



Til styret i Fred Olsen Energy ASA
Postboks 1159 Sentrum
0107 OSLO

VÅR REFERANSE
15/6280

DERES REFERANSE

DATO
03.02.2016

Kontroll av finansiell rapportering

1. Innledning

Finanstilsynet har kontrollert enkelte forhold ved den finansielle rapporteringen til Fred. Olsen Energy ASA ("FOE/foretaket"), jf. verdipapirhandelloven ("vphl") § 15-1 tredje ledd. Det vises til tidligere korrespondanse, senest foretakets svarbrev av 22. desember 2015.

FOE tilbyr boretjenester til offshoreindustrien og eide ved årsslutt 2014 11 rigger hvorav én var under konstruksjon. På balansetidspunktet var balanseført verdi av flåten MUSD 2 865 (83 % av totale eiendeler). I 2014 ble én rigg nedskrevet med MUSD 42,7. I 2015 har foretaket nedskrevet flåten med MUSD 418,9 per andre kvartal og med MUSD 31,0 per tredje kvartal.

Kontrollen har i omfattet foretakets nedskrivningsvurderinger per 31. desember 2014.

Hvert kvartal vurderer FOE om det er indikasjoner på verdifall på foretakets rigger, blant annet pris/bok (P/B) lavere enn 1 og balanseverdier som avviker vesentlig fra megleranslag. Ved indikasjoner på verdifall, estimerer foretaket gjenvinnbart beløp for hver kontantgenererende enhet, definert som den enkelte rigg. Gjenvinnbart beløp blir beregnet ved neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. Modellen ligger fast mens forutsetninger, herunder forventet levetid, ratenivå, operasjonelle kostnader og investeringer samt diskonteringsrente, oppdateres hvert kvartal.

Finanstilsynet har hatt enkelte merknader til forutsetningene som er blitt benyttet i bruksverdimodellen. Etter Finanstilsynets vurdering må foretakets estimerte kontantstrømmer gjenspeile et gjennomsnitt av alle mulige utfall, også de mer negative scenarioene som kan inntreffe. Videre har Finanstilsynet hatt merknader til foretakets fastsettelse av diskonteringsrenten, samt behandling av skatt i nedskrivningsvurderingene.

FOE har opplyst at foretaket i stor grad er enig i Finanstilsynets merknader og vil hensynta disse i fremtidige rapporteringer. Saken anses med dette som avsluttet.

2. Estimering av kontantstrømmer

2.1 Faktum og foretakets vurderinger

Levetid, ratefastsettelse og utnyttelsesgrad

En viktig forutsetning i bruksverdiberegningen er å estimere utnyttbar levetid for hver enkelt rigg. Levetiden for en borerigg har gjennom foretakets 50 års erfaring vist seg å være svært markedsavhengig. Foretaket eier og opererer flere rigger som er bygget på 1970-tallet, og som har fått vesentlig økt levetid gjennom oppgraderinger og ombygginger. Hvert femte år skal riggene gjennom klassing og estimert levetid er basert på en vurdering av hvor mange klasseprosjekter som antas gjennomført for hver enkelt rigg. Det er primært forventet markedssituasjon fremover som ligger til grunn for denne vurderingen. Dagens markedssituasjon med lav aktivitet hos oljeselskapene, og et stort antall nybygg som kommer inn på markedet, gjør at mange rigger ikke får nye oppdrag når pågående kontrakt er ferdig. Rigger blir derfor lagt i opplag og eldre rigger uten kontrakt vurderes skrapet hvis de må gjennom et forestående klasseprosjekt.

Ved estimering av en riggs kontantstrøm benytter foretaket den faktisk avtalte raten i kontraktsperioden, mens det i perioder hvor det ikke er kontraktsdekning estimeres en dagrate. Estimerte dagrater varierer mellom foretakets rigger, da disse er individuelt forskjellige med hensyn til blant annet størrelse og alder. For å kunne estimere fremtidig ratenivå, gjennomfører foretaket løpende datainnsamling, herunder vurdering av inngåtte kontrakter og gjennomgang av eksterne analyser og rapporter. Riggmarkedet er et transparent marked hvor aktørene kjenner riggene og har informasjon om de fleste av kontraktene som sluttes.

