



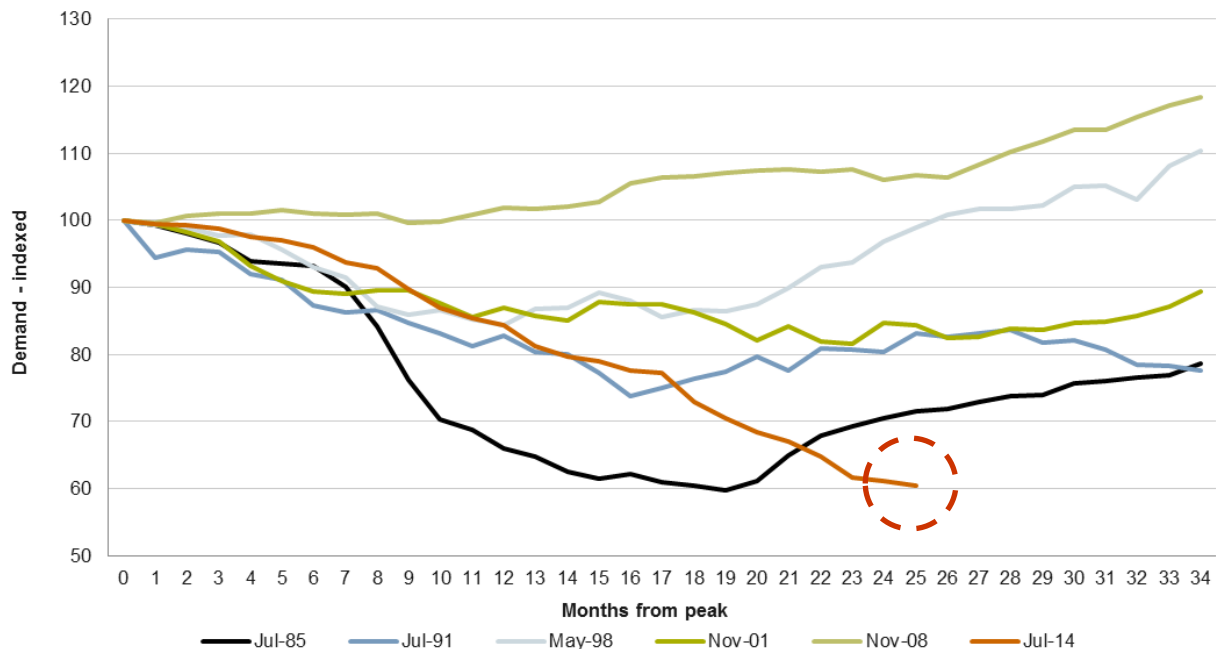
Fred. Olsen Energy (Salg, NOK 5)

Janne Kvernland
Senior Analyst, Oil Services

Nordea | Markets | Equity Research Norway
Tel: +47 22486842 | Mob: +47 99638191
E-mail: janne.kvernland@nordea.com

