



Kjell Inge Røkke
Aksjonærbrev april 2015

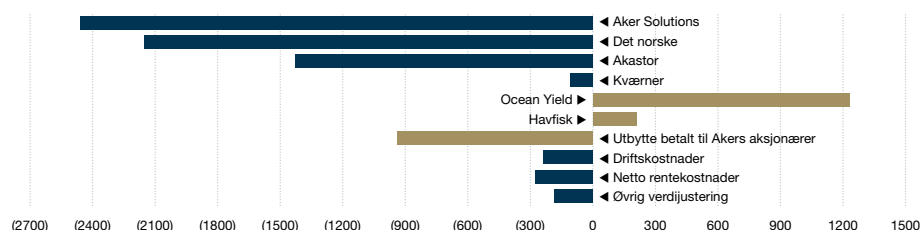
2014-avkastning uten X-faktor

Nakne tall forteller og avdekker som oftest det meste.

2014 var et svakt år for Aker aksjonærer. Våre oljerelaterte aksjeinvesteringer falt 6,3 milliarder kroner i verdi. Resten av Aker bidro med én milliard kroner i pluss, og 940 millioner kroner ble utbetalt i utbytte til aksjonærene.

Endringer i verdjustert egenkapital 1.1. – 31.12.2014

(Millioner kroner)



Dermed ble Aker verdjusterte egenkapital redusert fra 24 til 17,7 milliarder kroner i 2014. Et fall på 23 prosent til 244 kroner per aksje etter at det ble utbetalt 13 kroner i utbytte.

Lyspunktet i 2014 er at det er tatt grep som vi er fornøyde med: Delingen av Aker Solutions i to børsnoterte selskaper, Det norske oljeselskaps kjøp av Marathon Oil Norge, Ocean Yields kontrollerte og lønnsomme vekst, Aker BioMarines rendyrking av krillvirksomheten, og Havfisk har fått positiv effekt av tre nye Gadus-trålere, og leverer effektiv fangst resultatfremgang. Fornebuporten revitaliserer vår kompetanse og erfaring innenfor eiendom. Det startet med en visjon og et mål om å utvikle Fornebulandet, og skape et attraktivt område for Aker-eide selskaper og andre. Neste skritt kan være å samle eiendommer og prosjekter i ett selskap.

Vi er på vei, og Aker flytter til Fornebu i høst. Aker ble etablert i 1841, og selskapet flyttet fra Akerselven i Oslo til det som ble

Aker Brygge i 1854. Det føles rart for meg å bryte opp, men det er riktig for Aker å ha hovedkontoret i Fornebuportens egne lokaler med gangavstand til tusenvis av medarbeidere i Aker-eide selskaper.

Det er veldig mange i Aker og Aker-eide selskaper som fortjener honnør og et klapp på skulderen for stor innsats. Ingen nevnt, og ingen glemt. Det som imponerte meg mest i 2014 var oppkjøpet av Marathon Oil Norge. Her er det mange som har stått på natt og dag for å løfte Det norske opp i en ny divisjon.

Aker skal synliggjøre en ekstra verdi. Det er denne X-faktoren som hodene og hendene i investeringsselskapet skal skape.

I sum skal vi utgjøre en forskjell, og gi aksjonærene en merverdi. Det betyr i klartekst at Aker som aktiv eier skal bidra til at



Fornebuporten er under ferdigstilling og de første flytter inn høsten 2015.

avkastningen overstiger det investorer selv klarer ved å være passive i et indeksfond som følger Oslo Børs. Siden børsintroduksjonen i september 2004 har vi gitt aksjonærene en gjennomsnittlig årlig avkastning på 25 prosent i form av kursstigning og utbytte. Det er 15 prosentpoeng bedre enn hovedindeksen på Oslo Børs. Denne merverdien er en X-faktor, men sett over de siste årene er denne faktoren svakere enn aksjemarkedets utvikling. Sammenlignet med energiindekser har Aker-aksjen derimot gjort det bra, uten at jeg vil legge vekt på det. Aker er et norsk selskap og hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) har i 10 år vært indeksen vi vil måle oss mot.

Jeg vil at Aker skal måles på og stå til ansvar for hva vi skaper av merverdier. Denne X-faktoren er enkel å måle. Kort og godt en brøk der vi får et eksakt tall ved å dividere telleren med nevneren. Tallet over brøkstreken er telleren som her er Akers endring i verdjustert egenkapital, inkludert utbytte, og nevneren er endring i hovedindeksen OSEBX. Når forholdstallet er 1 eller mer, er X en suksessfaktor.

Aker startet 2014 med en verdjustert egenkapitalandel på 81 prosent. Gjennom året økte selskapets netto rentebærende gjeld fra 2,3 til 3,4 milliarder kroner, verdifallet i porteføljen var 6,3 milliarder kroner og verdjustert egenkapitalandel ble derfor redusert til 71 prosent ved utgangen av året. Fortsatt meget høy soliditet, men gearingen av porteføljen økte med 10 prosentpoeng gjennom året. Ved inngangen til 2015 har våre investeringer en gearing på ca. 30 prosent. Vi tar en risiko, og over tid skal investorene da kunne forvente at Aker har en avkastning som overstiger OSEBX.

I 2014 ga OSEBX – et veid gjennomsnitt av kursutviklingen til selskapene på Oslo Børs – en avkastning på 5 prosent. Både

målt i aksjekursutvikling, inkludert utbytte, og verdjustert egenkapital er tallet mer enn minus 20 prosent for Akers aksjonærer. En brøk med negativ teller og positiv nevner gir ingen mening – heller ikke for aksjonærene.

Forklaringen på verditapet er delvis at prisen på ett fat olje ble halvert i andre halvår 2014.

Dette er den kjente faktoren som har farget utviklingen i Akers portefølje av langsiktige investeringer i oljesensitive selskaper. Noen vil kritisere meg for at Aker ikke har vektet seg ned i oljesektoren i løpet av en periode med en rekordhøy gjennomsnittlig oljepris på i overkant av USD 100 per fat i årene 2012–14.

I denne perioden har vi snarere investert nye 3,9 milliarder kroner i Aker Solutions og Det norske, og Akers verditap var ved utgangen av 2014 nærmere to milliarder kroner. Det viser at Aker ikke alltid «timer» investeringene rett, selv om de er riktige i et langsiktig perspektiv.