Ved årsslutt 2014 forventet foretaket et vanskelig riggmarked de nærmeste årene med en etterfølgende bedring i 2018. Fra 2018 og utover er det forventet høyere rater, men nivået på ratene vil være lavere enn det som er observert de siste årene. Etter foretakets oppfatning kan man observere en splitting av offshoremarkedet i et ultra-dypvanns marked og et mellom-dypvanns marked. Nesten alle nybygg som er levert og som skal leveres i perioden 2012-2017 er ultra-dypvanns enheter som ikke kan jobbe på mellom-dypt vann, noe som skaper et stort tilbudsoverskudd i ultra-dypvanns markedet. Ved at det nå skrapes mange rigger som opererer i mellom-dypvanns markedet, kan dette resultere i for få rigger i dette markedet når etterspørselen etter rigger tar seg opp igjen.

Erfaring fra tidligere perioder hvor markedet har vært dårlig, er at det snur igjen, og det kan skje fort. Foretaket er enig i makrobildet for oljeprisutviklingen fra IEA, hvor etterspørselen er forventet å øke og overstige tilbudet i slutten av 2016. Foretaket har støttet seg til flere eksterne kilder som mener at oljeprisen derfor vil stige og at aktivitetsnivået for bransjen vil tilta, noe som medfører at dagratene øker igjen på sikt.

Flåten har de siste 7-8 årene hatt en operasjonell utnyttelsesgrad mellom 96 % og 97 %. FOE har derfor valgt å bruke 96 % som estimert gjennomsnittlig utnyttelsesgrad for årene fremover for den enkelte rigg. Flåteutnyttelsesgraden er derimot lavere da foretaket antar at fra midten av 2017 og de neste årene fremover vil noen enheter bli tatt permanent ut av drift, samt at det vil være enheter som har verftsopphold uten inntekt som trekker ned gjennomsnittlig flåteutnyttelse.

Opex og Capex

Estimatet for fremtidige operasjonelle kostnader for den enkelte rigg er basert på en analyse av historiske kostnadsnivåer og utviklingstrender. Det er det siste året gjennomført flere tiltak for å redusere kostnadsnivået for driften, og resultatet av tiltakene er forventet å skape et varig lavere kostnadsnivå. Foretaket har opplyst at redusert nivå for operasjonelle kostnader blant annet skyldes fjerning av bonusprogrammer, reforhandling av leverandørkontrakter samt en større reorganisering. Kostnadsnivået er stabilt selv om riggen for en kortere periode er ute av drift, enten i opplag eller i et verftsopphold da det er vanskelig å redusere driftskostnadene ved kun kortere opphold. Ved at foretaket de siste 7-8 årene har investert mye i å oppgradere og vedlikeholde en god standard på enhetene vil behovet for reinvesteringer være lavere de neste årene. Foretaket er av den mening at de antatte investeringsnivåene for foretakets rigger for de neste årene derfor ikke er ansett som optimistiske, men heller et resultat av en langsiktig investeringsstrategi.

2.2 Finanstilsynets vurderinger

IAS 36 *Verdifall på eiendeler* krever at ved måling av eiendelers bruksverdi skal framskrivning av kontantstrømmene baseres på rimelige og dokumenterbare forutsetninger. Videre skal ekstern dokumentasjon tillegges størst vekt, jf. IAS 36.33a).

Foretaket forventet ved årsslutt 2014 at markedet ville være svakt i 2015-2017, men snu i 2018. Dette synes å være i tråd med andre analytikers markedssyn på tidspunktet for rapporteringen. Det har imidlertid vært en generell oppfatning blant aktørene at forutsetningen for å kunne oppnå de estimerte ratene, er at flere rigger må tas ut av markedet. Foretakets positive syn på rate- og kostnadsutvikling forsterkes ytterligere ved at det forutsettes lang gjenværende utnyttbar levetid på enkelte av de eldste riggene. Videre har FOE sett hen til tidligere oppnådd beskjefteigelse for riggene i sin bruksverdiregning, men det kan stilles spørsmål ved om historiske utnyttelsesgrader i et marked i oppgangstid, er rimelige antakelser slik fremtidsutsiktene var per årsslutt.

