annonserte kjøpsprisen for Midsund Bruk på NOK 88 millioner tilsvarer EV / EBITDA og P / E multipler basert på 2008-tall på henholdsvis 4,5x og 8,0x. Vi anser begge disse multiplene som relevante for produkselskaper innenfor olje og offshore industrien. Ettersom Midsund Bruk er et relativt lite nisje-selskap finnes det ingen direkte sammenlignbare børsnoterte selskaper. Skulle man imidlertid se på børsnoterte selskaper som kan ha en viss relevans for Midsund Bruk, mener vi det vil være naturlig å inkludere Aker Solutions, Bjørge, ODIM og TTS Marine. Basert på tall fra Pareto Securities' analyseavdeling handlet disse selskapene per 1. april 2009 på EV / EBITDA og P / E multipler for 2008 på henholdsvis ca. 2,5x–4,0x og ca. 4,0x–5,5x. Legger man denne prisingen til grunn for Midsund Bruk gir dette en egenkapitalverdi på ca. NOK 45–75 millioner.

Vår kontantstrømanalyse er basert på estimert inntjening og kontantstrøm frem til 2015. I perioden 2010–2015 har vi lagt til grunn en moderat omsetningsvekst og marginer i tråd med gjennomsnittlige marginer de siste fire årene. Verdien av selskapets kontantstrøm etter 2015 er estimert ved hjelp av terminalverdideregning hvor vi har lagt til grunn en kontinuerlig vekstrate på 2,5 % per år. Ettersom selskapet opererer i en moden industri, samt at det er rimelig å anta at 2015 representerer et normalår, mener vi at en terminalverdideregning basert på denne metoden er den mest relevante i dette tilfellet. Avkastningskravet som er lagt til grunn for neddiskontering av kontantstrømmene er 10,0 % per år. Verdsettelsestidspunkt er satt til 1. april 2009. Basert på en sensitivetsanalyse på +/- 1,0 % med hensyn til terminalvekstraten og avkastningskravet har vi estimert egenkapitalverdien til NOK 65–85 millioner.

Vi har vanskelig for å se at en kombinasjon vil gi betydelige kostnadssynergier. Det vil imidlertid være naturlig å anta at Midsund Bruk vil kunne dra nytte av Aker Solutions' omfattende salgs- og markedsføringsapparat. Denne type synergier er imidlertid vanskelige å kvantifisere og vi har derfor ikke tatt hensyn til synergier i vår verdsettelse av Midsund Bruk.

Nedenfor har vi oppsummert estimert egenkapitalverdi for Midsund Bruk ved bruk av ulike metoder og fremgangsmåter. Basert på en helhetlig vurdering har vi estimert egenkapitalverdien til NOK 60–75 millioner (skravert område i figuren nedenfor). Dette er i det øvre intervallet av verdsettelsen basert på sammenlignbare selskaper og i det nedre intervallet av verdsettelsen basert på kontantstrømanalyse. Som tidligere bemerket handles de fleste børsnoterte oljeserviceselskaper til verdier som er lavere enn hva en kontantstrømanalyse typisk skulle tilsi.

Figur 7.7a: Midsund Bruk – oppsummering av verdsettelse (egenkapitalverdi, 100 % basis)

Metode:	Sammenlignbare selskaper		Nåverdi av kontantstrøm	
	EV / EBITDA (2008)	P / E (2008)	WACC	Vekstrate etter 2015E (p.a.)
Intervall:	2,5 x	4,0 x	9,0%	1,5%
	4,0 x	5,5 x	11,0%	3,5%

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Aksjekurser per 1. april 2009

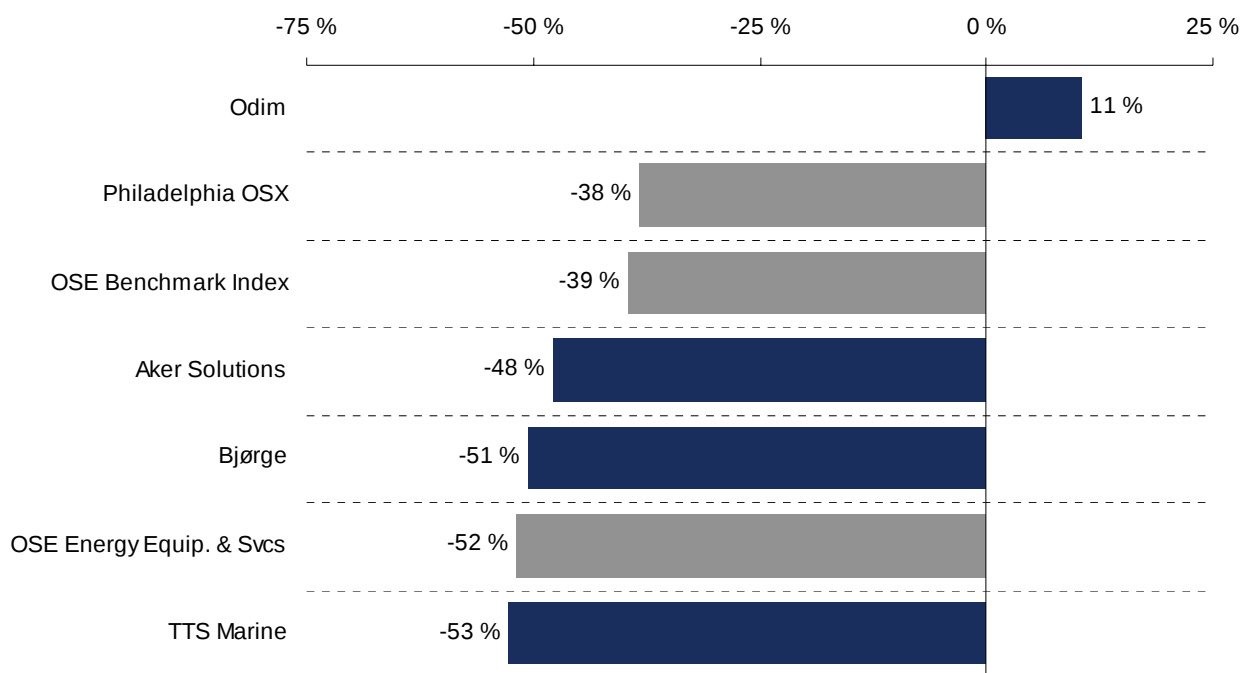
I tillegg til de ovennevnte metoder mener vi også at det vil være relevant å vurdere kjøpsprisen opp mot den bokførte egenkapital i Midsund Bruk som per 31. desember 2008 var NOK 58 millioner. Selskapet har de siste fire årene oppnådd en avkastning på bokført egenkapital på ca. 18 % per år i gjennomsnitt. Dette har imidlertid vært de fire beste årene i olje og offshore-markedet på lang tid, og det er naturlig å forvente en lavere inntjening fremover gitt de økonomiske utsiktene og den sykliske svingningene i olje og offshore industrien. For å forsvare den annonserte kjøpsprisen på NOK 88 millioner må selskapet etter vår oppfatning oppnå en egenkapitalrentabilitet på ca. 15 % over tid. Dette vil kreve at selskapet opprettholder et driftsresultat som er 10 % under toppåret 2008 og 65 % høyere enn driftsresultatet i 2007, noe som for oss fremstår som vel krevende.

Ifølge Aker er den annonserte prisen på NOK 88 millioner lik den prisen Aker betalte i 2006²¹. Det kan således være interessant å se på prisutviklingen for relevante selskaper og indekser i denne perioden. Siden midten av 2006 har imidlertid relevante indekser falt ca. 30–50 %. Legger man dette til grunn, vil det være vanskelig å argumentere for at prisen skal være den samme som i 2006, så sant ikke selskapsspesifikke forhold skulle tilsi noe annet. Vi har ikke kjennskap til at det eksisterer noen slike forhold. Snarere tvert imot, vi har forstått det slik at Aker over lengre tid har

²¹ Redegjørelse fra Akers revisjonsutvalg, 14. april 2009.

hatt diskusjoner med ulike parter om et potensielt salg av selskapet uten av slike diskusjoner har ført frem.

Figur 7.7b: Aksjekursutvikling fra 30/6/ 2006 til 1/4/ 2009 (NOK, utbyttejustert)



Kilde: Reuters. Aksjekurser per 1. april 2009

7.8 Konklusjon

Basert på vår analyse har vi estimert verdien av egenkapitalen i Midsund Bruk til NOK 60–75 millioner, noe som er ca. 15–20 % lavere enn den annonserte kjøpsprisen på NOK 88 millioner. Vi gjør oppmerksom på at vårt estimat er basert på begrenset offentlig tilgjengelig informasjon.

