

# Olje i Aker-maskineriet

Porteføljen er diversifisert, balansen er sterk og handlefriheten stor – men Aker har vært, er og vil fortsatt være avhengig av økt oljepris og høyere aktivitet for å få fart på maskineriet.

*“My formula for success is rise early, work late, and strike oil.”*

Sitatet har jeg lånt av Jean Paul Getty (1892-1976). Amerikaneren var grunnlegger av Getty Oil. Oljen gjorde han til en av verdens første dollarmilliardærer, og han er også kjent for sin penn i magasinet Playboys tidlige år. Der skrev Getty fargerikt om råd for å bli rik, fortalte om egne investeringer og hvordan han forvaltet formuen uten å gå dukken, og hvordan han samarbeidet med fagforeningene.

Jeg må ærlig innrømme at det verken var artikler skrevet av J. Paul Getty eller andre som inspirerte meg mest da jeg bladde i mitt første Playboy tidlig på 1970-tallet, men over tid har jeg skjønnet at det er mye lærdom og inspirasjon å hente hos Getty. I Aker og porteføljeselskapene står vi tidlig opp, arbeider hardt og vi har funnet olje. Utfordringen i det korte bildet er at oljeprisen er lav, og aktiviteten innenfor oljeservice er fallende.

Dersom du ikke har tro på olje- og gassnæringen fremover, bør du slutte å lese her. I så fall er rådet enkelt: Selg dine aksjer i Aker.

Jeg har aldri solgt en eneste aksje i Aker, og i dag er det utenkelig å gjøre det.

## AVKASTNING MED X-FAKTOR

2015 var faktisk et godt år for Akers aksjonærer. Selskapets verdijusterte egenkapital økte fra 17,7 til 20,9 milliarder kroner – opp fra 244 kroner til 282 kroner per aksje. I tillegg er det utbetalt et utbytte på 10 kroner per aksje i 2015, totalt en økning i aksjonærverdier på 20

prosent i et år hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) steg 6 prosent. Det ble skapt aksjonærverdier for 3,6 milliarder kroner i 2015, mot minus 5,4 milliarder kroner i 2014.

Aker har i 2015 utgjort en forskjell og skapt en merverdi. Dette er en X-faktor som er enkel å måle: Prosentvis endring i Akers verdijusterte egenkapital, inkludert utbytte, dividert på prosentvis endring i referanseindeksen OSEBX. X viste 3,33 i 2015, og når brøken er mer enn 1 har Aker utgjort en forskjell.

I 2015 fikk aksjonærene betalt for en mer diversifisert portefølje. Verdiveksten skyldes enkelt og greit at Ocean Yield, Det norske og Havfisk dro lasset. Tre gode selskaper på hvert sitt område, og hvert selskap har en enkel og forståelig forretningsmodell.

## DIVERSIFISERT PORTEFØLJE

Historisk har Aker hatt tyngdepunktet av selskapets investeringer innenfor oljeservice. På grunn av det kraftige verdifallet i denne sektoren, er sammensetningen av Akers portefølje sterkt endret de siste par årene. Ved inngangen til 2016 står maritime eiendeler for 27 prosent, og både Ocean Yield og American Shipping har betydelig utbyttekapasitet i årene som kommer. Det norske utgjør 20 prosent. Oljeserviceselskapene Aker Solutions, Akastor og Kværner har til sammen falt til 18 prosent av Akers samlede verdier. Sjømat og marin bioteknologi (Havfisk og Aker BioMarine) har steget til 15 prosent. Kontanter/likvide fondsinvesteringer, eiendom og andre finansielle investeringer utgjør hver 7 prosent.

Miksen forteller meg to ting: Porteføljen er spredt på sektorer hvor Aker har kunnskap og erfaring, og selskapene har en betydelig oppside.

Akers verdijusterte egenkapital var 20,9 milliarder kroner ved utgangen av 2015. Industriporteføljen er alene verdt 20,2 milliarder kroner. Finansporteføljens verdi er 7,7 milliarder kroner, og selskapets gjeld 7 milliarder kroner. 75 prosent av selskapets eiendeler er børsnotert.