Bakteppet for riggselskapene er dystert

Etterspørselen etter rigger er ned 40% siden Juli 2014

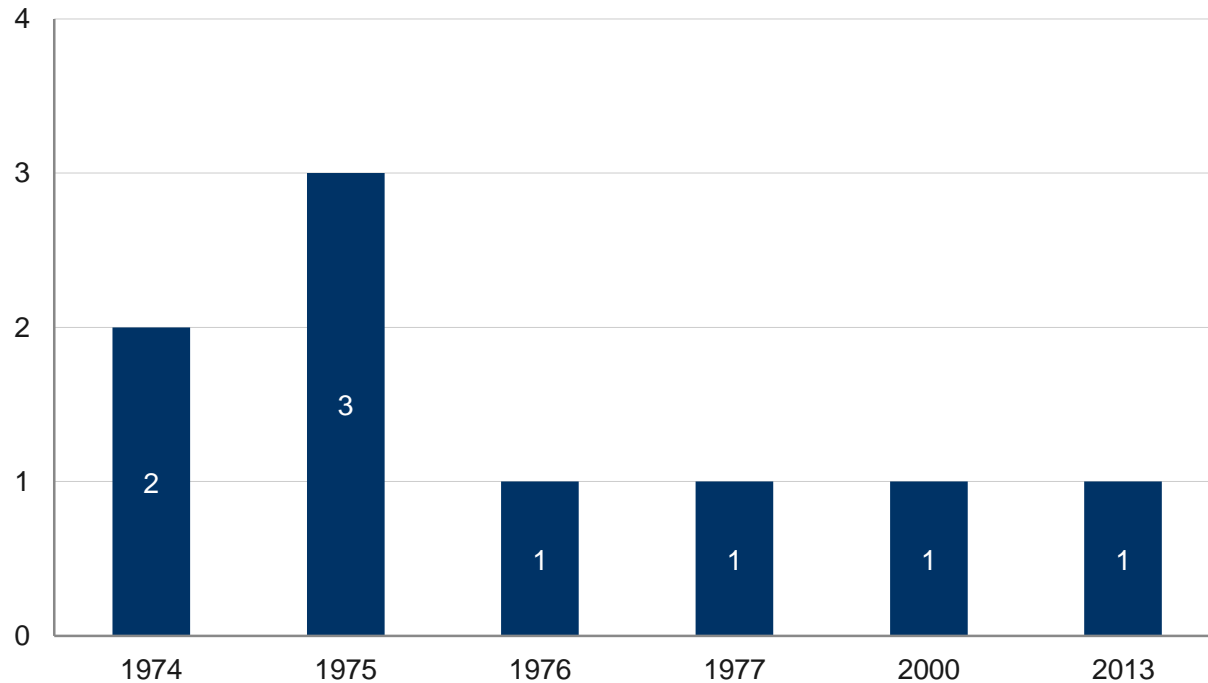


- Fallet i etterspørselen for rigger representerer det største siden krisen på 80-tallet
- Utnyttelsen av den globale riggflåten har falt til ~58% mot 88% i januar 2014
- I dag står over 350 rigger i verden uten jobb
- Industrien har begynt å tilpasse seg ved å skrape eldre rigger
- Vi mener det er minst ~60 flyterigger (semi/drillskip) som må ut av markedet rigger for at vi skal få balanse mellom etterspørsel og tilbud

Source. IHS-Petrodata og Nordea Markets

Riggene til Fred. Olsen Energy er i snitt 34 år gamle

Fred. Olsen Energy sin flåte: rigger levert per år



- Majoriteten av Fred. Olsen Energy sine rigger ble bygd på 70-tallet
- I dag er selskapets riggflåte i snitt 34 år. Til sammenligning er den globale flåten med rigger i snitt 20 år gammel.
- I juli ble det besluttet at en av riggene, *Borgny Dolphin*, skal skrapes. Riggeren var da 39 år og hadde ikke vært i operasjon siden 2014



~90% av Fred. Olsen Energy sine rigger er kandidater for skraping

Kontrakts status: med unntak av to, vil alle riggene komme av kontrakt før Q2 2017

No.	Rig	Built	Region	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18
1	Borgsten Dolphin	1975	UK	\$166'											
2	Byford Dolphin	1974	UK	\$346'			\$125'								
3	Bredford Dolphin	1976	Norw ay	\$395'	\$150'										
4	Bideford Dolphin	1975	Norw ay	\$424'		\$341'	\$426'		\$175'						
5	Borgland Dolphin	1977	Norw ay	\$473'		\$475'	\$175'								
6	Blackford Dolphin	1974	UK	\$428'				\$175'							
7	Belford Dolphin	2000	Malaysia	\$288'	\$125'										
8	Bolette Dolphin	2013	Ivory Coast	\$488'											
9	Borgholm Dolphin	1975	UK	\$150'											