Aker har hele tiden vært åpne og transparente på våre betraktninger og vurderinger av oljesektoren. Aker investerer og satser der vi mener det er riktig, og i sektorer og selskaper hvor vi besitter kunnskap og kan utgjøre en forskjell. Kompetansen er spisset mot olje og gass, fiskeri, marin bioteknologi, eiendom, maritime eiendeler, finansiering og transaksjoner.

Selv har jeg gjort et bevisst valg, og i hovedsak forvaltes familiens penger gjennom Aker. Jeg har stor glede av å bruke ressurser, tid og energi på Aker. I Aker har vi gjort som vi har sagt, og investert der vi har hatt troen.

I aksjonærbrevet for fire år siden beskrev jeg diskusjonen med min kone, Anne Grete, om det å investere i en seilbåt. Vi var enige

om å bygge en seilbåt på 66. Anne Grete mente fot, og jeg tenkte selvsagt i meter. Det ble 66 meter.

Det er et tankekors at seilbåten er den beste sysselsettingen av kapital vi har hatt de siste årene. Da vi bygde seilbåten var det en investering i unike opplevelser sammen med familie og venner. Opplevelsene har vi fått, men planen var ikke at dette skulle være den beste økonomiske investeringen familien har gjort i de senere år. Jeg la aldri båten ut for salg, men ut fra intet kom det et tilbud som jeg ikke kunne si nei til.

Jeg vet at markedet og oljeprisen svinger. Nå opplever jeg en av mange nedturer siden jeg ble hovedeier i Aker i 1996.

I fjorårets aksjonærbrev skrev jeg: *I Aker har vi lenge hatt en oppfatning om at oljeprisen vil holde seg over USD 90–100 per fat i 2014-dollar, men det vil være sykluser hvor prisen både er høyere og lavere enn dette nivået. Dette synet ligger til grunn for vårt sektorsyn, så kan investorer være uenig eller enig i det.*

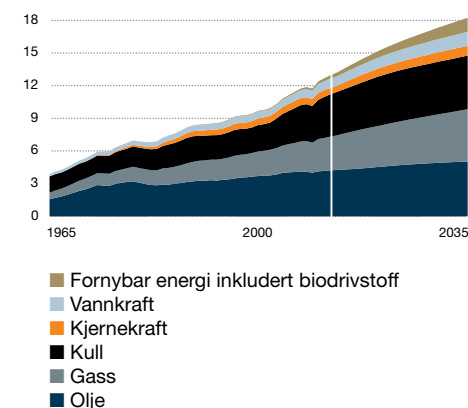
Dersom spørsmålet nå er om jeg er like sterk i troen på at oljeprisen raskt kommer opp i USD 100 dollar, er svaret nei. Dette prisnivået ligger mest sannsynlig noe frem i tid. Hvis spørsmålet er om jeg fortsatt har stor tro på å investere i olje- og gassrelaterte selskaper, er svaret utvilsomt ja.

Verden trenger mer energi, og det har sammenheng med befolkningsvekst og økt velstand. Jeg har stor tro på alternative og fornybare energikilder. De kommer til å bli mer kostnadseffektive – drevet frem av miljøbevisste forbrukere og teknologiske fremskritt. Vindkraft og solenergi blir enda viktigere den dagen det leveres bedre og kon-

kurransedyktige teknologier og løsninger for lagring av energi fra sol og vind. Selv om vi alle kan håpe på at «grønnere» energi gradvis kan få en større andel av energimiksen, så er både det internasjonale energibyrået IEA og andre seriøse analysemiljøer enige om at verden skal produsere olje og gass i generasjoner fremover. En generasjon frem i tid mener IEA at olje og gass fortsatt står for halvparten av verdens energiproduksjon. Derfor er det sentralt at den oljen og gassen verden trenger produseres så energi- og CO₂-effektivt som overhodet mulig. Som et industrielt Eiermiljø leverer Aker av å kombinere hensynet til oljenæringen og miljøet på en ansvarlig måte.

Forbruk etter energikilde

I milliarder tonn oljeekvivalenter



Kilde: Energy outlook 2035, BP 2014

Jeg har stor respekt for miljø og den effekten fossile energikilder har, men jeg ber ikke om unnskyldning for å være en del av industrien som skaper positive sosiale og økonomiske ringvirkninger. Olje- og gassindustrien er en del av løsningen fremover. Vår oppgave er å levere

olje og gass på den sikreste og billigste måten til markedet – uten å blande oss inn i politikken. Aker investerte i 2007 i et politisk miljø- og klimaprojekt for fangst og lagring av CO₂. Vi samarbeidet med NTNU, SINTEF og andre kompetansemiljøer, men møtte livets økonomiske realiteter da fullrensing av Mongstad ble skrinlagt. Dette påførte Aker et tap på mer enn 400 millioner kroner.

Olje er og blir den viktigste sektoren for Aker fremover.

Hver dag forbrukes om lag 92 millioner fat olje. Trendlinjen har vist vekst og veksten fortsetter, men det er uenighet om hvor mye forbruket øker. Dette henger nært sammen med økonomisk vekst i verden, og Kina veier tungt på vektskålen. Veksttrenden i forbruket har vært økende i en periode med en oljepris på over USD 100 per fat. Jeg tror ikke veksten blir særlig mindre i en tid med en lavere oljepris.

Ifølge IEA – Det internasjonale energibyrået – forventes forbruket å øke med om lag 1 million fat olje per dag på årsbasis hvert år fremover, men etter hvert noe synkende på grunn av teknologi som gir energieffektivisering. Prognosen i det såkalte New Policy-scenariot til IEA – det mest sannsynlige ifølge flere eksperter – er et dagsforbruk på 105 millioner fat om 15 år. Det er spesielt Asia som øker, mens OECD-landene vil se en nedgang.

Prisingen av olje påvirkes selvsagt av hva som tilbys av olje inn til markedet. Tilbudet er nå større enn etterspørselen. Volumet som tilbys i markedet er i størrelsesorden 1,5–2 prosent over det som etterspørres og forbrukes. Det tilsvarer under 2 millioner fat om dagen, omtrent på samme nivå som den norske oljeproduksjonen – og

dette har vært nok til at oljeprisen har falt med ca. 50 prosent fra i fjor sommer.