Etter vår oppfatning kan Midsund Bruk være et godt tillegg til Aker Solutions og dets *Products & Technology* divisjon, men vi har vanskelig for å se at det er et strategisk viktig oppkjøp. Aker Solutions' betalingsvilje burde i så måte være moderat, noe som gjør det vanskelig å rettferdiggjøre en kjøpspris til fulle kontantstrømanalyse-verdier og en betydelig premie til bokført egenkapital.

8 AKER CLEAN CARBON

8.1 Selskapsbeskrivelse

Tabell 8.1a: Aker Clean Carbon – fakta

Administrerende direktør	Jan Roger Bjerkestrand
Hovedkontor	Oslo
Antall ansatte	12
Finansielle nøkkeltall 2008	Omsetning: NOK 8 millioner EBITDA: NOK (32) millioner
Produkter	Utvikling av turnkey prosessanlegg for post combustion rensing av CO ₂ fra gass- og kullkraftverk

Aker Clean Carbon ble etablert i 2007 og har til hensikt å utvikle og levere turn key prosessutstyr for post combustion fangst av CO₂ fra eksosgass fra gass- og kullkraftverk. Selskapet er i en prekommersiell fase.

Aktiviteten var fram til selskapsetableringen i 2007 en del av Aker Kværner Engineering & Technology AS, nå en del av Aker Solutions, som leverte renseanlegg for oppgradering av naturgass gjennom fjerning av CO₂. Disse anleggene er basert på samme prinsipp, men i en betydelig mindre skala.

Aker Clean Carbon oppgir å ha investert rundt NOK 100 millioner i teknologiutvikling på sine websider. Aker skriver i sin årsrapport for 2008 at "Foreløpig er det investert omtrent NOK 300 millioner i fangstteknologi, og om lag 160 ingeniører i Aker Solutions er engasjert i arbeidet med effektive byggemetoder og gjennomføringsmodeller." Det er usikkert om disse tallene inkluderer investeringer gjort i forbindelse med utvikling av renseanlegg for oppgradering av naturgass.

Det er inngått to avtaler vedrørende forsøks- og pilotanlegg. En avtale er inngått med Statoil som kontraktspartner for engineering, procurement and construction av et testanlegg på Mongstad med en verdi på NOK 525 millioner. Det er ikke kjent hva denne kontrakten innebærer i forhold til resultat for Aker Clean Carbon. Anlegget forventes ferdig i løpet av 2011. Sommeren 2008 inngikk Aker Clean Carbon en avtale med Gassnova på NOK 16 millioner for engineeringstudier vedrørende CO₂ fangst ved gasskraftverket i Kårstø.

Selskapet disponerer en containerbasert mobil testenheter. Enhetens første destinasjon var testsenteret på Risavika. Aker Clean Carbons intensjon er å flytte anlegget til et kullkraftverk i løpet av 2009.

8.2 Eierskaphistorikk

Selskapet Aker Clean Carbon ble etablert i 2007 og var i utgangspunktet 100 % eid av Aker Capital AS som igjen er et heleid datterselskap av Aker. Det er ikke klart hvilke verdier Aker Capital AS la inn i selskapet utover selve selskapsetableringen.

I løpet av 2007 ble det vedtatt å legge inn Aker Kværners karbonfangstsatsning og det ble enighet om en eierandel på 30 % for Aker Kværner som nå er Aker Solutions. Aker oppgir på sine websider at "Eierandelene er fastsatt etter verdivurderinger og forhandlinger, som også har tatt hensyn til at Aker Kværner vil ha eksklusive rettigheter til å medvirke til byggingen av framtidige karbonfangstanlegg i Aker Clean Carbon-regi." Selve transaksjonen ble gjennomført i 2008

Aker Solutions' 30 % andel ble på sammenslåingstidspunktet verdsatt til NOK 32 millioner, noe som impliserer en verdi på NOK 107 millioner for selskapets egenkapital. Aker Solutions har også

ytt ett lån til Aker Clean Carbon. Dette lånet er bokført til NOK 15 millioner i Aker Solutions' årsberetning for 2008. Som nevnt i de innledende kapitler har partene nå forpliktet seg til å bidra med like store aksjonærlån til selskapet. Siden eksisterende eierlån er gitt i forhold til tidligere eierbrøk på 30 % / 70 %, vil Aker Solutions ved senere lånebehov i Aker Clean Carbon måtte bidra med omtrent NOK 22 millioner for å utjevne denne forskjellen.

8.3 Markeds- og industribeskrivelse

8.3.1 Markedet

Markedet for CO₂-fangst er drevet av et økende fokus på CO₂ som en kilde til klimaendring. Fjerning av CO₂ fra termiske kraftverk er et av flere alternativ for å kunne redusere menneskeskapte utslipp.

Et komplett anlegg for "carbon capture and storage" (CCS) fra termiske kraftverk består av anlegg for separering av CO₂ fra kraftverket, transport av CO₂ til lagringsstedet og deponering av CO₂. Aker Clean Carbon vil levere turnkey prosessutstyr for separering av CO₂ fra kraftverkene, ikke transport og deponering.

Markedspotensialet for CO₂-rensing fra fossile kraftverk er svært stort. SINTEF²² har gjort beregninger som tilsier at "En andel på én prosent av et slikt marked, vil fram til 2100 gi en samlet omsetning på NOK 240 milliarder." Det er imidlertid betydelige utfordringer i form av teknologisk utvikling spesielt med hensyn på kostnadsreduksjoner som vil avgjøre eventuelt hvilken teknologi som vil bli den foretrukne i et fremtidig modent marked.

Det fins i dag ingen fullskala anlegg for fjerning av CO₂ fra verken gass- eller kullkraftverk. En rekke initiativ og forslag eksisterer. Bare i EU-området planlegges det over 40 demonstrasjonsanlegg for CCS ved bruk av forskjellige teknologier. Bygging og oppstart av de første demonstrasjonsanleggene planlegges i løpet av det neste tiåret.

McKinsey har²³ estimert kostnadene for CCS fra 60–90 EUR/tonn CO₂ for de første fullskala demonstrasjonsanleggene og estimerer en reduksjon til 30–45 EUR/tonn CO₂ i 2030. Prisen for CO₂ kvoter med levering i slutten av 2009 var til sammenligning 14,25 EUR/tonn per 14. april 2009. Dette indikerer at det vil være nødvendig med offentlige subsidier utover CO₂-kvotesystemet i flere tiår framover.

8.3.2 Teknologi

Det fins tre hovedspor som følges for CO₂-fangst; Precombustion, Oxyfuel og Postcombustion. Aker Clean Carbon planlegger å levere anlegg basert på den tredje metoden, postcombustion, hvor CO₂ fjernes fra avgassene etter konvensjonelle gass- og kullkraftverk.

Den største fordelene med postcombustionsanlegg av den typen Aker Clean Carbon utvikler er at de kan installeres retrofit på eksisterende anlegg. Det potensielle markedet for denne typen anlegg er derfor betydelig større enn ved de to andre hovedteknologisporene som krever at CO₂-fangsanlegget integreres i kraftverket.

I tillegg til disse hovedspor eksisterer det en rekke forskjellige undermetoder.

I dag er det ikke mulig å si noe om hvilken teknologi som vil bli foretrukket i eventuelle fremtidige CO₂-fjerningsanlegg. I en rapport utarbeidet av "European Technology Platform for Zero Emission Fossil Fuel Power Plants (ZEP)"²⁴ ble det vist til at det er nødvendig med minst 10–12 demonstrasjonsanlegg for å kunne dekke aktuelle teknologier som er under utvikling.

Prinsippene som Aker Clean Carbon baserer seg på er velkjente og kommersielt anvendte i anlegg for oppgradering av naturgass. Utfordringen for Aker Clean Carbon er å oppskalere og tilpasse anleggene til kraftverk i tillegg til å redusere kostnadene betydelig fra dagens nivå. Aker

²² <http://www.sintef.no/Presserom/Pressemeldinger/Norske-CO2-aktorer-forener-sine-krefter/>

²³ http://www.mckinsey.com/client-service/ccsi/pdf/CCS_Assessing_the_Economics.pdf

²⁴ <http://www.zero-missionplatform.eu>

Clean Carbon oppgir ingen kostnadsestimat for CO₂-rensingen hverken i dag eller hvilke mål de har satt seg.

Fangsten av CO₂ i Aker Clean Carbons anlegg skjer gjennom en vasking av eksosgassen i en aminløsning med påfølgende stripping av CO₂ fra aminløsningen ved oppvarming med damp. Energien til strippingen kan komme fra forbrenning av gass/kull eller andre kilder som bio/avfall.