Finanstilsynet vil påpeke at selv om de enkelte forutsetningene som benyttes ved beregning av kontantstrømmene er innenfor intervallet estimert av andre markedsaktører, kan summen av optimistiske forutsetninger gi en ikke rimelig vurdering av eiendelen totalt sett. Hvis det gjennomgående forutsettes riggrater og utnyttelsesgrad i det øverste sjiktet av markedsestimatene og basert på historiske observasjoner fra de lønnsomme siste årene, mens estimerte opex- og capex forutsetninger er fra det nederste sjiktet av eksterne anslag, kan beregnet bruksverdi bli for høy. Videre er verdien av flåten sensitiv for endringer i utnyttbar levetid for riggene og etter Finanstilsynets oppfatning, er det usikkerhet om gjenværende levetid for flere av riggene etter utløp av nåværende kontrakt og ikke minst ved neste klassing.

IAS 36 krever at det skal tas hensyn til forventninger om mulige variasjoner i beløp eller tidsplan for de fremtidige kontantstrømmene i beregningen av en eiendels bruksverdi, jf. IAS 36.30 b). IAS 36.32 gir anledning til å gjenspeile dette elementet enten som justeringer av kontantstrømmene eller som justering av diskonteringsrenten. Uansett hvilken måte elementet gjenspeiles på, skal resultatet være den forventede nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene, det vil si «det veide gjennomsnittet av alle mulige utfall», jf. også vedlegg A i IAS 36.

Foretakets diskonteringsrente inneholder ikke et element som reflekterer forventninger om mulige variasjoner i beløp eller tidsplan for kontantstrømmene. Det medfører at foretakets estimerte kontantstrømmer må gjenspeile et gjennomsnitt av alle mulige utfall. Ut fra de makroøkonomiske

og bransjemessige utfordringene som ble observert ved årsslutt 2014 og som forsterket seg i løpet av 2015, er det etter Finanstilsynets vurdering ikke utenkelig at foretaket oppnår en lavere inntjening enn estimert og at riggenes levetid blir kortere enn forventet. Finanstilsynet har derfor påpekt at foretaket i fremtidige nedskrivningstester må påse at de estimerte kontantstrømmene er det veide gjennomsnittet av alle mulig utfall, også de mer negative scenarioene som kan inntreffe.

Foretaket har opplyst at selv om det ikke formelt sett utarbeides ulike scenarier for kontantstrømmer og vektet disse, er FOE av den oppfatning at via oppbyggingen av kontantstrømmer og de ulike forutsetningene hensyntas usikkerheter og forventninger til et dårlig marked. Alternative kontantstrømmer kan være både mer positive og negative og de benyttede kontantstrømmene har i seg en avveining av sannsynlighet, størrelse på og lengde på kontantstrømmene. FOE er enig i at resultatet av kontantstrømmodellen skal være den forventede nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene. Foretaket har opplyst at det vil hensynta innspill og kommentarene fra Finanstilsynet i fremtidige rapporteringer. Finanstilsynet tar dette til etterretning og har ikke funnet det nødvendig å utfordre foretakets estimerte kontantstrømmer per 31. desember 2014 ytterligere.

3. Diskonteringsrenten

3.1 Faktum og foretakets vurderinger

Foretaket benytter formelen "weighted average cost of capital" (WACC) til å estimere diskonteringsrenten. For 2014 ble WACC estimert for foretaket under ett, og det ble ved årsskiftet 2014 benyttet en diskonteringsrente etter skatt på 8,12 %. Ved at foretakets inntekter og vesentlige transaksjoner i hovedsak genereres i USD, samt at rapporteringsvalutaen er USD, er beregningen av riggenes bruksverdi basert på kontantstrømmer og diskonteringsrente i USD.

Egenkapitalkravet er utledet ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM). Foretaket har for 2014 benyttet US 30 års swap rente som risikofri rente. Benyttet eiendelsbeta er observert mediantall fra en sammenlignbar gruppe selskaper ("peer group"), inkludert foretaket. Beregningen av beta er utført på 2 års ukentlige observasjoner målt mot MSCI verdensindeks. Eiendelsbeta er justert for det foretaket anser er mål for egenkapital- og gjeldsandel observert for peer group, henholdsvis 71,4% egenkapital og 28,6% gjeld. Markedspremien er satt til 5% da foretaket mener det gjenspeiler dagens teoretiske markedsrisiko. Foretaket har også lagt til et ytterligere risikopåslag, alfafaktor, på 0,5% med begrunnelse i at selskapets markedsverdi har falt betydelig det siste året.