Tilbudsbildet av olje til markedet forstyrres av kortsiktig overproduksjon. Prognoser forteller derimot at oljeproduksjonen i eksisterende felt utenom OPEC og skiferolje reduseres med 2,5 millioner fat per dag på årsbasis hvert år fremover. I tillegg er veksten i etterspørselen 1 million fat per dag, og det må derfor utvinnes «nye» 3,5 millioner fat for å møte fremtidig etterspørsel. Dette tilsvarer 10 Johan Sverdrup-felt (første fase). Analysebyråer har anslått investeringsbehovet i verdens oljeindustri til 17 000–20 000 milliarder amerikanske dollar de neste 15 årene for å møte behovet for 105 millioner fat per dag i 2030.

Tallene sier noe om tilbuds- og produksjonssiden, og det finnes anslag som både er høyere og lavere. Poenget er at de aller fleste energieksperterne peker på fortsatt vekst i fossile energikilder som olje – både når det gjelder forbruk, tilbud og investeringer.

Oljeprisbildet fremover bestemmes av sterke markeds krefter og geopolitiske forhold.

Olje er verdens største og viktigste råvare – og dekker både økonomiske, sosiale og politiske behov. Med dagens lave oljepris tjener selskaper langt mindre penger, og noen taper. Nasjoner rammes av at sosiale ordninger er vanskeligere å gjennomføre, og politiske systemer settes på prøve.

For å illustrere med noen eksempler, og jeg begynner med skiferoljerevolusjonen i USA: Hva er break-even for amerikansk skiferolje? Her er det mange sprikende syn, og den økonomiske virkeligheten varierer blant annet med reservoarenes kvalitet og infrastruktur knyttet til utvinning av skifer-

olje. Utviklingen viser at det tar stadig kortere tid å bore en brønn, og det til stadig lavere priser. Tidligere tok det rundt 40 dager å bore en brønn for å pumpe opp skiferolje. Nå tar det 25 dager i gjennomsnitt, og 11 dager de beste stedene. Jeg tar det for gitt at smarte hoder vil gjøre det enda raskere og billigere å produsere skiferolje i USA i fremtiden.

Samtidig er det et annet forhold som trekker i den andre retningen: Jeg antar at den mest tilgjengelige og mest kostnadseffektive skiferoljen produseres først. En stor andel av skiferoljen i et reservoar produseres det første året. Brønndata viser at månedsproduksjonen faller med ca. 70 prosent i løpet av det første året. For å holde produksjonen oppe må det kontinuerlig bores nye brønner. Så langt har dette maskineriet vært smurt av tilgang på kapital fra

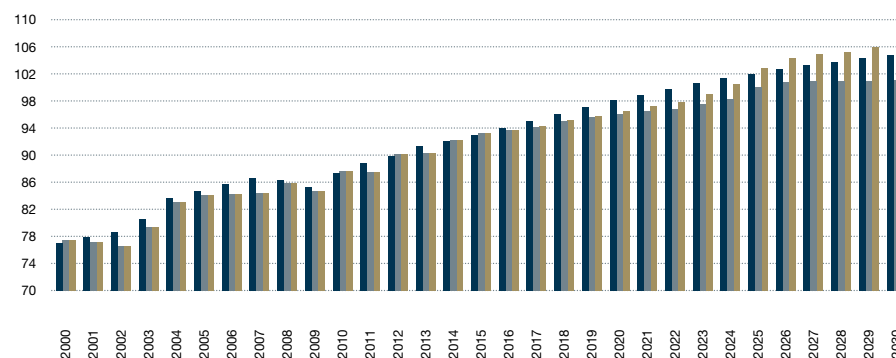
obligasjonsmarkedet – ja, 15–20 prosent av «high yield-markedet» i USA har gått til å finansiere amerikansk skiferolje. I fjor var denne delen av obligasjonsmarkedet på USD 250 milliarder. Med fallende oljepriser har risikoen økt, og skiferoljeprodusenter opplever nå høyere renter eller tørke i obligasjonsmarkedet. Fremover vil det være naturlig at det skjer en konsolidering innenfor amerikanske skiferolje – ledet an av aktører med en sterk balanse, og lite avhengige av kapitalmarkedet generelt og obligasjonsmarkedet spesielt. I så fall må vi legge til grunn at skiferoljen vil bli produsert med lavere kapitalkostnader.

OPEC kan se ut til å ha mindre makt og innflytelse på oljeprisen enn tidligere. Saudi Arabia og allierte i OPEC sitter på en tredel av verdens oljeproduksjon, og har historisk vært en svingprodusent som har stabilisert

Tilbud og etterspørsel av olje

(Millioner fat olje per dag)

- Daglig etterspørsel: IEA New Policy (Rystad Energy har fylt inn mellomår)
- Daglig tilbud: Ucube – felt som er kommersielle i dag gitt oljeprisbane fra USD/fat 60 i 2015 til USD/Fat 110 i 2020
- Daglig tilbud: Ucube alle felt