8.4 Vurdering av strategisk rasjonale

Teknologien bak Aker Clean Carbon er utviklet i Aker Kværner Engineering AS som nå er en del av Aker Solutions. Det ligger fortsatt kompetanse i Aker Solutions som man kan dra veksler på i den videre utvikling av Aker Clean Carbon.

Aker Solutions fikk ved inntreden i Aker Clean Carbon en eksklusiv rolle som underleverandør til Aker Clean Carbon. Innholdet i denne avtalen er ikke kjent slik at det er vanskelig å gjøre en vurdering av hvilke kommersielle betingelser som Aker Solutions vil operere under. Eksklusiviteten knytter uansett selskapenes forretningsmodeller tett til hverandre.

I tillegg til selve fangstanlegget som Aker Clean Carbon utvikler vil det være nødvendig med anlegg for transport og lagring av CO₂. I forhold til den kompetansen som Aker Solutions besitter i dag, vil det være naturlig at Aker Solution vil bli en leverandør av slike anlegg.

Utvikling av CO₂-fangstanlegg er i de fleste tilfeller en del av større konsern hos konkurrentene til Aker Solutions slik det er tilfellet hos Alstom, Fluor Daniel og Mitsubishi.

8.5 Resultater

Tabell 8.5a: Aker Clean Carbon – resultater

Resultatregnskap		2007	2008
Driftsinntekter	NOKm		8
Driftskostnader	"	(0,34)	40
EBITDA	"	(0,34)	(32)
Avskrivninger	"		(12)
EBIT	"	(0,34)	(44)
Netto finanskostnader	"	(0,06)	na
Resultat før skatt	"	(0,39)	na
Skattekostnad	"		na
Netto resultat	"	(0,39)	na

Balanse		2007	2008
Varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	NOKm	19,52	
Andre anleggsmidler	"		
Varelager, varer i arbeid og fordringer	"		
Betalingsmidler	"	0,10	
Sum eiendeler	"	19,62	-
Egenkapital	NOKm	(0,29)	
Rentebærende gjeld	"	19,92	
Annen gjeld	"		
Sum egenkapital og gjeld	"	19,62	-

Kilde: Aker Clean Carbons årsberetning 2007. Akers årsberetning 2008

Aker Clean Carbon hadde ved utgangen av 2007 negativ egenkapital. Driftsresultatet i 2008 var negativt med NOK 44 millioner.

Kjente materielle eiendeler i selskapet begrenser seg til et containerbasert testanlegg for CO₂-rensing. Selskapet har fire patenter under behandling i Norge, det er ukjent hvilke andre intellectual property rights selskapet råder over.

8.6 Verdivurderingsmetodikk

Selskapet er i en svært tidlig fase og det er derfor ikke hensiktsmessig å benytte multiplikatorer for verdsettelsen.

Vekstselskaper blir normalt verdsatt i forhold til sin evne til å generere fremtidig kontantstrøm. For å kunne gjøre en slik vurdering må budsjetter og forretningsplaner være tilgjengelige, hvilket ikke er tilfellet for Aker Clean Carbon.

Informasjonen som er fremlagt er etter vårt syn så begrenset med hensyn på forretningsplaner og budsjetter at det ikke lar seg gjøre å utarbeide en forsvarlig verdsetting av selskapet.

8.7 Verdivurdering

Den foreslåtte emisjonen på NOK 43 millioner rettet mot Aker Solutions tar utgangspunkt i samme verdi per aksje som i 2007. Etter den foreslåtte emisjonen verdsettes Aker Clean Carbons egenkapital således til NOK 150 millioner. Det fremheves fra Aker og Aker Solutions at det var enighet om å basere verdien i den nå foreslåtte emisjonen på samme verdi som ved forrige emisjon, på tross av at det i mellomtiden har blitt lagt frem positive nyheter fra selskapet.

Verdsettelsesmetodikk og grunnlag fra emisjonen i 2007 er imidlertid ikke kjent, og det er derfor ikke mulig å bedømme hvorvidt dette var en rimelig pris eller ikke på det tidspunktet. Dette gjelder særlig i lys av at aktører i kapitalmarkedet gir uttrykk for at Aker Solutions i 2007 ga bort teknologien i bytte for en 30 % / 70 % eierandel i Aker Clean Carbon. Det settes således spørsmålstegn vedrørende de verdier som ble lagt til grunn i 2007.

Selskapets egenkapital var negativ ved inngangen til år 2008. Selskapet har et ukvantifiserbart kapitalbehov fram til positiv kontantstrøm. Erfaringer fra tilsvarende teknologiutviklingsløp tilsier at kapitalbehovet kan være betydelig og er normalt undervurdert av selskapets ledelse. På den annen side indikerer markedets potensielle størrelse at selskapet i fremtiden kan generere positive resultater. Etter vårt syn gir således heller ikke balanse- og regnskapsmessige tall relevant støtte for å vurdere verdien av selskapet.

8.8 Konklusjon

Det strategiske rasjonalet for Aker Solutions' eierskap er etter vårt syn tilfredsstillende, da det er synergier mellom Aker Clean Carbon og Aker Solutions både når det gjelder kompetanse i forbindelse med videre utvikling av teknologien og i en eventuell kommersiell fase.

Informasjonen som er lagt fram fra selskapet er imidlertid svært begrenset med hensyn på forretningsplaner og budsjetter slik at det etter vårt syn ikke lar seg gjøre å utarbeide en forsvarlig verdsetting av selskapet. For øvrig vil verdsettelsesspørsmålet være underordnet, dersom Aker og Aker Solutions deltar i emisjonen i forhold til dagens eierbrøk.

9 KREDITTRATING OG FUNDING

9.1 Implikasjoner for Aker Solutions' kredittverdighet

9.1.1 Betydelig økning i nettogjeld gjennom oppkjøp og økte investeringsbehov

Transaksjonen medfører totalt sett en investering på NOK 1 941 millioner inkludert aksjonærlån. Ettersom det ikke gjennomføres noen egenkapitalemisjon i forbindelse med transaksjonen og oppkjøpet ikke medfører noen umiddelbar økning i kontantstrøm eller tilgang til andre likviditetskilder kan oppkjøpet betraktes som 100 % gjeldsfinansiert. Dette er enten i form av opptak av foreslått obligasjonslån på NOK 2–2,5 milliarder, gjennom eksisterende trekkfasiliteter fra banker og / eller gjennom reduksjon av selskapets kontantreserver som vil påvirke selskapets nettogjeld negativt.

Som en følge av pågående nybyggingsprogram spesielt i Aker DOF Deepwater og Aker Oilfield Services medfører transaksjonen en betydelig økning i kapitalforpliktelsene til Aker Solutions.

Tabell 9.1.1a: Aker Solutions – investeringsbehov før og etter Transaksjonene

Selskap		Estimert investeringsbehov før oppkjøp (09-12)	Oppkjøp inkludert aksjonærlån	Estimert fremtidig investeringsbehov fra transaksjon (09-12)	Total investeringsbehov
Aker Solutions før transaksjon	NOKm	3 600			
Aker Oilfield Services AS	"		1 032	2 220	
Aker Dof Deepwater AS	"		265	880	
Midsund Bruk AS	"		88	0	
Aker Clean Carbon	"		43	0	
ODIM ASA	"		513	0	
Total:	"	3 600	1 941	3 100	8 641

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Redegjørelse fra Aker Solutions, 14. april 2009

Totalt sett økes fremtidig forventet investeringsbehov i perioden fra 2009 til 2012 fra ca. NOK 3,6 milliarder før transaksjonen til ca. NOK 8,6 milliarder etter transaksjonen. Majoriteten av dette investeringsbehovet er forventet finansiert med gjeld og det er dermed forventet at selskapets nettogjeld øker betydelig i løpet av perioden.

Pareto Securities estimerer fremtidig investeringsbehov i Aker Oilfield Services til ca. NOK 2,2 milliarder som samsvarer med redegjørelse som ble fremlagt fra Aker Solutions den 14. april 2009. I tillegg til dette er 2 av skipene i Aker Oilfield Services tiltenkt finansiert gjennom sale / leaseback som betraktes som en alternativ form for gjeldsfinansiering. Investeringsbehovet på ca. NOK 2,2 milliarder inkluderer ikke eventuelt investeringsbehov i forbindelse med top-side for NB 718, samt at de planlagte investeringer angitt i redegjørelsen ligger i nedre grense av investeringsbehovet som ble lagt til grunn i dokumentasjon i forbindelse med annonsering av Transaksjonene den 2. april 2009. Pareto Securities oppfatter derfor at det er risiko for at totalt investeringsbehov som en følge av oppkjøpet av Aker Oilfield Services kan øke utover det som er oppgitt i oversikten over.