Yard
 Contract
 Option

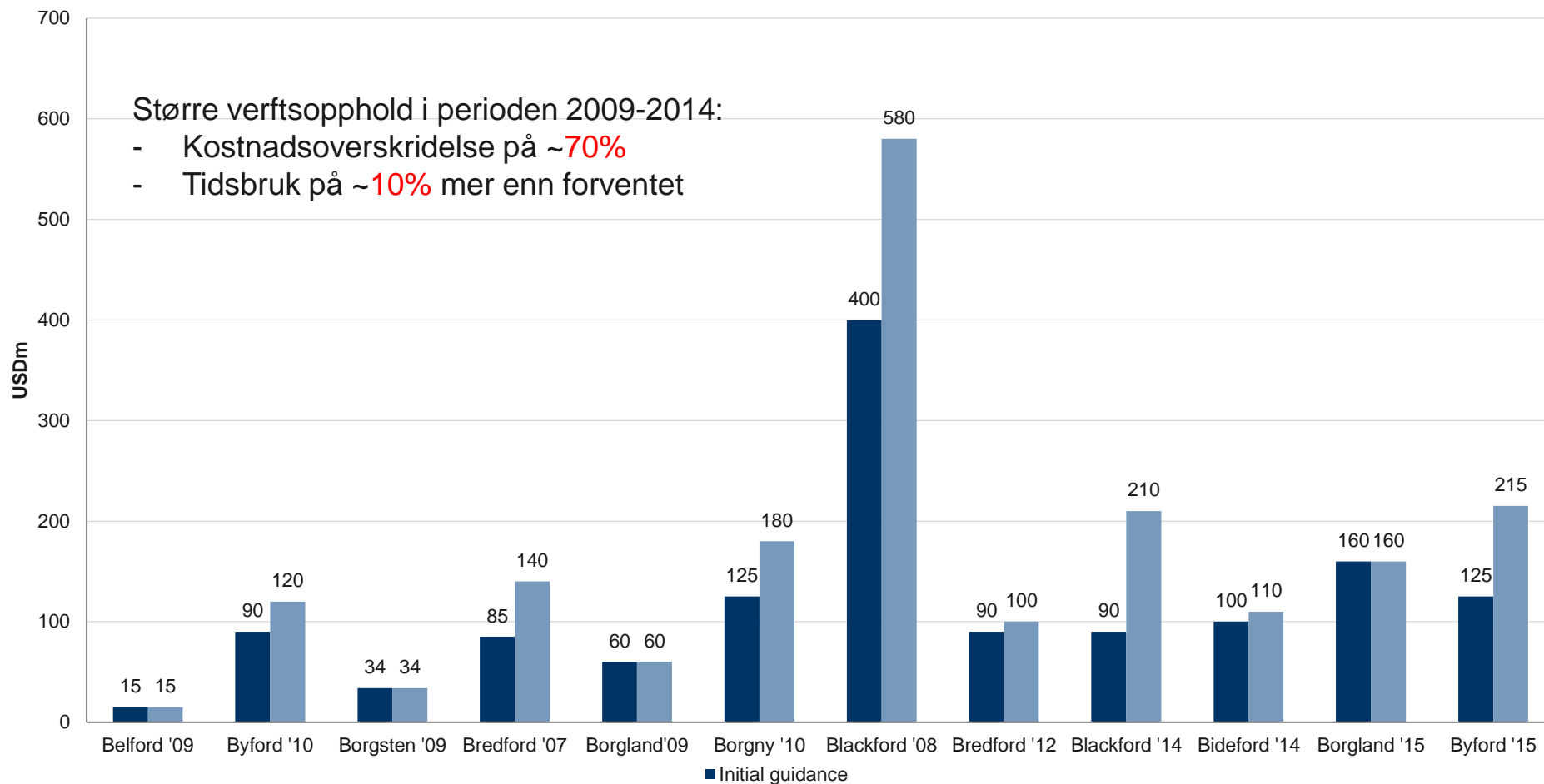
SNART KALDT OPPLAG?
 KALDT OPPLAG
 SNART KALDT OPPLAG?
 KALDT OPPLAG
 SNART KALDT OPPLAG?
 KALDT OPPLAG
 KALDT OPPLAG

- Det er svært få muligheter for å sikre nye jobber for rigger. Kampen om ny jobb er tøff
- Vi anser det som mest sannsynlig at rigger som går av kontrakt/er ledig i 2016/1H 2017 ikke får jobb
- En rigg kan reaktiveres etter å ha vært i kaldt opplag, men gamle rigger innebærer høy reaktiveringsrisiko. Disse er kandidater til å bli skrap. 90% av Fred. Olsen Energy sine rigger faller innenfor denne kategorien

Source: Company data and Nordea Markets

Reaktivering av gamle rigger er risikosport

Historien tilsier at verftsopphold for eldre rigger kan bli mye dyrere enn ventet



Source: Company data and Nordea Markets

Verdi per aksje – 0 NOK?

Forenklet NAV beregning (verdi av ordreservert for eldre rigger pluss residual verdi for *Belford* og *Bolette*)

Rigname	Built	Water depth (ft)	Segment	USDm	Kommentar
<i>Belford Dolphin</i>	2000	1000	UDW	200	I kaldt opplag så kan være verdt null om den aldri kommer tilbake
<i>Bolette Dolphin</i>	2013	12000	UDW	400	Verdi av ordreservert er USD 180m
<i>Blackford Dolphin</i>	1974	6000	DW	55	Verdi av ordreservert
<i>Bideford Dolphin</i>	1975	1750	MW	60	Verdi av ordreservert
<i>Borgland Dolphin</i>	1977	1500	MW	15	Verdi av ordreservert
<i>Bredford Dolphin</i>	1976	1500	MW	0	I kaldt opplag siden Q1 16
<i>Borgsten Dolphin</i>	1975	1500	MW	35	Verdi av ordreservert (risket for å ta høyde for potensiell terminering)
<i>Byford Dolphin</i>	1974	1500		20	Verdi av ordreservert
<i>Borgholm Dolphin</i>	1975			0	I kaldt opplag siden Q2 15
Enterprise value				785	
Net interest bearing debt				969	
Recovery Bollsta (arbitration)				176	
Equity value (USD/Share)				8	
NOK/share (USDNOK = 8.3)				0	