Lånemarginen er estimert ved å ta et vektet gjennomsnitt av selskapets faktiske rentekostnad basert på 75% bankgjeld og 25% obligasjonsgjeld. FOE refinansierte bankgjelden og tok opp obligasjonslån i 2014 med forfall i 2019/2020, og foretaket har benyttet de rentemarginer som er avtalt i henholdsvis bankgjeld og obligasjonsgjeld (kupong) ved vektingen. Foretaket har ansett dette nivået som representativt for en langsiktig markedsbasert gjeldsrente.

Benyttet forholdstall mellom egenkapital og gjeld i WACC formelen er observert finansieringsstruktur for peer group.

3.2 Finanstilsynets vurderinger

Finanstilsynet har hatt enkelte merknader til foretakets fastsettelse av diskonteringsrenten, herunder fastsettelse av peer group ved beregning av betaverdier samt fastsettelse av forholdstallet mellom egenkapital og gjeld. Videre har Finanstilsynet stilt spørsmål ved fastsettelse av lånemargin og bruk av pengemarkedsrente versus risikofri rente.

Betaverdier

En praktisk metode som blir benyttet for å redusere standardavviket til betaverdien er å beregne en gjennomsnittlig betaverdi for peer group og benytte denne som beatverdi for foretaket. Foretakets utvalg har vært ti selskaper, inkludert FOE, som foretaket har ment er mest sammenlignbare enten i forhold til flåtesammensetning, risikoprofil eller størrelse. Etter Finanstilsynets oppfatning har enkelte selskaper i utvalget lav forklaringsgrad (R^2) og burde ha vært tatt ut av utvalget. Videre vil Finanstilsynet påpeke at for å redusere standardavviket og øke den statistiske påliteligheten i beta-beregningen, anbefales det å bruke 5 års tidsserier og månedlige observasjoner på markedsinformasjonen, jf. også omtale i Rundskriv 5/2011.

FOE har opplyst at foretaket er enig i at det kan være mer korrekt å bruke fem års månedlige observasjoner på markedsinformasjonen, og vil benytte dette for fremtiden. Videre har FOE opplyst at foretaket vil periodisk vurdere om det er nødvendig å justere peer group. Finanstilsynet tar dette til etterretning.

Forholdstall mellom egenkapital og gjeld (kapitalstruktur)

Diskonteringsrenten skal være uavhengig av foretakets kapitalstruktur og måten foretaket finansierte kjøpet av eiendelen, jf. IAS 36 A19. Dette innebærer at forholdstallet mellom egenkapital og gjeld ikke skal gjenspeile et foretaks kapitalstruktur på balansedagen, men være i tråd med normalisert kapitalstruktur i bransjen generelt basert på markedsverdier av egenkapital og gjeld. Foretaket har lagt til grunn en observert finansieringsstruktur på 71,4% egenkapital og 28,6% gjeld. Finanstilsynet har påpekt at et beregnet forholdstall ikke bør benyttes ukritisk da peer group og tidsperioden som er valgt, ikke nødvendigvis er representativt for en normalisert finansieringsstruktur i bransjen.

Foretaket er enig i at observert kapitalstruktur basert på to års ukentlige målinger vil variere betydelig fra kvartal til kvartal og vil sannsynligvis ikke være i tråd med normalisert kapitalstruktur. Tilsvarende variasjoner vil derimot også oppstå ved bruk av fem års månedlige observasjoner. Dette kan ha sammenheng med at markedsverdi på egenkapital og gjeld i både to - og fem årsperioden har variert på grunn av et syklisk marked. Ser man på opplåningsgrad over tid, kan det forventes at selskaper vil kunne låne mellom 50% og 60% av verdien av en eiendel. Som en snitt-betraktning og målsetting kan derfor 60/40 være et mer fornuftig mål for kapitalstruktur enn de faktiske observasjonene som varierer fra kvartal til kvartal. Foretaket vil fremover benytte en normalisert kapitalstruktur på 60/40 både i utregningen av forholdstall mellom egenkapital og gjeld og i beregningen av eiendelsbeta. Finanstilsynet tar dette til etterretning.