Videre hevder Aker Solutions at kun nettoeffektene av økt investeringsbehov fra 32 % til 100 % eierskap skal legges til grunn i vurderingen av oppkjøpet av Aker Oilfield Services. I henhold til Pareto Securities' oppfatning er forskjellen på et 32 % minoriteteierskap og et 100 % eierskap betydelig i form av at Aker Oilfield Services' regnskapstall vil konsolideres inn i Aker Solutions' regnskaper. Oppkjøpet vil også medføre en betydelig økning av ansvar i forbindelse med finansiering av Aker Oilfield Services' virksomhet. Dette er bakgrunnen for at Pareto Securities legger til grunn bruttoendring i investeringsbehov som følge av oppkjøpet i Aker Oilfield Services.

For Aker DOF Deepwater er intensjonen å gjeldsfinansiere 70 % av nybyggene som overtas. For Aker Solutions' 50 % andel i Aker DOF Deepwater estimeres investeringsbehov til ca. NOK 880 millioner. Det er generelt utfordrende å sikre gjeldsfinansiering i dagens fremmedkapitalmarked og finansiering kan dermed kreve støtte fra morselskap i form av ytterligere innskutt egenkapital eller i

form av morselskapsgarantier som også kan påvirke fleksibilitet og likviditet i Aker Solutions sin balanse. At store deler av nybyggingsflåten, fem av seks skip, som overtas i Aker DOF Deepwater bygges uten kontrakter påfører ytterligere usikkerhet til fremtidig inntjening og finansiering. I tillegg er det usikkerhet relatert til at skipene er de første som bygges på dette verftet i Vietnam.

Totalt sett forventer Pareto Securities at nominelt netto gjeldsnivå i Aker Solutions vil påvirkes som følger i perioden frem til og med 2011 som en følge av transaksjonen:

Tabell 9.1.1b: Aker Solutions – gjeldsutvikling

Forventet Netto Gjeldsutvikling		2008	2009E	2010E	2011E
Netto gjeld før transaksjonen	NOKm	2 791	1 380	(175)	(1 488)
Netto gjeld etter transaksjonen	"	2 791	4 403	4 248	3 501
Økning	"		3 024	4 422	4 989

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

I tillegg til ovenfor beskrevne gjeldsutvikling kommer justeringer i forbindelse med eventuelle sale-leaseback avtaler som gjøres i Aker Oilfield Services. Dersom man forutsetter at denne finansiering gjøres som operasjonelle lease vil ratingbyråenes metodikk for justering skje ved at årlig leasingkostnad ganges med 8x og tillegges gjeldsforpliktelser fra det tidspunkt skipene kommer i drift²⁵.

Tabell 9.1.1c: Aker Solutions – sale / leaseback justeringer

Sale-leaseback justeringer - økt gjeldsforpliktelse		2009E	2010E	2011E	2012E
NB 718 (oppstart 2011E, 8x leasekost)	NOKm	-	-	617	1 234
NB 718 (oppstart 2012E, 8x leasekost)	"	-	-	-	1 234
Total justering av brutto gjeldsnivå	"	-	-	617	2 467
Årlig leasingkostnad NB718	"	-	-	77	154
Årlig leasingkostnad NB719	"	-	-	-	154

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

Leasing forpliktelsene er med andre ord forventet å påføre selskapet en økt gjeldsforpliktelse på ytterligere ca. NOK 2,5 milliarder i 2012E, gitt ratingbyråenes metodikk.

En økning i netto gjeld som indikert over uten tilsvarende forbedring i inntjening og kontantstrøm vil ha en negativ effekt på kredittvurderingen av Aker Solutions. I tillegg til dette kommer usikkerhet knyttet til sikring av nødvendig finansiering i Aker DOF Deepwater og Aker Oilfield Services.

9.1.2 Begrenset kortsiktig inntjenings- og kontantstrømseffekt

Ettersom transaksjonen er forventet å gi en betydelig økning i nettogjeld må dette sees i sammenheng med muligheter for økt inntjening og kontantstrøm og følgelig en forbedret gjeldsbetjeningsevne.

Det er ikke ventet noen betydelig positiv resultateffekt fra transaksjonen før i 2011E, som vist ved driftsresultat før avskrivninger (EBITDA) tall i tabellen under.

²⁵ Fitchs ratinganalyse av Aker Solutions, 11. juni 2008. Moody's Approach to Standard Adjustments for Non-Financial Corporations, februar 2006.

Tabell 9.1.2a: Aker Solutions – inntjenningseffekt

Forventet utvikling i EBITDA		2008	2009E	2010E	2011E
EBITDA (Før)	NOKm	3 382	4 290	3 805	3 535
EBITDA (Etter)	"	3 382	4 243	3 886	3 883
Endring	"	-	(47)	81	348

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

For 2010 er EBITDA forventet påvirket som følger:

- Aker Oilfield Services = NOK 64 millioner
- Aker Clean Carbon = NOK -16 millioner
- Aker DOF Deepwater = NOK 18 millioner
- Midsund Bruk = NOK 14 millioner

Gjør man tilsvarende øvelse for selskapets kontantstrøm blir situasjonen ytterligere forringet som følge av en betydelig økning i rentekostnader samt tidligere omtalte økning i investeringsbehov.

Effekten vil være størst i 2009E hvor fri kontantstrøm går fra positive NOK 1 850 millioner til negative NOK 1 174 millioner, en endring som også kan få en effekt på selskapets likviditetssituasjon inneværende år. Det kan videre påpekes at fri kontantstrøm for 2010E og 2011E total sett er forventet å reduseres med NOK 2 milliarder som en følge av transaksjonen. Dermed går Aker Solutions fra forventninger om en solid positiv kontantstrøm til en lavere og mer usikker kontantstrøm. Konsekvensene fra svekkede markedsforhold og redusert inntjenning kan raskt få alvorlige konsekvenser for selskapets kontantstrøm. Sensitivitet på kontantstrøm som følge av redusert omsetningsnivå og redusert EBITDA-margin er simulert i tabellen under og viser at 10 % reduksjon i omsetning og 1 % reduksjon i EBITDA-margin vil medføre en 72 % reduksjon i fri kontantstrøm for 2010E og 45 % reduksjon for 2011E.

Tabell 9.1.2b: Aker Solutions – fri kontantstrøm

Kontantstrømsoppstilling Aker Solutions ASA		2009E		2010E		2011E	
		Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
EBITDA	NOKm	4 290	4 243	3 805	3 886	3 535	3 883
Netto Rentekostnader	"	(165)	(350)	(95)	(310)	(85)	(310)
Skattekostnader	"	(1 091)	(1 034)	(966)	(912)	(888)	(896)
Midler fra Drift	"	3 035	2 859	2 744	2 664	2 562	2 677
Endring i arbeidskapital med mer.	"	315	315	59	51	(1)	(11)
Kontantstrøm fra Drift	"	3 350	3 174	2 803	2 714	2 561	2 667
Investeringer	"	(1 500)	(4 348)	(700)	(2 010)	(700)	(1 372)
Fri kontantstrøm før finansiering	"	1 850	(1 174)	2 103	704	1 861	1 295
Sensitivitet i fri kontantstrøm - (som følge av endring i totalomsetning og EBITDA marginer)							
Fri kontantstrøm (+5% og 0.5% fra 10E)	"	1 850	(1 174)	2 376	982	2 163	1 613
Prosentvis endring fra base case	"	0 %	0 %	13 %	40 %	16 %	25 %
Fri kontantstrøm (-5% og -0.5% fra 10E)	"	1 850	(1 174)	1 846	443	1 576	994
Prosentvis endring fra base case	"	0 %	0 %	-12 %	-37 %	-15 %	-23 %
Fri kontantstrøm (-10% og -1% fra 10E)	"	1 850	(1 174)	1 606	199	1 308	710
Prosentvis endring fra base case	"	0 %	0 %	-24 %	-72 %	-30 %	-45 %

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

9.1.3 Betydning for kredittnøkkeltall

Kredittnøkkeltall benyttes i kredittanalyser som et kvantitativt mål på selskapets gjeldsbetjeningsevne og er således viktig i vurderingen av kredittverdigheten til selskapet. Nedenfor er en tabell som viser endring i noen sentrale kredittnøkkeltall som følge av

Transaksjonene. Kredittnøkkeltallene er også justert for økte gjeldsforpliktelser som følge av leasingforpliktelsene i Aker Oilfield Services.