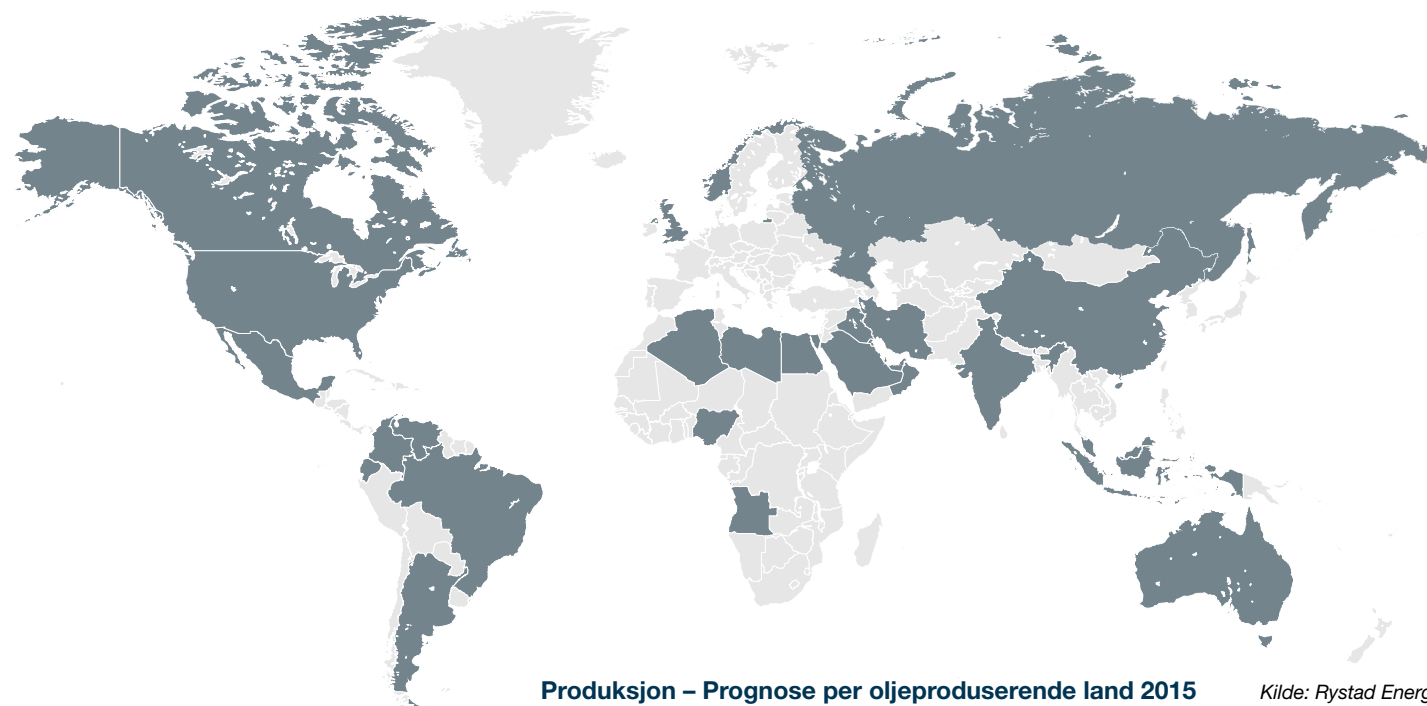
Ucube = En integrert felt-for-felt database, inkludert reserver, produksjonsprofiler, finansielle tall, eierskap og andre nøkkelparametere for alle olje og gass felt, funn og leteliser globalt (Rystad Energy).

markedet. Men hva skjer fremover med det som en gang var et oljekartell? Så langt er det markedet som bestemmer prisen. OPEC-landene mener det er ulogisk at det er den oljen som er billigst å produsere som først skal tas ut av markedet, og disse landene produserer for å opprettholde markedsandeler. OPEC venter tydeligvis på at markedet tilpasser seg økonomiske realiteter, og at oljeprisen stabiliserer seg på et høyere nivå. Underforstått: Land og selskaper med den høyeste prisen på innsatsfaktorer som produksjon, skatt, drift og investeringer, må tilpasse seg den nye markeds- og verdenssituasjonen.

Dette høres logisk ut i mine ører. Produksjonen av amerikanske skiferolje er lett å justere avhengig av prisbildet i markedet, og oljeprisen legger grunnlaget for om det er lønnsomt å bore nye brønner. USA har i løpet av få år økt produksjonen fra 5 til 9 millioner fat råolje per dag, hvorav skiferolje utgjør halvparten. Spørsmålet er om hvor lenge oljeprodusenter i USA klarer å opprettholde veksten.

Dermed beveger vi oss inn i viljen og evnen til å investere i ny produksjon på land og til havs. Investeringshorisonten offshore er fundamentalt forskjellig fra skiferolje på land. Tiden fra et offshore oljefunn til produksjonsstart er typisk 8–12 år, og deretter produseres det olje i 10–40 år. Skiferoljen er allerede identifisert i bakken. Det er snakk om bare noen få måneder fra borestart til oljen pumpes opp, og det meste av oljen er tatt i løpet av få år.

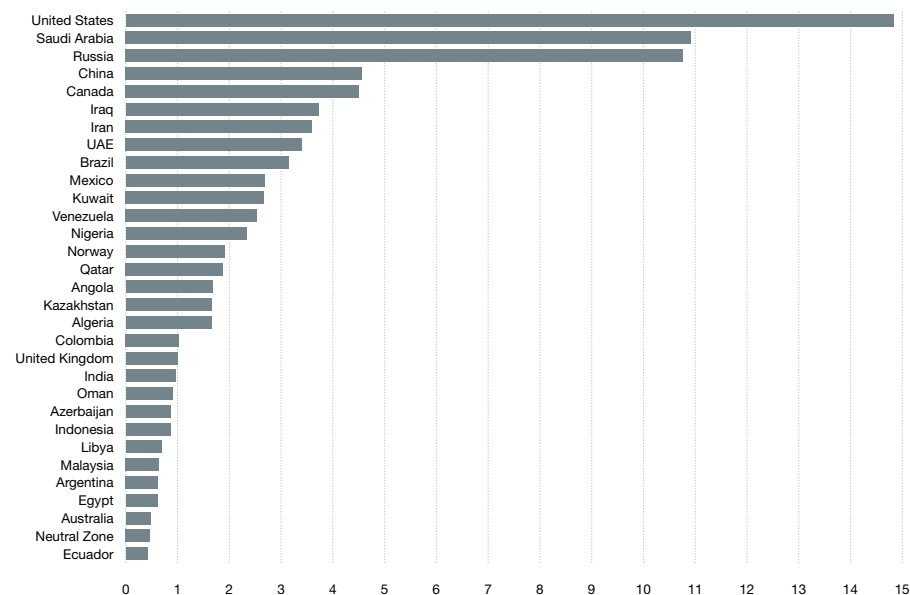
Oljeprisen har historisk hatt innebygget en pris for politisk ustabilitet. I de siste månedene med høyere oljeproduksjon enn etterspørsel i en verden med politisk ustabilitet mange steder, ser det likevel ut som om politisk uro i begrenset grad har påvirket oljeprisen.



Produksjon – Prognose per oljeproduserende land 2015

Kilde: Rystad Energy

(I millioner fat oljeekvivalenter per dag)



Fremover er det land som har potensiale til å produsere betydelig mer olje enn i dag, mens andre land har en stor nedside. Iran og Irak kan komme til å øke produksjonen. Mange stiller spørsmål om hvordan Russland påvirkes av lave oljepriser og internasjonale sanksjoner. Konsekvensene er allerede høy inflasjon, svekket russisk valuta og stigende rente.