Lånemargin

I følge IAS 36.55 skal diskonteringsrenten gjenspeile gjeldende markedsvurderinger av pengers tidsverdi og eiendelens særlige risiko som de fremtidige kontantstrømestimatene ikke er justert for. Når en sats som er spesifikk for eiendelen ikke er direkte tilgjengelig i markedet, bruker foretaket en sats med tilsvarende trekk for å estimere diskonteringsrenten, jf. IAS 36 A16. Som utgangspunkt for å gjøre et slikt estimat kan foretaket blant annet, ta i betraktning foretakets marginale lånerente og andre lånerenter i markedet, jf. IAS 36 A17. Foretakets oppfatning var at gjeldende finansiering representerte markedsforhold på balansedagen og at dette var estimat på den margin foretaket måtte betale dersom foretaket inngikk ny langsiktig finansiering på det tidspunktet.

Det er Finanstilsynets vurdering at det ikke i tilstrekkelig grad er dokumentert at de benyttede forutsetningene representerer markedsforholdene på balansedagen. Videre er det Finanstilsynets oppfatning at man ikke kan se bort fra informasjon som foreligger på balansedagen. Obligasjonslånene er noterte lån, og kursene på balansedagen indikerte en lånemargin på 575-630 punkter. Lånene forfaller henholdsvis i 2016 og i 2019 og det er rimelig å anta at lån med lengre horisont vil prises høyere. Det er også andre noterte obligasjoner i samme bransje som bør tas med i vurderingen. Finanstilsynet er imidlertid klar over at markedet kan være stengt for en eventuell nytstedelse av obligasjonsgjeld på balansedagen, men det kan likevel ikke sees bort fra den informasjonen som foreligger gjennom prising av noterte lån.

FOE har svart at foretaket ønsker en tilnæringsmetode som kan være konsistent og praktisk fra periode til periode. Foretaket er ansett som et BB selskap basert på kredittanalyser gjort blant norske banker og meglerhus og obligasjonslånene i annenhåndsmarkedet handles til BB marginer. FOE planlegger derfor i fremtidige vurderinger å benytte en kredittmargin over swap tilsvarende globale selskaper med BB rating fra Moody's. Finanstilsynet tar dette til etterretning.

Pengemarkedsrente og risikofri rente

Finanstilsynet har påpekt at korrekt underliggende rente må benyttes ved fastsettelse av lånemarginen. Normalt vil lån prises til korte pengemarkedsrenter tillagt marginen, og derfor bør lånemarginen være et påslag over pengemarkedsrenter, og ikke over risikofri rente. Tilsvarende som for de risikofrie rentene skal løpetiden tilpasses lengden på kontantstrømmene, og således vil det være naturlig å benytte lange swap renter som basis for beregningen.

FOE har opplyst at det har vært en sammenblanding av bruk av pengemarkedsrente og risikofrirente. Videre har foretaket opplyst at selskapets eiendeler er estimert til å generere kontantstrømmer for ulike perioder, fra to til 25 år fremover, med et gjennomsnitt på ca. 11 år. Foretaket vil foreta justeringer og for fremtiden benytte 10 års US swap (pengemarkedsrenten) ved beregning av gjeldskostnad og 10 års US Treasury rente som estimat på risikofri rente ved beregning av egenkapitalkostnad. Finanstilsynet tar det til etterretning.

3.3 Oppsummering

Etter Finanstilsynets vurdering er det indikasjoner på at diskonteringsrenten som ble benyttet ved årsskiftet 2014 kan ha vært noe lav. FOE er blitt bedt om å beregne hva diskonteringsrenten ville ha vært ved å hensynta de ovenfor nevnte forholdene. Denne beregningen gir en økt diskonteringsrente på 0,25 prosentpoeng, og foretakets sensitivitetsanalyse viser at en justering av diskonteringsrenten på dette nivået ikke ville ha medført vesentlige nedskrivninger. FOE har opplyst at foretaket i fremtidige rapporteringer vil benytte de forutsetningene som er beskrevet. Finanstilsynet tar dette til etterretning.