La meg gå gjennom de enkelte investeringene:

- **Aker Solutions:** Eierandelen direkte og indirekte er 34,8 prosent, verdi 2,9 milliarder kroner. Selskapet har tilfredsstillende underliggende drift, og en ordresreserve på 40 milliarder kroner. Det gir god styringsfart inn i 2016 for å møte usikre og tøffe tider. Fra 2014 til 2016 har oljeselskapene i gjennomsnitt varslet kutt i investeringsplanene på drøye 40 prosent. Aker Solutions tilpasser seg et nytt aktivitetsnivå, og vi forventer at oljeselskapene vil se stabilt høyere oljepriser før investeringene øker igjen.
- **Akastor:** Eierandelen direkte og indirekte er 36,7 prosent, verdi 1,2 milliarder kroner. Dette oljeservice investeringsselskapet opererer i et krevende marked, men Akastors portefølje av bedrifter har gjennomgående tilfredsstillende drift og en samlet ordresreserve på 16 milliarder kroner. Det er hyggelig å se og høre at min sønn Kristian er entusiastisk, men ingen skal beskyldes ham for å ha påtatt seg en lett oppgave. For

Akastor er det betryggende å ha et sterkt Aker i ryggen.

- *Kværner*: Eierandel på 28,7 prosent, verdi 0,6 milliard kroner. Selskapet har tatt grep, leverer tilfredsstillende resultater i et utfordrende marked og har en ordrebok på 14 milliarder kroner, men det er begrenset med nye feltutbyggingsprosjekter. Kværner har på imponerende vis bedret konkurransevnen, kuttet kostnader, styrket balansen og fylt opp kontantbeholdningen.
- *Aker BioMarine*: Eierandel på 99,5 prosent, bokført verdi 1,4 milliarder kroner. Lønnsomheten er på rett vei, og selskapet kontrollerer hele verdikjeden – inkludert en ny fabrikk i Houston. Omega-3 merkevareingrediensen Superba Krill Oil har etablert seg som den globale markedslederen. Etterspørselen etter Qrill Aqua til oppdrettsnæringen fortsetter å øke. Aker BioMarine er fortsatt et «wild card» i Akers portefølje.
- *Philly Shipyard og American Shipping Company*: Verdien av de to finansielle investeringene i US Jones Act-markedet var 1,9 milliarder kroner ved utgangen av 2015. Skipsverftet har en solid ordresreserve, og god drift. Investeringen i rederiet gir en høy direkte årlig avkastning.

Det er også verdt å stoppe opp ved noen selskaper som det er lett å glemme, men hvor det jobbes målrettet og godt. Torstein Storækre og hans team har skapt store verdier i Fornebuporten. I Norway Seafoods viser Thomas Farstad og hans mannskap beundringsverdig vilje for å få til en levedyktig foredlingsindustri. Ocean Harvest har snudd en krevende situasjon og berget verdier for Aker, og selskapet tas videre gjennom en «management buyout» med to tidligere Aker-ledere, Hallvard Muri og Finn-Arne Lorentsen, som eiere. I tillegg er det flere mindre investeringer i Akers portefølje med potensial til å skape verdier utover de tørre bokførte tallene. Kanskje få millioner i Aker-sammenheng, men det er eksempler på at det arbeides knallhardt for aksjonærene på mange fronter og nivåer.

## SELSKAPER I SÆRKLASSE

I Akers industrielle portefølje er det tre selskaper som utgjorde en stor forskjell i 2015: Havfisk, Ocean Yield og Det norske.

- *Havfisk*: Fangstselskapet rapporterte om rekordresultat, og aksjen steg 90 prosent, inkludert utbytte. Verdien av eierandelen på 73,2 prosent var 1,75 milliarder kroner ved utgangen av 2015. Godt ressursgrunnlag av hvitfisk (torsk, sei og hyse), bærekraftig fangst, kostnadseffektiv drift og modernisering av trålflåten gir resultater. Økende etterspørsel etter torsk i Europa betyr bedre priser – godt hjulpet av en svakere krone. Når torskeprisen stiger, faller så godt som hver krone ned på selskapets bunnlinje. Det blir det penger av når den årlige fangsten er over 30 millioner kilo torsk. I første kvartal 2016 gjennomførte Aker et nedsalg på 10 prosent av Havfisk. Aksjen er blitt mer likvid, kursen har steget videre og siden 2014 er antall aksjonærer tredoblet til ca. 3 300.
- *Ocean Yield*: Porteføljen av moderne skip, som leies ut på langsiktige kontrakter, er blitt flere og mer diversifisert, og aksjen steg 68 prosent, inkludert utbytte. Verdien av eierandelen på 73 prosent var 6,7 milliarder kroner ved utgangen av 2015. Ocean Yield er et dollarselskap, og målt mot norske kroner har dollaren styrket seg cirka 40 prosent de siste par årene. For en kroneinvestor som Aker er det positivt. Ocean Yield har en EBITDA ordresreserve på 24 milliarder kroner (2,7 milliarder dollar). Ocean Yield har foreløpig bare utbetalt et lite utbytte i forhold til hva som ventes de neste kvartalene og årene. Porteføljen av skip er diversifisert og balansert. Motpartsrisikoen er lav, selv om den er økt det siste året.
- *Det norske*: Oljeselskapet satser offensivt og annerledes. I 2015 var Det norske et av de uavhengige lete- og produksjonsselskapene som steg prosentvis mest i verdi på verdens børser. Aksjen steg 39 prosent. Verdien av eierandelen på 49,99 prosent var 5,6 milliarder kroner