I Libya er det politisk kaos, og oljeproduksjonen er redusert fra 1,5 til 0,5 millioner fat om dagen. Store oljenasjoner som Venezuela og Nigeria er avhengige av inntektene til sosiale oppgaver og infrastrukturprosjekter. De tre landene står alene for en produksjon på rundt 5 millioner fat olje per dag. Hvor lenge er landene i stand til å holde produksjonen oppe? Hva er oljepriisen som kreves for at det skal genere pen-

ger som også går til å løse sosiale utfordringer og oppgaver? Hva skjer i regioner og land som Kurdistan hvor oljen er tilgjengelig, men hvor det er utfordringer å finne veien til markedet av politiske årsaker?

Dette er bare noen eksempler på temaer og forhold som har innvirkning på oljemarkedets tilbud og etterspørsel. Listen over ustabile land, usikkerhetsmomenter og situasjoner kunne til sammen vært utvidet til nesten det uendelige. Det er enklere å stille mange spørsmål enn å finne gode svar.

Det er vanskelig å si at et syn er riktigere enn et annet, men vi vet at de store oljeselskapene struper investeringene 15-20 prosent i 2015 sammenlignet med i fjor. Investeringsnivået ser ut til å falle ytterligere i 2016.

Likevel mener Aker og jeg at det fortsatt vil være profitabelt å være i oljenæringen fremover – både som oljeselskap og oljeservice aktør. For oss i Norge er prisfallet i norske kroner verdt å stoppe litt ved. I 2014 var oljeprisen i gjennomsnitt USD 104 per fat, og en USD var verdt 6,30 kroner – altså 655 kroner for en tønne med olje på 159 liter (ett fat). Med dagens oljepris på rundt USD 60 og en dollar som står i 8 kroner, er prisen rundt 480 kroner for et fat.

Jeg prøver å få med meg mye av det som skrives og sies om oljenæringen. Kjenetegnet er sprikende syn fra mange oppegående personer. Det er få som har vært så sterke i troen som oljeanalytiker Torbjørn Kjøs i DNB Markets. Han har i det kortsiktige bildet hatt imponerende treffsikkerhet i forhold til markedets utvikling.

Historien viser at oljebransjen beviselig kjører med enten full gass eller full brems.

De få aktørene som klarer å regulere brems og gasspådrag – uten å ta for stor risiko – og agere deretter, mener jeg over tid vil ha en god avkastning på sin økonomiske og humane kapital.

Det er lett for Aker som hovedeier i Det norske å argumentere for et slikt syn fordi vi selv bestemmer hva vi sier ja og nei til. Som eier av oljeserviceselskaper må Aker og våre porteføljeselskaper forholde seg til hva kundene sier ja eller nei til, og kapasitetstilpasninger må deretter gjøres i takt med aktivitetsnivået. Aker har i perioden over de siste ti årene gitt aksjonærene en god avkastning på investeringer i oljenæringen, og jeg tror aksjonærene vil få en god avkastning i årene som kommer.

Marathon-løpet er et eksempel på hvordan aktivt eierskap kan utgjøre en forskjell og skape aksjonærverdier.

Oppkjøpet av Marathons produksjon, lisenser og virksomhet på norsk sokkel ville ikke vært mulig uten Aker som eier i Det norske. Det ville vært vanskelig og tilnærmet umulig for Det norske å få på plass en finansiering og gjennomføre transaksjonen uten Aker som kompetansesenter og førende eier.

Jeg mener kjøpet av Marathon Oil Norge var riktig i juni 2014 og er riktig nå. Det norske står sterkere industrielt og finansielt med Marathons kompetanse, ressurser og portefølje på laget enn uten, selv etter å ha betalt USD 2,1 milliarder for selskapet i en tid hvor oljeprisen var i overkant av USD 100 per fat. Jeg mener bestemt at uten Marathon-kjøpet ville Det norske ha kunnet ødelegge store aksjonærverdier.

Realiteten ved inngangen til 2014 var Det norskis utviklings- og leteportefølje,

operatøransvaret for utbyggingen av Ivar Aasen-feltet, eierskapet i Johan Sverdrup og begrenset oljeproduksjon. Den samlede investeringsforpliktelsen i Det norske i perioden fra start av Ivar Aasen-utbyggingen til ferdigstilling av Johan Sverdrup var ca. 40 milliarder kroner.

Vi hadde valgmuligheter langs flere akser eller en kombinasjon av disse. En vei kunne være å finansiere utbyggingen av Ivar Aasen og Johan Sverdrup bare med lån og innhenting av egenkapital. En annen vei ville være å selge eierandeler i Johan Sverdrup. Snarveien for Aker ville være å selge sine aksjer i Det norske – i motsatt retning av å ta den smale og lange veien å bygge oljeselskapet videre på en industriell visjon og målsetting.

Aker og Det norske har regnet på kryss og tvers av ytterpunkter og muligheter. Vi konkluderte med at Det norske vil skape mest aksjonærverdier som en langsiktig aktør på norsk sokkel med Aker som den førende eieren.

Norges skatteregime i petroleumssektoren er satt sammen på en slik måte at brorparten av olje- og gassinntektene skal tilfalle fellesskapet. Skattesystemet er tilrettelagt for at oljeselskapene får tilbakebetalt 89 prosent av utbyggingskostnader i felt og installasjoner. Når et selskap har oljeproduksjon, kan investeringskostnadene løpende avsettes mot skattebetalingen fra eksisterende produksjon.

Et oljeselskap uten produksjon har ikke denne muligheten, og må selv finansiere utbyggingen til feltet er i produksjon. Først når selskapet har skattbare inntekter fra produksjonen, kan det muliggjøre seg av fradraget skattesystemet gir. Selskapet må gå i lånemarkedet for å finansiere utbyggingen inntil skatterefusjonen gjør seg gjeldende.

Sagt med andre ord: Det paradoksale er

at oljeselskaper uten produksjon må låne penger for å betale den andelen av feltutbyggingen som staten er forpliktet til å betale. Skattesystemet er slik at staten er forpliktet til å betale 89 prosent av feltutbyggingen over en periode på seks år fra investeringen er gjort. Staten har den laveste finansieringskosten av partene, og det betyr at verdier forflyttes fra selskapet og staten til eksterne långivere. Dette er en tap-tap-situasjon for både oljeselskapet og staten.