Fred. Olsen Energy handler for øyeblikket på ~NOK 12

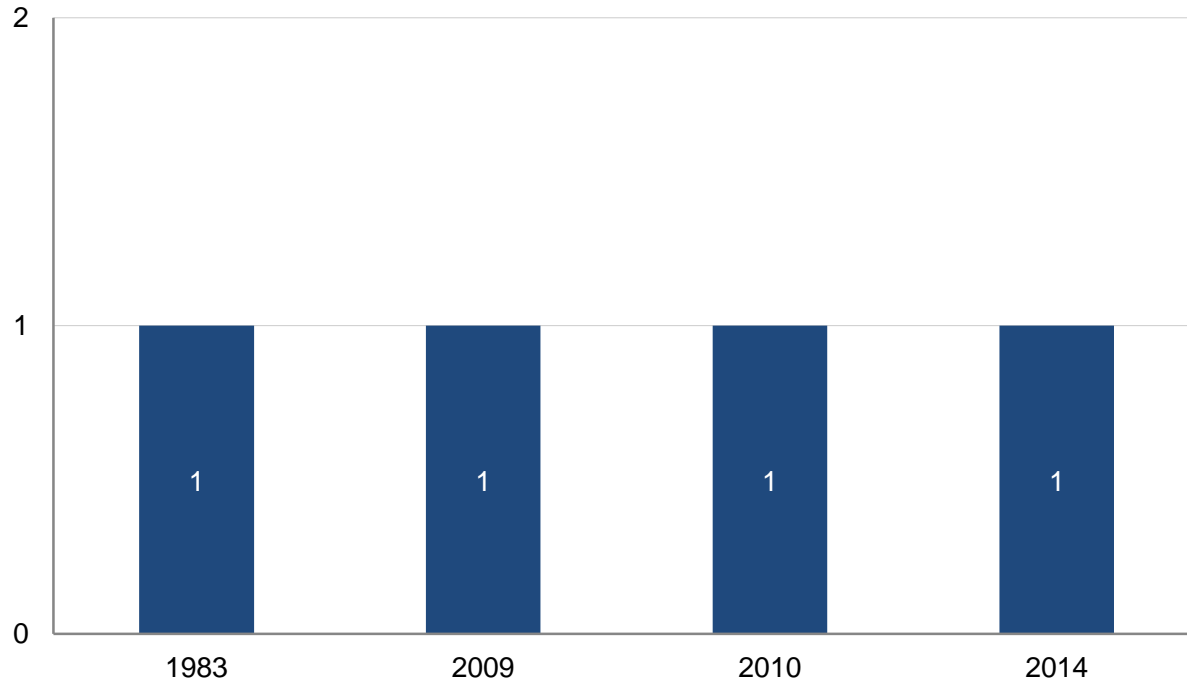
Source: Company data and Nordea Markets

Nordea 

Odfjell Drilling (Kjøp, NOK 12)

Ett lyspunkt i ett ellers utfordrende marked

1) Odfjell Drilling har en moderne riggflåte (rigger levert per år)

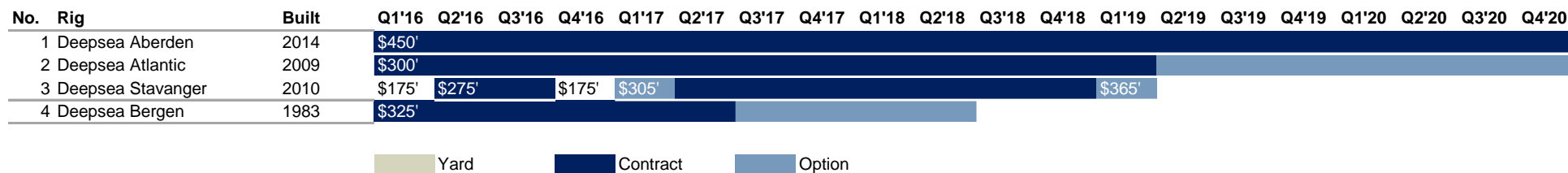


- Odfjell Drilling er godt posisjonert i ett tøft marked med
 1. Ny flåte (snittalder på 12 år)
 2. Lange kontrakter
 3. En god balanse