ved utgangen av 2015. Det norske produserte til sammen 22 millioner fat olje i fjor. Gjennom gode oppkjøp på norsk sokkel økte selskapets ressursbase med 130 millioner fat oljeekvivalenter i fjor, og dette representerer fremtidige inntekter til Det norske på over 45 milliarder kroner med dagens oljepris. Selskapet har reserver på en halv milliard fat oljeekvivalenter, og ytterligere 325 millioner fat i betingede ressurser som kan modnes til reserver de neste årene.

## DET ENKLE ER DET BESTE

Felles for de tre selskapene er at de har enkle og forståelige forretningsmodeller.

Havfisk er Norges største trålrederi. Som et rendyrket fangstselskap handler det om bærekraftig og kostnadseffektivt fiske av et fastsatt volum, og torskeprisen er den viktigste indikatoren på hva som gir resultater og aksjonærverdier.

Ocean Yield har i all hovedsak langsiktige bareboat kontrakter med forutsigbare inntekter, og skip fordelt på flere maritime segmenter med lavest mulig motpartsrisiko. Gjennomsnittlig vektet kontraktsperiode er 10 år, og dette gir et godt grunnlag for attraktive utbytter fremover.

Det norske er et rendyrket lete- og produksjonsselskap på norsk sokkel. Det finnes neppe en mer oljesensitiv aksje på Oslo Børs enn Det norske. Selskapet har selv sagt ingen mulighet til å påvirke oljeprisen, men jeg er imponert over hvordan Det norske kutter kostnader og griper muligheter som styrker selskapet på norsk sokkel. Ivar Aasen-utbyggingen ser ut til å gå bedre enn jeg fryktet for tre år siden. I neste års aksjonærbrev, etter at feltet har kommet i produksjon, vil jeg dele våre erfaringer på godt og ondt.

Når forretningsmodellen er enkel og mål-bildet tydelig, er det lettere å ha oversikten og fokusere på verditriggere, marginer og risikoforhold. I mer komplekse og kompliserte forretningsmodeller er det lett å miste oversikten og kontrollen, og tape av syne kostnadsdrivere som spiser opp marginer i et jafs. Dette er bakgrunnen for at Aker som eier har arbeidet for

å rendyrke porteføljeselskapene.

I Aker er vi åpne og transparente på våre vurderinger og markedssyn. Aker investerer i sektorer og selskaper som vi har tro på, kunnskap om og hvor vi kan utgjøre en forskjell. Det siste året har investeringsteamet i Aker arbeidet på spreng for å vurdere mange prosjekter, selskaper og transaksjoner i ulike bransjer. Mulighetene har vært sjelden mange i løpet av det siste året. Vi har regnet opp og ned på selskaper i mange bransjer, og vurdert selskaper på kryss og tvers av sektorer som vi allerede kjenner. Det er hyggelig og inspirerende at mange tar kontakt med oss – nettopp fordi de ønsker Aker som eier.

Vi vil fokusere på bransjer der Aker har erfaring og hvor vi mener å være gode, men jeg vil ikke utelukke at Aker under riktige omstendigheter vil vurdere å engasjere kapital i nye segmenter. Aker står parat til å være med på transaksjoner og restruktureringer hvor Aker kan bidra med kunnskap og kapital.

### INVESTERER I ENERGI

Energirelaterte investeringer vil også fremover være Akers viktigste område. Jeg bruker bevisst ordet energi for å utvide horisonten, men olje, gass og tilgrensende muligheter står øverst på dagsorden på kort sikt.