Før oppkjøpet av Marathon Oil Norge satt Det norske på 40 milliarder kroner i investeringsforpliktelser frem til Johan Sverdrup kommer i forventet produksjon i fjerde kvartal 2019. Ivar Aasen-feltet har planlagt produksjonsstart i fjerde kvartal 2016. Først på dette tidspunktet ville Det norske få inntekter til å avsette mot investeringer, men dette var langt fra nok til å absorbere investeringsprogrammet på 40 milliarder kroner. Med Marathons oljeproduksjon som en del av Det norske, får selskapet fullt utnyttet effekten av skattesystemet. Den eksterne finansieringsbyrden blir mindre, selskapets resultater blir bedre og fremtidige skatteinntekter blir høyere for staten. Derfor er dette en vann-vinn-situasjon for både staten og oljeselskapet.

Uansett: På viktige områder viser Marathon-kjøpet seg å være klart bedre enn de forutsetningene som ble lagt til grunn før transaksjonen. Produksjonsprofilen på Alvheim er bedre. Det er mer olje i bakken enn forventet, og vi ser flere potensielle felt som kan knyttes til produksjons- og lagringsskipet Alvheim. Marathon Oil Norge er den perfekte match i forhold til reservoar, produksjonsprofil, skatteposisjon og mennesker. Den andre realiteten – på den andre siden av vektskålen – er at oljeprisen er substansielt lavere i dollar enn forutsatt og

planlagt for. Det meste av oljen er fortsatt i bakken, og det er derfor oljeprisen det neste tiåret som veier tyngst.

Når jeg ser på hvor Det norske står i dag med produksjon, reserver, valutaeffekter og skatteposisjon, er det etter min mening skapt aksjonærverdier i Det norske for opp mot fem milliarder kroner gjennom transaksjonen. Det er konklusjonen når jeg regner på forskjellige alternativer Det norske hadde ved inngangen til 2014 og sammenligner med kjøpet av Marathon Oil Norge – sett opp mot dagens oljepris, produksjonsprofil, oljereserver, investeringsforpliktelser, lånekostnader og skattekonsekvenser.

Det norskes administrasjon er med god hjelp fra Aker i ferd med å få på plass en robust og langsiktig finansiering, som jeg mener er god for alle aksjonærene. Jeg applauderer innsatsen.

De som har fulgt Aker og meg vet at vi ikke er redde for å ta en prinsipiell diskusjon når vi mener at vi har rett.

Derfor støtter vi også Det norske 100 prosent når det kommer til fordeling av verdier og eierandeler i Johan Sverdrup-feltet. De standpunktene som er tatt i Det norske-styret er vurderinger og beslutninger som et samlet styre og administrasjon står bak.

Det norske har et ansvar for å videreutvikle fellesskapets ressurser. Dette er en oppgave og et økonomisk samfunnsansvar som forplikter. Johan Sverdrup-partnerne Statoil, Lundin, Petoro, Det norske oljeselskap og Maersk er enige om en samfunnsøkonomisk ansvarlig plan for utbygging og drift av oljefeltet. Uenigheten handler om prinsipper for fordeling av eierandeler når lisenser samordnes.

Bare for å ha sagt det klart og tydelig: Det norske er takknemlig for å få være med på Johan Sverdrup-eventyret. Jeg er imponert over hva politikere og embetsverk har gjort for å legge til rette for at Norge er blitt en ledende og attraktiv olje- og gassnasjon. Historien viser at vi kan takke enkeltpersoner som har vært med på å forme olje-Norge slik det fremstår i dag. Det står det respekt av.

Aker har investert 4,4 milliarder kroner i Det norske, og dette er vår største investering i nyere tid målt i penger. Som 50 prosent eier i oljeselskapet er vi opptatt av løsninger som er til beste for alle aksjonærene i Det norske.

Aker skal ikke agere som en Aker-gruppe eller Aker-system, som noen hevder vi bør gjøre. Hvert selskap i Akers portefølje må gjøre det som er til beste for selskapet og sine aksjonærer. Dette er selvsagt og eneste riktige «Corporate governance» – selv om Aker i sum er Norges største private aktør i oljenæringen. Hvert styre i de børsnoterte Aker-eide selskapene har et flertall av medlemmer som er uavhengige av Aker.

Det norske og Aker skjønte tidlig at Johan Sverdrup ville bli en dragkamp mellom interesser. Det forstod også Petoro helt tilbake i 2012. Daværende Petoro-sjef Kjell Pedersen tok den gangen kontakt med Øyvind (Eriksen) og meg for å få sikkerhet om at Aker var en langsiktig hovedeier i Det norske, eller om vi ville snu oss rundt å selge aksjene etter at det ble etablert et samarbeid med Petoro. Pedersen ville ha et klart svar på vår eierhorisont, og om Aker var en industriell partner. Petoro-sjefen fikk bekreftet fra Øyvind og meg at Aker verken ville selge Det norske-aksjer eller ta til orde for å selge eierandeler i Johan Sverdrup. Siden den gangen har Aker investert ytterligere to milliarder kroner i Det norske.

Kjell Pedersen var klokkeklar: Petoros mål er å ivareta den norske stats økonomiske interesser og sikre at fellesskapet får en rettmessig del av de verdiene feltet (PL265) representerer. Dette står svart på hvitt i Petoro-magasinet Perspektiv 2012 som i august samme år ble distribuert med Dagens Næringsliv i forbindelse med Norges største oljemesse ONS i Stavanger.

I Petoro-magasinet står det videre: *«Basert på den kunnskap som foreligger per i dag, ser det ut til at verdien av oljen er størst i den delen av feltet der Petoro er rettighetshaver. I denne delen av feltet ligger det til rette for en høy utvinningsgrad, høy produksjon per brønn og lave kostnader per produserte fat. Lønnsomheten og den totale verdien blir dermed høy.»*

Sitat slutt. Etter at Petoro har fått bevilget 98 millioner kroner over statsbudsjettet for å innhente faglige og økonomiske vurderinger, og Det norske har bidratt med geologi- og reservoarkompetanse, er det blitt dokumentert at PL265 har større oljekonsentrasjon og er mer lønnsomt enn PL501.

Faktum er at Det norske og Aker forpliktet seg til å spille på lag med Petoro – så lenge det var forankret i faglige vurderinger, og det ikke ble inngått kompromisser som gikk på akkord med et faglig og økonomisk fundament. Dette ble godt beskrevet i Petoro-magasinet i august 2012, og det har vært bærebjelken i vårt samarbeid gjennom nesten tre år og over 300 forhandlingsmøter om samordningen av eierandeler i Johan Sverdrup-feltet.