Source: company data and Nordea Markets

Ordreserveren gir god inntjeningsvisibilitet

2) Ordreserveren ser bra ut, med tre av fire rigger på kontrakt til 2018-2022

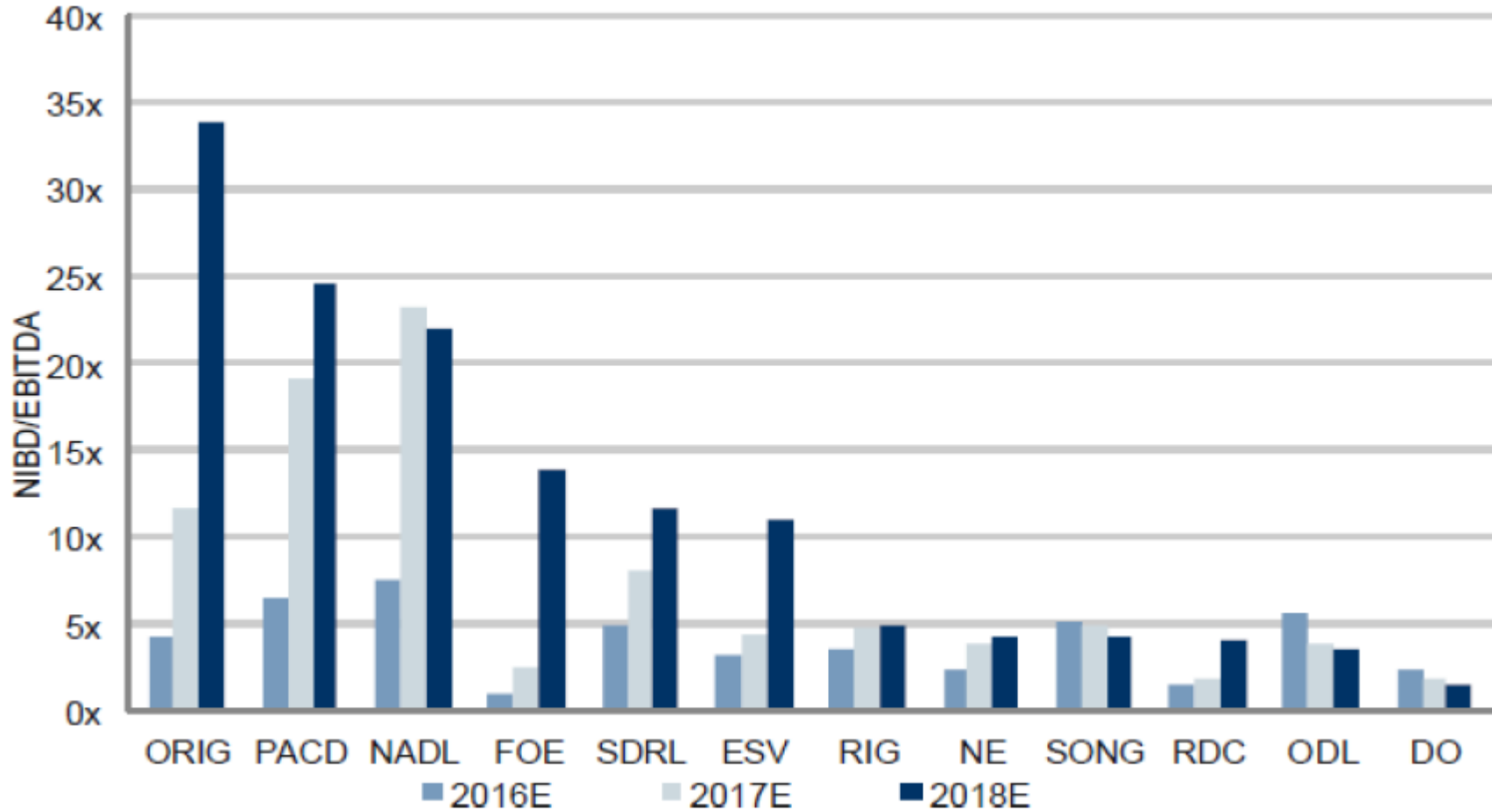


- *Deepsea Aberdeen* har kontrakt inn i 2022, med mulighet for ytterligere arbeid
- *Deepsea Atlantic* har jobb inn i 2019, med mulighet for forlengelse
- *Deepsea Stavanger* har kontrakt til 2H 2018, med mulighet for forlengelse
- *Deepsea Bergen* vil komme av kontrakt sommeren 2017

Source: company data and Nordea Markets

En solid balanse = ikke behov for å printe flere aksjer

3) Rigg sektoren har generelt for mye gjeld og mange må restrukturere i 2016-2018, men ikke Odfjell Drilling