Tabell 9.1.3a: Aker Solutions – endring i kredittnøkkeltall som følge av Transaksjonene

Kredittnøkkeltall		2008	2009E	2010E	2011E
Rentebærende Gjeld / EBITDA - før	x	2,0 x	1,9 x	2,2 x	2,1 x
Rentebærende Gjeld / EBITDA - etter	"	2,0 x	1,9 x	2,4 x	2,2 x
Netto Rentebærende Gjeld / EBITDA - før	x	0,8 x	0,3 x	0,0 x	-0,4 x
Netto Rentebærende Gjeld / EBITDA - etter	"	0,8 x	1,0 x	1,1 x	1,0 x
Kontantbidrag fra drift (FFO) / Netto Rentebærende Gjeld - før	%	37 %	220 %	-1569 %	-172 %
Kontantbidrag fra drift (FFO) / Netto Rentebærende Gjeld - etter	"	37 %	65 %	63 %	65 %
Egenkapitalgrad (EK / Justert Totalkapital) - før	%	51 %	51 %	54 %	58 %
Egenkapitalgrad (EK / Justert Totalkapital) - etter	"	51 %	50 %	52 %	53 %
Rentedekningsgrad (EBITDA / Netto Finanskost) - før	x	17 x	26 x	40 x	42 x
Rentedekningsgrad (EBITDA / Netto Finanskost) - etter	"	17 x	12 x	13 x	13 x

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

I sum konkluderes det med at alle kredittnøkkeltall påvirkes negativt som følge av Transaksjonene. Dog kan det påpekes at endringene ikke er store samt at kredittnøkkeltallene isolert sett er robuste for selskapet også etter Transaksjonene.

9.1.4 Betydning for Aker Solutions' likviditet

Aker Solutions har en tilfredsstillende likviditet per årsslutt 2008 gjennom kontantreserver på NOK 3,8 milliarder. I tillegg til dette hadde selskapet ytterligere likviditetstilgang på rundt NOK 1 500–2 000 millioner gjennom en løpende kredittfasilitet på total EUR 750 millioner hvorav NOK 4 776 million var trukket ved inngangen til 2009 samt en ubenyttet trekkfasilitet på NOK 2 000 millioner fra et konsortium av banker²⁶. Total sett innebærer dette at selskapet har en total likviditetstilgang på NOK 7,3–7,8 milliarder ved inngangen til 2009. Vi oppfatter dette som en betydelig likviditetsreserve, noe som er viktig for prosjektselskaper som Aker Solutions på grunn av (i.) store arbeidskapitalbehov i selskapet og (ii.) høy variabilitet på kontantstrøm som følge av store omsetningsvolumer og små marginer i et volatilt marked med usikre utsikter for 2010E og 2011E hvor ordreserven er begrenset.

Arbeidskapital

Arbeidskapital for Aker Solutions vil av natur, i og med Aker Solutions er et prosjektselskap hvor betalingsstrukturen av oppdrag under utførelse både kan variere og er oppstykket, variere sterkt mellom kvartaler og år. Mye av kontantreservene til Aker Solutions vil således til enhver tid være bundet opp mot arbeidskapitalen. Pareto Securities anslår at Aker Solutions til enhver tid vil ha et løpende behov for likviditetsreserver på mer enn NOK 2 milliarder knyttet til arbeidskapitalen.

Fra 2005 har netto arbeidskapital fluktuert mellom minus NOK 3 milliarder til pluss NOK 2,1 milliarder, hvilket tilsier at Aker Solutions til enhver tid trenger en viss størrelse på likviditetsreservene som buffer.

For 2009 forventer vi en positiv utvikling i nettoarbeidskapital blant annet på grunn av oppgjør fra Frigg prosjektet og sluttbetaling for Aker Drilling riggene ved oppgjør²⁷. Disse riggene har også bidratt til en unaturlig høy fluktuasjon i arbeidskapitalen siden 2005 da Aker Solutions ved kontraktsinngåelse i 2005 mottok opp mot NOK 4 milliarder, men har siden ikke mottatt signifikante betalinger. Ved levering av dette prosjektet forventes en større sluttbetaling som

²⁶ Aker Solutions årsrapport 2008 og Aker Solutions børsmedling av 16. februar 2009.

²⁷ Aker Solutions børsmedling av 19. januar 2009.

beskrevet over. Fra 2010 har vi forventet at netto arbeidskapital vil ligge rundt NOK 1 milliard, som henvist fra selskapet²⁸.

Skulle arbeidskapitalen på nytt over de neste årene ha lignende fluktuasjoner som i perioden 2005-2008 kan dette utgjøre en viss risiko for selskapets finansielle situasjon da Aker Solutions etter Transaksjonene vil ha reduserte likviditetsreserver.

Videre kan investeringene i Aker DOF Deepwater og Aker Oilfield Services påvirke arbeidskapitalen i Aker Solutions negativt, da det ikke er unaturlig at man trekker på arbeidskapital i forbindelse med investeringer og oppmanning for selskaper i oppstartsfasen.

Forfallsprofil på gjeld

Aker Solutions' gjeldsoversikt ved inngangen til 2009 er presentert i tabellen under.

Tabell 9.1.4a: Aker Solutions – gjeldsoversikt

Gjeldsoversikt	Nominelt beløp	Bokført verdi	Kupongrente	Forfallsdato
Obligasjonsgjeld				
ISIN NO 0010341316	NOK 500 millioner	NOK 494 millioner	3mN + 0,70%	01.12.2009
ISIN NO 0010341324	NOK 650 millioner	NOK 643 millioner	3mN + 1,05%	01.12.2011
ISIN NO 0010341332	NOK 300 millioner	NOK 297 millioner	3mN + 1,35%	01.12.2013
ISIN NO 0010342587	NOK 150 millioner	NOK 148 millioner	6.0%	01.12.2013
Sum obligasjonslån				
Bank gjeld				
Løpende kredittfasilitet	EUR 750 millioner	NOK 4 776 millioner	IBOR + 0,7%	25.10.2012
Løpende kredittfasilitet	NOK 2000 millioner	-	IBOR + 1,75%	19.12.2011
Annen gjeld		NOK 358 millioner		
Sum rentebærende gjeld		NOK 6 716 millioner		

Kilde: Aker Solutions, årsrapport 2008

Som det fremgår av oversikten har ikke Aker Solutions noen store gjeldsforfall før 2011/2012. Hovedutfordringen i forhold til refinansiering av eksisterende gjeld relaterer seg til refinansiering av kredittfasiliteter på henholdsvis NOK 2 000 millioner og EUR 750 millioner som forfaller i henholdsvis 2011 og 2012. Refinansieringsrisikoen må ses i sammenheng med estimert reduksjon i kontantstrøm i årene frem til 2011 på NOK 5 milliarder samt økt usikkerhet i fremtidig inntjening.

Oppsummert oppfattes Aker Solutions' likviditet som sterk gjennom 2009. Likevel kan Transaksjonene strekke selskapets likviditet også i det korte bildet dersom det foreslårte obligasjonslånet på NOK 2–2,5 milliarder ikke blir tatt opp og Aker Solutions får betydelige negative arbeidskapitaleffekter eller lignende i løpet av året. I det lengre bildet inn i 2010, 2011 og 2012 påpekes økt usikkerhet i inntjening, store svingninger i arbeidskapital, økte investeringer kombinert med store gjeldsforfall i 2011 og 2012 som faktorer som kan sette betydelig press på selskapets likviditet.

9.2 Konsekvenser for selskapets kredittrating

9.2.1 Fitch Ratings plasserer Aker Solutions' BBB- kredittrating på negative watch

Aker Solutions' BBB- rating ble den 3. april 2009 plassert på negative watch av ratingbyrået Fitch Ratings. Med dette meddeler Fitch markedet at de oppfatter en økt sannsynlighet for en endret kredittrating som en følge av Transaksjonene samt at forventet retning av en mulig rating-endring vil være en nedgradering til BB+.

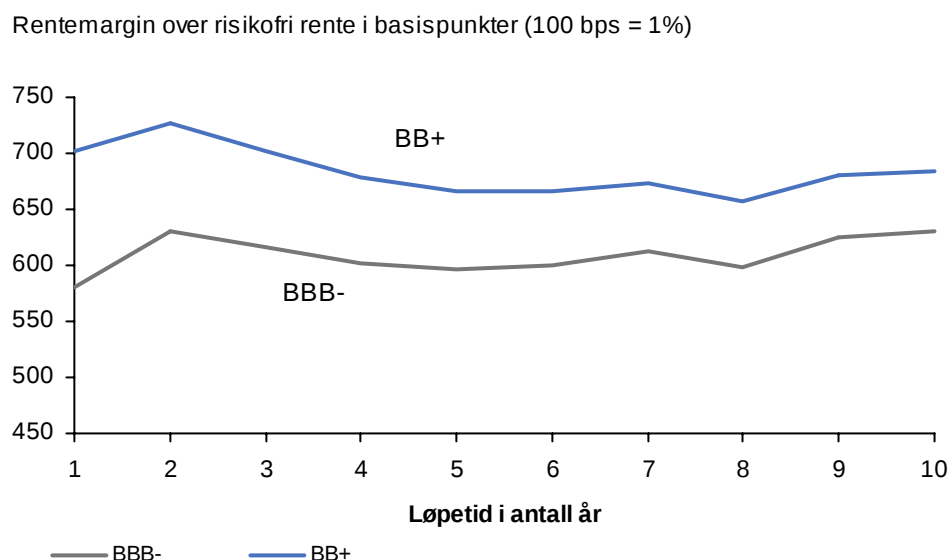
²⁸ Aker Solutions kapitalmarkedsdag, 9. desember 2008.