Samarbeidet med Petoro har gjennom nesten tre år vært tuftet på denne enigheten og dette prinsippet for fordeling av verdier. Det norske og Petoro var 100 prosent samstemt helt frem til de siste dagene før

planen for utbygging og drift av Johan Sverdrup ble overlevert olje- og energiminister Tord Lien 13. februar i år.

Olje- og energidepartementet har sendt saken om eierfordeling til Oljedirektoratet for vurdering. Svarfristen er 9. juni. Uavhengig av denne avklaringen vil regjeringen i løpet av våren legge frem en Stortingsmelding for utbygging av feltet. Dette er i realiteten en orientering som behandles i Stortinget før sankthans. Deretter går saken tilbake til de samme menneskene i Olje- og energidepartementet som har det siste ordet, og godkjenner planen for utbygging og drift. Fortsatt er det et springende punkt hvordan og når departementet avgjør eierfordelingen.

Når jeg ser på hvilket og hva slags press partene har vært utsatt for i saken om eierfordeling i Johan Sverdrup, er det i etterpåklokskapens lys lett å se at Det norske burde tatt andre veivalg fra starten av. Differansen er stor mellom det vi mener er rettmessig eierfordeling og det som ligger som et forslag til vurdering hos Oljedirektoratet. Forskjellen tilsvarer omtrent 35 prosent av dagens børsverdi av Det norske.

Uansett utfall: Aker er en langsiktig eier i Det norske. Det norske er en «verditrigger» i Akers portefølje av investeringer. Investorer som deler den vurderingen kan laste opp med aksjer direkte i Det norske eller indirekte ved å kjøpe Aker-aksjer.

I tillegg til Det norske er Aker største aksjonær i syv andre børsnoterte selskaper: Ocean Yield, Aker Solutions, Akastor, Havfisk, American Shipping Company, Aker Philadelphia Shipyard og Kværner – rangert etter verdi i vår investeringsportefølje ved inngangen til 2015. I sum utgjør de børsnoterte investeringene ca. 80 prosent av Akers verdier når vi ser bort fra kontanter og likvide plasseringer. Vår oppgave er å skape aksjonærverdier utover det som investorer selv

kan gjøre ved å kopiere Akers sammensetning av aksjeinvesteringer.

Riktig porteføljelokering og kapitaldisiplin er viktige deler av suksessformelen for en positiv X-faktor. Dette henger sammen med Akers evne til å ta grep som gjør at aksjonærene gjennom en syklus oppnår en bedre avkastning enn referanseindekser som Oslo Børs' hovedindeks (OSEBX) eller energiindeksen. Dersom du ikke har tro på

oljenæringen og transaksjonsmuligheter fremover, finnes det bedre investeringer enn Aker-aksjen. Aker kommer fortsatt til å være tungt eksponert mot oljepris, oljeservice og oljeproduksjon.

Ved inngangen til 2015 forvalter Aker verdier for 25 milliarder kroner, hvorav olje-relaterte investeringer utgjør 45 prosent. Driftskostnader og netto rentekostnader var til sammen 500 millioner kroner i 2014, og

utgjør to prosent av kapitalen Aker har under aktiv forvaltning.

I Aker var de rene driftskostnadene 238 millioner kroner i 2014, litt ned fra året før. Kostnadene skal lenger ned. Med to grep kutter Aker 15 prosent av kostnadene på årsbasis. Aker veksler med ny hovedsponsor for norsk langrenn 1. mai og nytt fly er kansellert.

Aker har etablert et 50/50-eid flyselskap sammen med Bjørn Rune Gjelsten, min venn siden ungdomstiden og tidligere konsernsjef i Aker. Bjørn Rune foreslo navnet Gjelsten & Aker Air, forkortet G&A Air. Det var lett å si ja til det navnet, fordi i mine øyne er G&A en forkortelse for «General and Administrative Expenses» – kort og godt høytflyvende overheadkostnader, som nå blir halvert.

Kostnadskutt i Aker og våre porteføljeselskaper er tilpasninger til virkeligheten.

I dagens utfordrende klima er det godt å ha Øyvind tilbake for fullt som konsernsjef i Aker. Øyvind har gjort en fremragende innsats som arbeidende styreleder i Aker Solutions gjennom fire år med rendyrking og store transaksjoner på agendaen.

Tradisjonen tro har Øyvind og jeg sammen oppsummert det tilbakelagte Aker-året i ord, tall og handlinger. Som vanlig er det fullt samsvar mellom Øyvinds ord og handlinger. Handlingene dokumenterer at Øyvind fortjener bonus for 2014, men Øyvind takket nei til tilbudet, og begrunnet det med nedgangen i Akers verdjusterte egenkapital i fjor og at Aker-konsernet er inne i en periode med kostnadskutt og nedbemanning. Øyvind går foran og viser klokt og godt lederskap.

Når det kom til utbytte, skjedde det

et trendskifte i år. For første gang siden 2009 utbetaler Aker i 2015 et lavere utbytte enn året før. Begrunnelsen er verdinedgangen, men vi leverer et utbytte på 4,1 prosent av verdjustert egenkapital ved utgangen av 2014. Halvparten av utbyttet på 10 kroner kan velges som utbytteaksje med 10 prosent rabatt, og dette gir i sum i overkant av vår utbyttepolitikk på 2–4 prosent av verdjustert egenkapital.

Mange selskaper eksponert i olje- og gassektoren har kuttet i utbytte for 2014. Noen skrudde utbyttekranen helt igjen, mens andre har signalisert lave utbytter fremover. Akers utbyttepolitikk står fortsatt ved lag, men med årets utbytte/utbytteaksjer som utbetales i juni, brytes en trend med stabil vekst.

Jeg skjønner godt at noen er skuffet, men vi har også fått positive reaksjoner. Mange tolker det som et signal på at Aker ser investeringsmuligheter og prosjekter som kan gi god avkastning. Øyvind og jeg vil bruke tid de neste månedene på å se nærmere på Akers fremtidige utbyttepolitikk, bygget på strukturer eller modeller som gir mer forutsigbarhet og er bærekraftig for minoritetsaksjonærene.

Aker har en god kontantbeholdning, relativt lave drifts- og lånekostnader og begrenset med gjeldsforfall i nærmeste fremtid. Likevel mener jeg at det i dagens olje- og markedsbilde er viktig for Aker å ha mye likviditet, finansiell styrke og stor fleksibilitet.