Source: company data and Nordea Markets

Sist men ikke minst, Odfjell er billig billig

Markedet priser hver UDW rigg til USD 335m idag

	Built	Water depth (ft)	Segment	Value	Comment	
MODU	Deepsea Aberdeen	2014	10 000	UDW	335	High-spec HE rig w. firm backlog to late 2018
	Deepsea Atlantic	2009	10 000	UDW	335	High-spec HE rig w. firm backlog to early 2019
	Deepsea Stavanger	2010	10 000	UDW	335	High-spec HE rig w. firm backlog to early 2022
	Deepsea Bergen	1983	1 475	MW	65	Legacy rig
Total fleet value				1070		
Platform and Technology				50		
Well Services				378	9x annualised 16 EBITDA	
Enterprise value				1498		
NIBD Q2 16				1314		
Equity value				184		
Per share (USD)				1		
Per share (NOK)				7,4	USDNOK 8.2	

- Selskapet har USD 375m i ordresreserve per rigg
- Vi mener at hver UDW rigg *minst* burde prises til USD 375m, som tilsvarer NOK 12/aksje
- Etterhvert som etterspørselen kommer tilbake vil riggene prises til ett mer «normalisert» nivå, som indikerer ytterligere oppside:
 - USD 400m/UDW -> NOK 15/aksje
 - USD 500m/UDW -> NOK 27/aksje
 - USD 600m/UDW -> NOK 40/aksje

Source: company data and Nordea Market



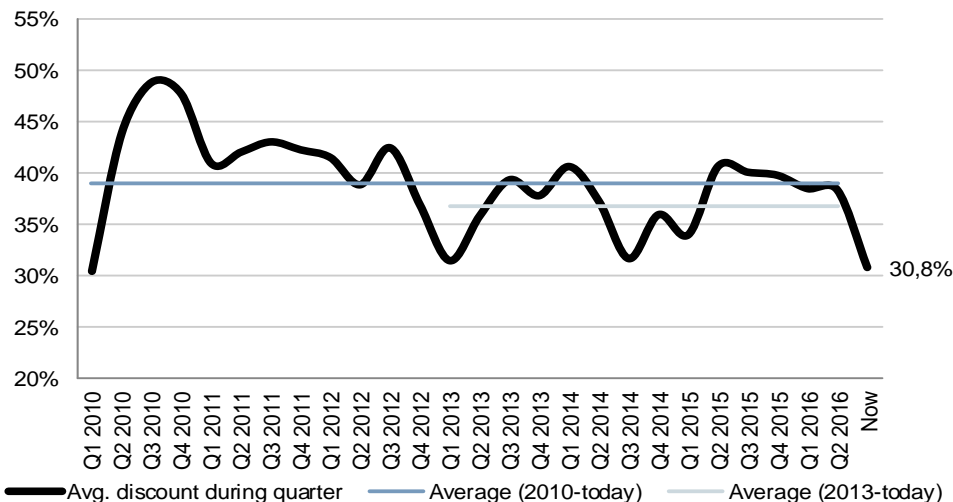
Aker ASA – Buy, TP NOK 300 (270)

Morten Nystrøm
Senior Analyst Oil Services
Oil Services Sector Coordinator

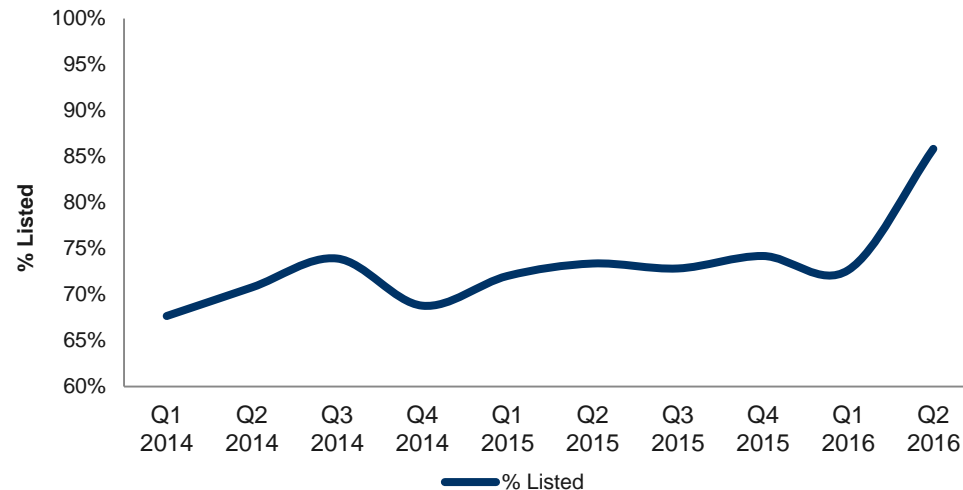
Nordea | Markets | Equity Research Norway
Tel: +47 22487679 (87679) | Mob: +47 90786701
E-mail: morten.nystrom@nordea.com
Web: nordeamarkets.no