En nedgradering fra rating BBB- til BB+ vil oppfattes som alvorlig da dette innebærer endring fra Investment Grade Category til Speculative Grade Category også kjent som junk bonds, high yield bonds eller høyrenteobligasjoner. En slik nedgradering innebærer et klart skille i kredittkvalitet. I henhold til Moody's karakteriseres en BBB rating som; Medium grade, moderate credit risk, mens BB benevnes som; Substantial Credit Risk. Konkret for selskapet som blir nedgradert er det forventet at en nedgradering vil få følgende primære konsekvenser:

- i. **Økte finanskostnader i form av økte rentekostnader.** En nedgradering betyr at kredittrisikoen knyttet til selskapet er økt, noe som igjen gjør at kreditor vil kreve større avkastning på investeringen. Dette kan fremgå enten som klausuler i låneavtaler som tilsier at kupongrente skal øke i henhold til fastsatte satser som følge av at selskapet nedgraderes til Speculative Grade eller at kupongrenten blir satt til nytt markedsnivå når utestående lån refinansieres eller når nye lån reises i markedet.
- ii. **Vanskeligere tilgang til kapital i fremmedkapitalmarkedet.** Forskjellen mellom BBB- og BB+ er for mange investeringsmiljøer og fond forskjellen på om de kan eie obligasjonsgjelden til det aktuelle selskapet eller ikke. Investment Grade og Speculative Grade vil for mange investorer oppfattes som forskjellige aktivaklasser og dermed tiltrekke seg forskjellige type investormiljøer.

Økning i rentekostnader som en følge av en nedgradering av kredittrating fra BBB- til BB+ kan illustreres av figuren nedenfor som viser markedets krav til margin over risikofri rente for et BBB- og et BB+ lån ved forskjellige løpetider. For et lån med fem års løpetid priser markedet inn at rentemarginen skal øke med 70 basispunkter (økning i årlig rentekost på 0,7 prosentpoeng).

Figur 9.2.1a: Rentemargin over risikofri rente i basispunkter (100 bps = 1 %)



Kilde: Moody's Bonds over Libor, 14. april 2009

Som et eksempel for å kvantifisere effekten av en økning i kupongrenten for Aker Solutions kan vi legge til grunn det foreslåtte obligasjonslånet på rundt NOK 2 milliarder. Årlig økning i rentekostnad ville som følge av 0,7 prosentpoeng renteøkning være NOK 14 millioner over en løpetid på 5 år som tilsvarer en nominell merkostnad på 70 millioner, som neddiskontert tilsvarer ca. NOK 54 millioner.

Norske medier har for øvrig meldt at en nedgradert kredittrating automatisk vil gi 1,25 prosentpoeng renteøkning for obligasjonslånet Aker Solutions planlegger å utstede²⁹. En økning i årlig rentekostnad på 1,25 prosentpoeng tilsvarer en årlig merkostnad på NOK 25 millioner som over en 5 års periode er en samlet nominell merkostnad på NOK 125 millioner, som nediskontert med 10 % neddiskonteringsrente tilsvarer ca. NOK 97 millioner.

At en nedgradering til Speculative Grade medfører redusert tilgang til kapital i fremmedkapitalmarkedet kan eksemplifiseres ved å referere til forskriften til Statens Obligasjonsfond hvor det blant annet er satt en ramme på 30 % for investeringer i obligasjoner rangert som Speculative Grade, men ikke svakere enn B-³⁰.

Etter en gjennomgang av Fitch Rating's analyse av Aker Solutions fra 11. juni 2008 og de argumentasjonsrekker og rasjonaler som legges til grunn har vi identifisert følgende elementer som relevante i forbindelse med vurderingen av hvorvidt kredittratingen til Aker Solutions vil bli nedgradert:

9.2.2 Gjeldsfinansierte oppkjøp med mulige konsekvenser for belåningsgrad og likviditet

Det vises i rating analysen til Fitch til at redusert gjeldsbetjeningsevne som en følge av, for eksempel, et gjeldsfinansierte oppkjøp vil legge press på ratingen av Aker Solutions.

Det fremgår som klart av tidligere drøfting at dette er tilfellet i forbindelse med Transaksjonene og Fitch omtaler det ovennevnte punkt som en av tre hoveddrivere for ratingen til selskapet.

9.2.3 Finansiell strategi – "asset light" selskap som ikke eier egne skip

Det er i følge ratinganalysen Fitch's oppfatning at Aker Solutions' intensjon er å fortsette som et "asset light" selskap, med andre ord å ikke eie en egen flåte med skip, denne intensjonen omtales som positivt da det generelt reduserer selskapets risikoprofil.

Oppkjøpet av Aker DOF Deepwater som inkluderer 6 skip på 50 % basis vil i henhold til dette oppfattes som negativt i vurderingen av ratingen til Aker Solutions.

9.2.4 Økning i investeringer

Fitch legger til grunn en forventning om at Aker Solutions' oppkjøpsaktivitet vil være disiplinert, samt at årlige investeringer i 2009–2010 vil ligge i størrelsesorden NOK 1–1,2 milliarder eksklusive oppkjøp.

Estimater tilsier at investeringer for 2009E øker fra NOK 1 500 milliarder til NOK 2 400 milliarder eksklusive oppkjøpspris og aksjonærlån. For 2010E viser estimater en økning i investeringsbehov fra NOK 700 millioner til NOK 2 010 millioner.

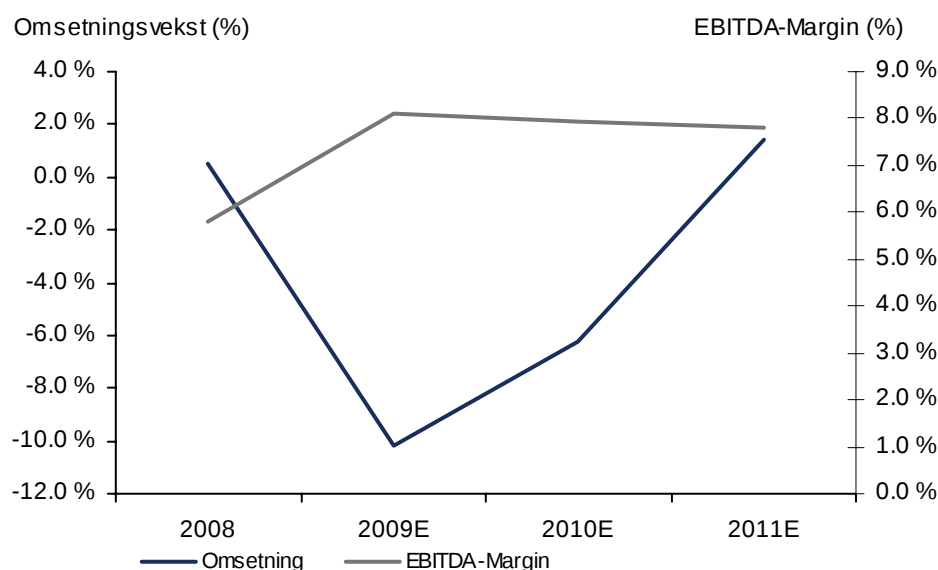
9.2.5 Andre forhold

Fitch har i sin analyse en forventning om at Aker Solutions skal levere i henhold til tidligere guiding med omsetningsvekst 8–10 % for 2009 og 2010 samt en EBITDA margin på 8 % for 2008 og 9–11 % innen 2010.

Aker Solutions har siden gått bort fra denne guidingen og markedet har ikke forventninger om at selskapet skal levere i henhold til den. I figuren nedenfor vises Pareto Securities forventninger til omsetningsvekst og EBITDA margin og det fremgår at forventningene er betydelig lavere enn Fitch' opprinnelige forventning når BBB- ratingen ble fastsatt.

²⁹ www.hegnar.no, 18. april 2009.

³⁰ Pressemelding fra Folketrygdfondet, 18. mars 2009.