Aker er industrielle og langsiktige i vårt tanke sett. Porteføljen er «long» på olje, og det kommer den til å være. Vi vil gjøre mer av det samme. Forhåpentligvis enda litt smartere. Makromarkedssynet på olje ligger fast.

Våren 2014 la vi til grunn en langsiktig oljepris på 90-100 dollar per fat, og en dollarkurs på 6 kroner. Det vil si 540-600 kroner per fat. I skrivende stund er oljeprisen rundt 45 dollar og dollarkursen 8,15, eller 365 kroner per fat. I norske kroner er det en nedgang på rundt 35 prosent.

Olje er og forblir verdens største og viktigste råvare i mange, mange år fremover. Denne analysen brukte jeg stor plass på i fjorårets aksjonærbrev, og konklusjonen min står fast. Jeg mener at dagens oljepris ikke vil være bærekraftig – forutsatt at man tror på etterspørselsvekst.

### EN DEL AV LØSNINGEN

Akers og mitt syn på oljenæringen bygger på stor respekt for alle personer, organisasjoner, aktører og selskaper som arbeider for fornybare energikilder og løsninger, og det såkalte «grønne skiftet». Men vi må også være realister. Aker har vært en del av Norges energiløsning siden 1870-årene. Først innenfor vannkraft, og de siste 50 årene i olje- og gassnæringen.

Olje og gass kommer til å være Norges viktigste verdiskaper og velferdsbygger i mange tiår fremover. Norsk kunnskap og industri fører an i utviklingen av produkter, teknologier og løsninger for en bærekraftig, sikker og lønnsom petroleumsnæring. Aker vil også i fremtiden være en del av løsningen for å redusere utslipp av klimagasser og miljøfarlige stoffer.

Jeg er klimaoptimist, og har stor tro på at teknologiutvikling og riktige økonomiske incentiver vil kunne gjøre det «grønne skiftet» til en realitet. Olje og gass kommer fortsatt til å være en viktig del av løsningen og energimiksen. Over tid blir det mindre kull, mer gass på mellomlang sikt og CO<sub>2</sub>-vennlige energikilder vil øke.

### KURSEN LIGGER FAST

Aker er 175 år i 2016, og jeg har vært selskapets hovedeier de siste 20 årene. Mine refleksjoner fra denne perioden vil jeg komme tilbake til i jubileumsboken, som skrives av forfatteren Henrik H. Langeland. Derfor er vårens aksjonærbrev kortere enn normalt, men som i tidligere brev prøver jeg å være klar og tydelig på hva jeg mener om Akers resultater og fremtid. Kursen ligger fast.

2015 ble isolert sett et godt år med en økning i Akers aksjonærverdier på 3,6 milliarder kroner. Inngangen til 2016 bekrefter at aksje- og oljemarkedet er volatilt, og at Aker er i sykliske bransjer. Øyvind (Eriksen), min viktigste forretningspartner og Akers konsernsjef, leverer gode resultater og gir kraft i retning og gjennomføring. Til alle ansatte i Aker og Aker-eide selskaper vil jeg kort og godt si: Takk for innsatsen i tøffe og krevende tider.

Langsiktig har Aker levert, og det motiverer for å komme sterkt tilbake. Siden

børsnoteringen for snart 12 år siden er det oljeservice og maritim virksomhet som har vært den store verdiskaperen. Årlig har aksjonærene fått en gjennomsnittlig avkastning på 24 prosent i form av kursutvikling og utbytte, mens OSE-BX har gitt 10 prosent. I Aker og Aker-eide selskaper øker sannsynligvis transaksjonsaktiviteten de neste årene.

Jeg føler og opplever at nye og moderne lokaler på Fornebu har gitt oss en ekstra boost. Mange var skeptiske, men nå møter jeg smil og positiv energi. Akerkvartalet samler ledelse og kompetanse i Aker og Aker-eide selskaper. Samspill og samhandling gir liv til ideer og skaper innovasjonskraft. Dette skal bidra til å skape aksjonærverdier også fremover.



Kjell Inge Røkke

*På vegne av familien*

*PS: Tradisjonen tro vil jeg også i år takke min kone og medaksjonær Anne Grete for hjelp til skriving av årets aksjonærbrev – både i form, innhold og staving.*

*Fornebu, 22. april 2016*