Ett mer aktivt eierskap og høyere andel av børsnoterte underliggende verdier gjør at aksjen fortjener en lavere rabatt enn historisk

Historisk rabatt, 2010-2016



Andel* av verdier i børsnoterte selskaper



*Q2 2016 adjusted for Aker BP transaction

Fusjoner og oppkjøp: Mer aktivt eierskap i 2016 synliggjør de underliggende verdiene i selskapet

AKER ASA

SETANTA ENERGY

Divestment of Setanta Energy

Ocean Harvest

MBO of Ocean Harvest

2015

2016

CXENSE

Investment in Cxense

HAVFISK NORWAY SEAFOODS

Divestment of Havfisk and Norway Seafoods

SOLSTAD OFFSHORE

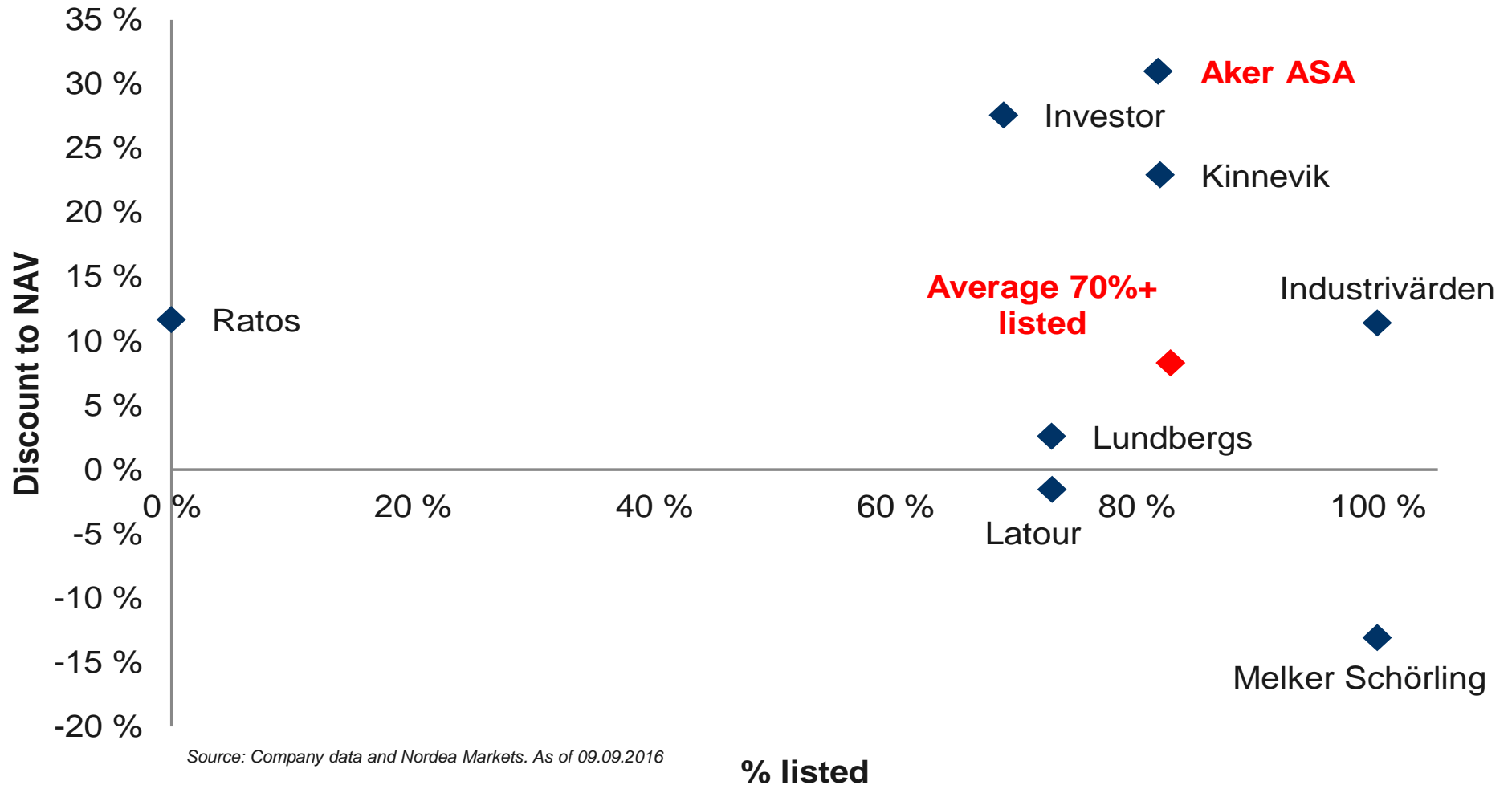
Investment in Solstad Offshore

DET NORSKE

Acquisition of shares in Aker BP

Spesielt når man ser på aksjen i forhold til andre nordiske holding-selskapene som i snitt har en rabatt på 8%