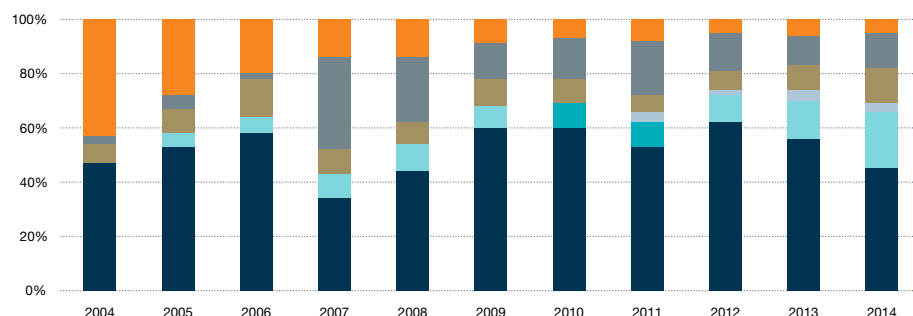
Når jeg ser tilbake på hvordan Øyvind og hans team i Aker og porteføljeselskapene har fått til en industriell tilpasning, er jeg fornøyd.

Hovedbildet er at Aker og Aker-eide selskaper fortsetter å bli mer transparente,

Fordeling av Akers verdier per sektor siden børsnoteringen

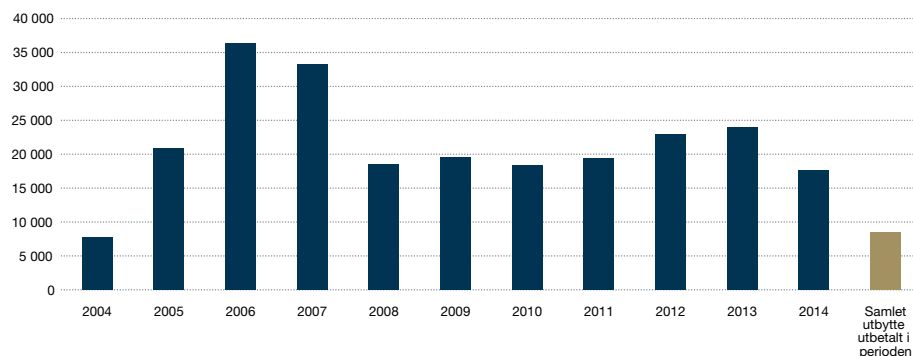
(Prosent av total eiendeler)

Annet Kontanter og likvide fondsandeler Sjømat og marin bioteknologi
Eiendom Maritime eiendeler Olje og gass



Utvikling i verdjustert egenkapital

(Millioner kroner)



industrielt bedre og finansielt sterkere, men det finnes også selskaper som kan stå foran utfordringer i et tøffere marked med lavt aktivitetsnivå og liten ordreinngang.

Tradisjonsrike Kværner står foran tøffe valg. I Verdal er det gjort store konkurransemessige fremskritt, og Kværner er av Statoil tildelt viktige kontrakter for bygging av stålunderstell til Johan Sverdrup. Stord har lykket med prosjekter for sammenkobling av plattformdekk og landbaserte anlegg de siste årene, men når det gjelder Kværner Stords virksomhet knyttet til bygging av nye plattformdekk, er situasjonen meget alvorlig. Lyspunktet er at verftet har levert plattformdekkene til feltene Eldfisk (ConocoPhillips er operatør) og Edvard Grieg (Lundin er operatør) i henhold til avtalt fremdriftsplan og kostnadsramme.

De siste årene har Kværner Stord investert over 400 millioner kroner i ny kran og nytt produksjonsutstyr. Kværner har bestrebet seg for å bli effektive og ha konkurransedyktige arbeidsplasser. På tross av det har verftet tapt fem av de siste fem kontraktene for bygging av store plattformdekk. Norske Aibel ble tildelt kontrakten for bygging av boreplattformen til Johan Sverdrup-feltet, og det viser at det er mulig å bygge delvis i Norge. Kværner med Aker som største eier, må bare konstatere at vi ikke har vært gode nok til å levere det kundene forventet på de siste fem tilbudene for bygging av plattformdekk.

I store kontrakter for ingeniørtjenester, anskaffelser og bygging – såkalte EPC-

kontrakter – har Kværner, Aker og jeg lang fartstid. Jeg kunne trukket frem mange eksempler, både suksesser og økonomiske fiaskoer. Jeg tenker med skrekk og gru på byggingen av Njord-plattformen for Norsk Hydro. Aker tok kontrakten til en lav pris i 1996 for å få oppdraget. Det skjedde rett før jeg ble største aksjonær i Aker. Den gangen ble det sagt at dette var et «pluss minus null-prosjekt» for Aker. Sluttsummen på kassalappen for Aker ble minus en milliard kroner etter å ha fått tilleggsbetaling. Det er deprimerende å regne på hvor mye differansen på null og en milliard 1996-kroner har kostet Aker i dag.

Før sommeren skal kontrakten for bygging av bolig- og utstyrsplattformen til Johan Sverdrup avgjøres. Uansett utfall må det legges til grunn at det blir færre arbeidsplasser i Kværner – i hvert fall i denne omgang.

I dagens marked er det priset inn vedvarende lave oljepriser og utsikter til lavere aktivitet innenfor oljeservice. Det betyr i så fall at det kan bli noen magre år for selskaper og aksjonærer i denne sektoren. I slike situasjoner er det viktig at Aker har likviditet og finansielle muskler til å støtte selskaper i porteføljen, eller ta nødvendige grep. Av egen erfaring vet jeg at det er i nedgangstider det åpnes for de beste mulighetene til å gjøre investeringer som i neste runde kan skape store verdier.

Akkurat nå føler jeg meg litt som en av Storm Ps landstrykerfigurer, tegnet av den danske forfatteren, oppfinneren og humo-

risten Robert Storm Petersen. Han blir spurt om hva han mener om verdenssituasjonen, og svarer: «Jeg vet ikke, jeg har fått et rusk i øyet».

Av og til er det godt ikke å mene noe. Nå handler det mer enn noen gang om å arbeide enda hardere og mer målrettet for å levere resultater og aksjonærverdier.

*Kjell Inge Røkke
På vegne av familien*



PS: Jeg vil også i år takke min kone og medaksjonær Anne Grete for hjelp til skrivning av årets aksjonærbrev – både i form, innhold og staving. 😊

Aker Brygge, 16. april 2015