Figur 9.2.5a: Aker Solutions – omsetningsvekst og EBITDA-margin

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance

Et siste punkt som Fitch omhandler i sitt ratingrasjonale er et sterkt marked innen oljeservice sektoren. Samtidig påpekes det at ratingen er begrenset av inntjeningsvolatiliteten for selskaper som opererer i de sykliske prosess- og olje & gass industriene. Siden ratinganalysen ble publisert 11. juni 2008 har det vært en betydelig svekkelse i de omtalte industriene. Oljeprisen har i perioden falt fra USD 138 til USD 53 per fat og oljeselskapene har redusert/utsatt sine investeringsprogrammer betydelig både som en følge av reduserte oljepriser og redusert tilgang på funding.

De siste punkter som er omtalt er ikke direkte relatert til Transaksjonene, men er likevel relevante da de drar i retning av en nedgradering av Aker Solutions' rating fra BBB- til BB+. Total sett oppfattes faren for en nedgradering som en følge av Transaksjonene som høyst reell.

9.3 Konklusjoner

Transaksjonen vurderes i sum som klart negativ for kredittverdigheten til Aker Solutions. Dette begrunnes i korte trekk med følgende faktorer:

- Det forventes en betydelig økning i selskapets nettogjeldsnivå som en følge av at Transaksjonene er 100 % gjeldsfinansiert samt innebærer økte investeringsbehov i størrelsesorden NOK 5 milliarder inkludert selve oppkjøpet.
- Samtidig som selskapets nettogjeldsnivå økes oppnås det få effekter i form av økt inntjening eller kontantstrøm i det korte bildet. Aker Solutions' gjeldsbetjeningsevne er dermed redusert som en følge av Transaksjonene. Dette gjenspeiles i svekkede kredittnøkkeltall, som likevel forventes å være robuste også etter Transaksjonene.
- Aker Solutions' likviditet oppfattes som sterk på ca. NOK 7,5 milliarder per inngang til 2009 det påpekes likevel at likviditeten vil bli negativt påvirket dersom det foreslåtte obligasjonslånet ikke reises.
- Likviditet i det lengre bildet inn i 2011 og 2012 kan som følge av økt usikkerhet i inntjening, store svingninger i arbeidskapital, økte investeringer kombinert med store gjeldsforfall i 2011 og 2012 bli satt under betydelig press.
- Fitch Ratings har satt Aker Solutions' BBB- kredittrating på negative watch som en følge av Transaksjonene.

- En nedgradering vil betraktes som alvorlig for Aker Solutions' fremtidige finanskostnader og tilgang til kapital i fremmedkapitalmarkedet.
- Faren for en nedgradering til BB+ som en følge av Transaksjonene oppfattes som høyst reell.

10 VEDLEGG

Vedlegg

Vedlegg 1: Aker Oilfield Services – avkastningskrav	V 1
Vedlegg 2: Aker DOF Deepwater – avkastningskrav	V 2
Vedlegg 3: ODIM – avkastningskrav	V 3
Vedlegg 4: Midsund Bruk – avkastningskrav	V 4
Vedlegg 5: Figur- og tabelloversikt	V 5

Vedlegg 1: Aker Oilfield Services – avkastningskrav

Aker Oilfield Services

Macroeconomic assumptions

Risk free rate	3,50%
Assumed equity risk premium	6,00%
Estimated future market return	9,50%
Applicable marginal tax rate	15,0%

Comparable companies	Levered beta (1)	Marginal tax rate	Net debt / equity	Unlevered beta (2)	Levered return	Unlevered return (3)
Acergy	1,20	30%	-	1,20	10,7%	10,7%
Subsea 7	1,19	30%	46,6%	0,89	10,6%	8,9%
Average	1,19	30,0%	46,6%	1,05	10,6%	9,8%

Capital structure

Net debt / cap.	Net debt / equity
44,4%	80,0%
47,4%	90,0%
50,0%	100,0%
52,4%	110,0%
54,5%	120,0%

Levered cost of equity (4)

Unlevered beta values				
0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
11,6%	12,6%	13,6%	14,6%	15,6%
12,0%	13,0%	14,1%	15,1%	16,2%
12,4%	13,5%	14,6%	15,7%	16,8%
12,8%	13,9%	15,1%	16,3%	17,4%
13,2%	14,4%	15,6%	16,8%	18,0%

Capital structure

Debt / cap.	Net debt / equity	Est. cost of debt
44,4%	80,0%	7,0%
47,4%	90,0%	7,5%
50,0%	100,0%	8,0%
52,4%	110,0%	8,5%
54,5%	120,0%	9,0%

WACC (5)

Unlevered beta values				
0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
9,1%	9,6%	10,2%	10,7%	11,3%
9,3%	9,9%	10,4%	11,0%	11,6%
9,6%	10,1%	10,7%	11,3%	11,8%
9,9%	10,4%	11,0%	11,5%	12,1%
10,2%	10,7%	11,3%	11,8%	12,4%

Footnotes

(1) Source: Bloomberg adjusted beta. Based on monthly observations last 5 years

(2) Unlevered beta = (levered beta / (1 + ((1 - tax rate) * net debt / equity))). Assumes beta of debt equals zero

(3) Unlevered return = (estimated future risk free rate + (unlevered beta * risk premium))

(4) Levered cost of equity = (estimated future risk free rate + (levered beta * risk premium))

(5) WACC = ((net debt / capitalization * (cost of debt * (1 - tax rate))) + (equity / capitalization * levered cost of equity))

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Bloomberg. Diverse selskapsdata

Vedlegg 2: Aker DOF Deepwater – avkastningskrav

Aker DOF Deepwater

Macroeconomic assumptions

Risk free rate	3,50%
Assumed equity risk premium	6,00%
Estimated future market return	9,50%
Applicable marginal tax rate	5,0%

Comparable companies	Levered beta (1)	Marginal tax rate	Net debt / equity	Unlevered beta (2)	Levered return	Unlevered return (3)
Deep Sea Supply	0,95	10%	385,2%	0,21	9,2%	4,8%
DOF	0,92	10%	210,1%	0,32	9,0%	5,4%
Farstad Shipping	0,85	5%	103,8%	0,43	8,6%	6,1%
Havila Shipping	0,85	5%	352,0%	0,20	8,6%	4,7%
Siem Offshore	0,95	5%	90,3%	0,51	9,2%	6,6%
Solstad Offshore	0,91	5%	193,9%	0,32	9,0%	5,4%
Average	0,91	6,7%	222,5%	0,33	8,9%	5,5%

Capital structure	
Net debt / cap.	Net debt / equity
56,5%	130,0%
58,3%	140,0%
60,0%	150,0%
61,5%	160,0%
63,0%	170,0%

Levered cost of equity (4)				
Unlevered beta values				
0,40	0,50	0,60	0,70	0,80
8,9%	10,2%	11,5%	12,9%	14,2%
9,1%	10,5%	11,9%	13,3%	14,7%
9,3%	10,8%	12,2%	13,7%	15,1%
9,5%	11,1%	12,6%	14,1%	15,6%
9,8%	11,3%	12,9%	14,5%	16,1%

Capital structure		Est. cost of debt
Debt / cap.	Net debt / equity	
56,5%	130,0%	6,0%
58,3%	140,0%	6,5%
60,0%	150,0%	7,0%
61,5%	160,0%	7,5%
63,0%	170,0%	8,0%

WACC (5)				
Unlevered beta values				
0,40	0,50	0,60	0,70	0,80
7,1%	7,7%	8,2%	8,8%	9,4%
7,4%	8,0%	8,6%	9,1%	9,7%
7,7%	8,3%	8,9%	9,5%	10,0%
8,1%	8,6%	9,2%	9,8%	10,4%
8,4%	9,0%	9,6%	10,1%	10,7%

Footnotes

(1) Source: Bloomberg adjusted beta. Based on monthly observations last 5 years

(2) Unlevered beta = (levered beta / (1 + ((1 - tax rate) * net debt / equity))). Assumes beta of debt equals zero

(3) Unlevered return = (estimated future risk free rate + (unlevered beta * risk premium))

(4) Levered cost of equity = (estimated future risk free rate + (levered beta * risk premium))

(5) WACC = ((net debt / capitalization * (cost of debt * (1 - tax rate))) + (equity / capitalization * levered cost of equity))

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Bloomberg. Diverse selskapsdata

Vedlegg 3: ODIM – avkastningskrav

ODIM

Macroeconomic assumptions

Risk free rate	3,50%
Assumed equity risk premium	6,00%
Estimated future market return	9,50%
Applicable marginal tax rate	28,0%