4. Skatt

4.1 Faktum og foretakets vurderinger

Foretakets rigger opererer i forskjellige farvann med ulike skatteregimer og det estimeres en effektiv skattesats og skattekostnad for hver rigg. I kontantstrømmene per årsslutt 2014 ble skattekostnad estimert ved bruk av effektiv skattesats beregnet i prosent av EBITDA. Det ble benyttet budsjett for 2015 som estimat også for fremtidige år for effektiv skatteprosent. Skattesatsen benyttet i WACC -formelen ble beregnet basert på budsjettert resultat før skatt i 2015 og skulle gjenspeile konsernets forventede skatt på gruppenivå.

Tre av riggene er driftet av Dolphin Drilling AS og deler av overskuddet er skattepliktig til Norge. FOE har opplyst at foretaket har tilstrekkelig med fremførbart skattemessig underskudd i Norge slik at det ikke vil medføre betalbar skatt i årene fremover for disse tre riggene. Videre har foretaket opplyst at det ikke er innregnet utsatt skattefordel i balansen på de fremførbare skattemessige underskuddene.

4.2 Finanstilsynets vurderinger

Finanstilsynet har påpekt to forhold vedrørende foretakets behandling av skatt i bruksverdberegningen; konsistent behandling av skatt i henholdsvis kontantstrømmer og diskonteringsrente, samt foretakets behandling av skattemessig fremførbart underskudd.

Det følger av IAS 36.51 at estimerte fremtidige kontantstrømmer skal gjenspeile forutsetninger som stemmer overens med måten diskonteringsrenten fastsettes på. Kravet til konsistens medfører at kalkulert skatt i kontantstrømmene skal beregnes i overensstemmelse med beregningen av skattesatsen i WACC. Det må derfor påses at verdien av skattefradraget for betalte rentekostnader som allerede er hensyntatt i WACC, ikke også blir hensyntatt i kontantstrømmene, og dermed bli regnet inn dobbelt.

Foretaket er enig i Finanstilsynets merknad og har opplyst at det vil endre beregningen av skatt i nedskrivningsmodellen for å unngå å hensynta finanselementer i kontantstrømmene. Finanstilsynet tar dette til etterretning.

Foretaket har inkludert effekten av fremførbart skattemessig underskudd i kontantstrømmodellen for de norske enhetene. Dette har blitt gjort for å reflektere reell netto kontantstrøm for enhetene. Etter Finanstilsynets vurdering vil en eiendels verdi i en bruksverdberegning etter IAS 36 ikke påvirkes av om det foreligger fremførbart skattemessig underskudd i driftsselskapet da det er eiendelen isolert sett som skal verdsettes, jf. IAS 36.66. Eiendeler verdsettes uavhengig av skatteposisjonen til det riggeiende skattesubjektet. FOE har opplyst at foretaket er enig i dette og vil for fremtiden ikke hensynta fremførbare skattemessige underskudd i beregningene. Finanstilsynet tar dette til etterretning.

Finanstilsynet har videre påpekt at det er uklart om diskonteringsrenten som fremkommer i noten er en før eller etter skatt rente. IAS 36 krever bruk av før skatt diskonteringsrente, jf. IAS 36.55 og det skal opplyses om denne satsen hvis nedskrivning til bruksverdi er foretatt. FOE har opplyst at det vil beregnes en før skatt rente og at det vil vurderes å opplyse om satsen for de enkelte kontantgenererende enhetene. Finanstilsynet tar dette til etterretning.

5. Avslutning

Finanstilsynet har ikke vurdert hvorvidt forholdene beskrevet over omfattes av verdipapirlovgivningens regler om informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2 første ledd, jf. § 3-2. Finanstilsynet viser til at dette løpende må vurderes av foretaket.

Finanstilsynet har oversendt en kopi av dette brevet til foretakets valgte revisor og til Oslo Børs.

For Finanstilsynet

Christian Falkenberg Kjøde
seksjonssjef

Unni Persson Moseby
seniorrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.