Comparable companies	Levered beta (1)	Marginal tax rate	Net debt / equity	Unlevered beta (2)	Levered return	Unlevered return (3)
Aker Solutions	1,27	28%	23,9%	1,08	11,1%	10,0%
Bjørge	0,90	28%	34,8%	0,72	8,9%	7,8%
TTS Marine	1,18	28%	127,0%	0,61	10,6%	7,2%
Average	1,12	28,0%	61,9%	0,81	10,2%	8,3%
ODIM	1,22	28%	-	1,22	10,8%	10,8%

Capital structure

Net debt / cap.	Net debt / equity
0,0%	-
9,1%	10,0%
16,7%	20,0%
23,1%	30,0%
28,6%	40,0%

Levered cost of equity (4)

Unlevered beta values				
1,00	1,10	1,20	1,30	1,40
9,5%	10,1%	10,7%	11,3%	11,9%
9,9%	10,6%	11,2%	11,9%	12,5%
10,4%	11,1%	11,7%	12,4%	13,1%
10,8%	11,5%	12,3%	13,0%	13,7%
11,2%	12,0%	12,8%	13,5%	14,3%

Capital structure

Debt / cap.	Net debt / equity	Est. cost of debt
0,0%	-	5,0%
9,1%	10,0%	5,5%
16,7%	20,0%	6,0%
23,1%	30,0%	6,5%
28,6%	40,0%	7,0%

WACC (5)

Unlevered beta values				
1,00	1,10	1,20	1,30	1,40
9,5%	10,1%	10,7%	11,3%	11,9%
9,4%	10,0%	10,6%	11,1%	11,7%
9,4%	9,9%	10,5%	11,1%	11,6%
9,4%	9,9%	10,5%	11,1%	11,6%
9,5%	10,0%	10,6%	11,1%	11,7%

Footnotes

(1) Source: Bloomberg adjusted beta. Based on monthly observations last 5 years

(2) Unlevered beta = (levered beta / (1 + ((1 - tax rate) * net debt / equity))). Assumes beta of debt equals zero

(3) Unlevered return = (estimated future risk free rate + (unlevered beta * risk premium))

(4) Levered cost of equity = (estimated future risk free rate + (levered beta * risk premium))

(5) WACC = ((net debt / capitalization * (cost of debt * (1 - tax rate))) + (equity / capitalization * levered cost of equity))

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Bloomberg. Diverse selskapsdata

Vedlegg 4: Midsund Bruk – avkastningskrav

Midsund Bruk

Macroeconomic assumptions

Risk free rate	3,50%
Assumed equity risk premium	6,00%
Estimated future market return	9,50%
Applicable marginal tax rate	28,0%

Comparable companies	Levered beta (1)	Marginal tax rate	Net debt / equity	Unlevered beta (2)	Levered return	Unlevered return (3)
Aker Solutions	1,27	28%	23,9%	1,08	11,1%	10,0%
Bjørge	0,90	28%	34,8%	0,72	8,9%	7,8%
Odim	1,22	28%	-	1,22	10,8%	10,8%
TTS Marine	1,18	28%	127,0%	0,61	10,6%	7,2%
Average	1,14	28,0%	61,9%	0,91	10,4%	9,0%

Capital structure

Net debt / cap.	Net debt / equity
4,8%	5,0%
13,0%	15,0%
20,0%	25,0%
25,9%	35,0%
31,0%	45,0%

Levered cost of equity (4)

Unlevered beta values				
0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
8,5%	9,1%	9,7%	10,3%	11,0%
8,8%	9,5%	10,1%	10,8%	11,5%
9,2%	9,9%	10,6%	11,3%	12,0%
9,5%	10,3%	11,0%	11,8%	12,5%
9,9%	10,6%	11,4%	12,2%	13,0%

Capital structure

Debt / cap.	Net debt / equity	Est. cost of debt
4,8%	5,0%	6,5%
13,0%	15,0%	7,0%
20,0%	25,0%	7,5%
25,9%	35,0%	8,0%
31,0%	45,0%	8,5%

WACC (5)

Unlevered beta values				
0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
8,3%	8,9%	9,5%	10,1%	10,7%
8,3%	8,9%	9,5%	10,1%	10,6%
8,4%	9,0%	9,5%	10,1%	10,7%
8,5%	9,1%	9,7%	10,2%	10,8%
8,7%	9,2%	9,8%	10,3%	10,9%

Footnotes

(1) Source: Bloomberg adjusted beta. Based on monthly observations last 5 years

(2) Unlevered beta = (levered beta / (1 + ((1 - tax rate) * net debt / equity))). Assumes beta of debt equals zero

(3) Unlevered return = (estimated future risk free rate + (unlevered beta * risk premium))

(4) Levered cost of equity = (estimated future risk free rate + (levered beta * risk premium))

(5) WACC = ((net debt / capitalization * (cost of debt * (1 - tax rate)))) + (equity / capitalization * levered cost of equity))

Kilde: Pareto Securities Corporate Finance. Bloomberg. Diverse selskapsdata

Vedlegg 5: Figur- og tabelloversikt

Figur 1.2.2a: Verdivurdering av Transaksjonene (nedre del av intervall).....	iv
Figur 1.2.2b: Verdivurdering av Transaksjonene (øvre del av intervall).....	v
Tabell 2.1a: Transaksjonsoversikt.....	2
Tabell 2.3.1a: Oversikt anlaysedekning norske og internasjonale meglerhus	5
Figur 2.3.1b: Kursutvikling Aker Solutions og OSEBX, 1.-3. april 2009	7
Tabell 3.1a: Aker Solutions – fakta.....	8
Figur 3.2a: Aker Solutions – eierstruktur	9
Tabell 3.4a: Aker Solutions – resultater og estimater.....	11
Tabell 4.1a: Aker Oilfield Services - fakta	12
Tabell 4.5a: Aker Oilfield Services – resultater og estimater	15
Figur 4.7a: Aksjekursutvikling fra 1/9/ 2008 til 1/4/ 2009 (NOK, utbyttejustert).....	16
Figur 4.7b: Aker Oilfield Services – oppsummering av verdesettelse (egenkapitalverdi, 100 % basis)	17
Tabell 5.1a: Aker DOF Deepwater – fakta	19
Tabell 5.4a: Skipsspesifikasjoner	20
Tabell 5.5a: Aker DOF Deepwater – resultater og estimater	21
Figur 5.7a: Aksjekursutvikling fra 1/1/ 2007 til 1/4/ 2009 (NOK, utbyttejustert).....	22
Tabell 5.7b: Aker DOF Deepwater – kontantstrømanalyse.....	24
Figur 5.7c: Aker DOF Deepwater – oppsummering av verdesettelse (egenkapitalverdi, 100 % basis)	25
Tabell 6.1a: ODIM - fakta	26
Tabell 6.6a: ODIM – resultater og estimater	29
Tabell 6.7.1a: ODIM – prising av relevante selskaper	30
Tabell 6.7.2a: ODIM – kontantstrømanalyse.....	31
Tabell 6.7.3a: ODIM – kursutvikling for relevante selskaper.....	31
Figur 6.7.4a: ODIM – oppsummering av verdesettelse (verdi per aksje).....	32
Tabell 7.1a: Midsund Bruk – fakta.....	34
Tabell 7.5a: Midsund Bruk – resultater og estimater.....	35
Figur 7.7a: Midsund Bruk – oppsummering av verdsettelse (egenkapitalverdi, 100 % basis)	37
Figur 7.7b: Aksjekursutvikling fra 30/6/ 2006 til 1/4/ 2009 (NOK, utbyttejustert).....	38
Tabell 8.1a: Aker Clean Carbon - fakta	39
Tabell 8.5a: Aker Clean Carbon - resultater	41
Tabell 9.1.1a: Aker Solutions – investeringsbehov før og etter Transaksjonene.....	43
Tabell 9.1.1b: Aker Solutions – gjeldsutvikling	44
Tabell 9.1.1c: Aker Solutions – sale / leaseback justeringer.....	44
Tabell 9.1.2a: Aker Solutions – inntjeningseffekt	45
Tabell 9.1.2b: Aker Solutions – fri kontantstrøm	45
Tabell 9.1.3a: Aker Solutions – endring i kredittnøkkeltall som følge av Transaksjonene	46
Tabell 9.1.4a: Gjeldsoversikt	47
Figur 9.2.1a: Rentemargin over risikofri rente i basispunkter (100 bps = 1 %).....	48
Figur 9.2.5a: Aker Solutions – omsetningsvekst og EBITDA-margin.....	50

 Pareto Securities
Corporate Finance

Dronning Mauds gate 3

P.O. Box 1411 Vika

N-0115 Oslo, Norway

Tel.: + 47 22 87 87 00

www.pareto.no