Aker rabatt ift sammenlignbare selskaper som handles på børs i norden

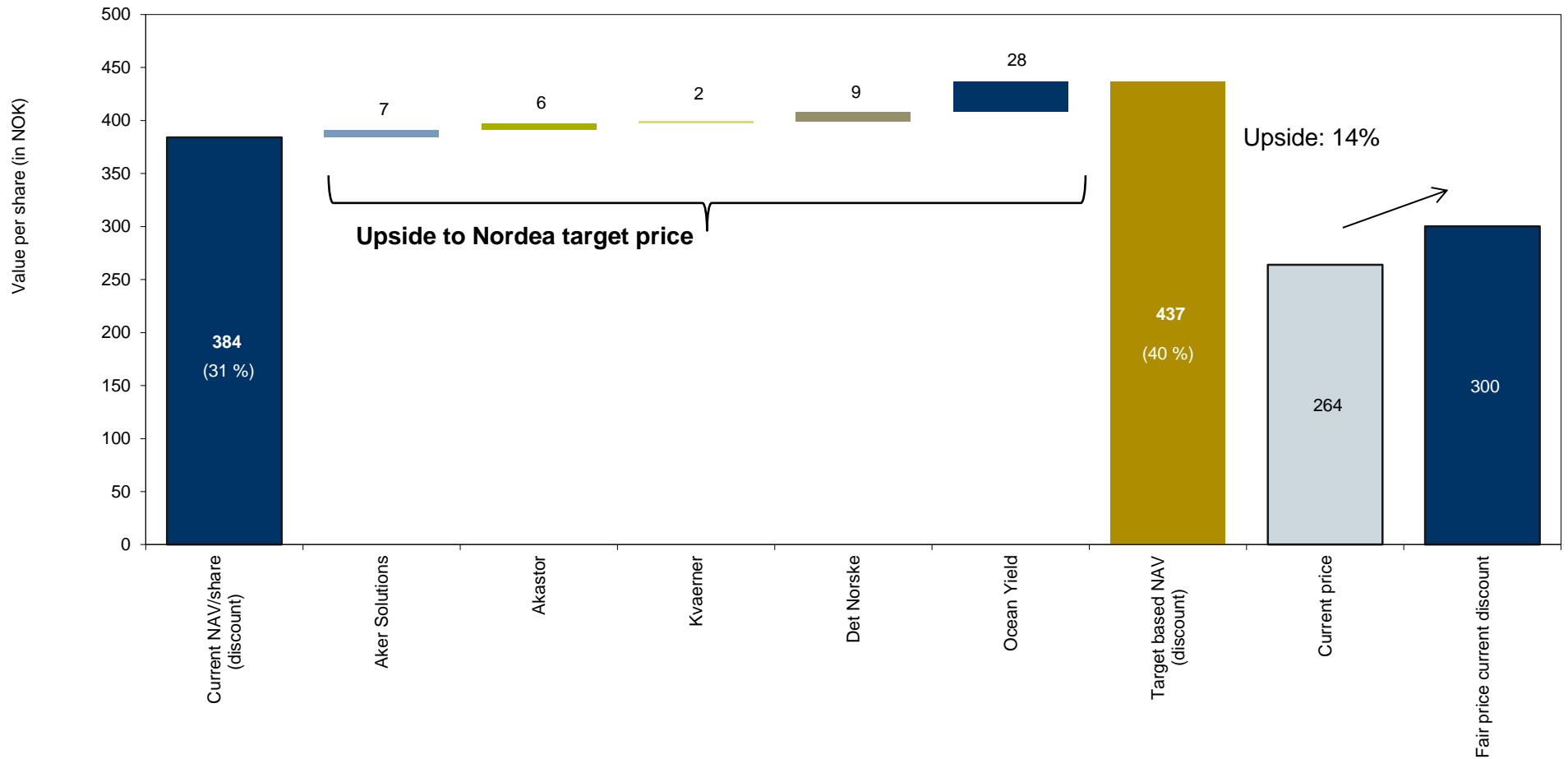


Source: Company data and Nordea Markets. As of 09.09.2016

Source: company data and Nordea Markets

Vi ser en ytterligere oppside dersom vi tar utgangspunkt i våre kursmål på noen av de underliggende selskapene

Verdijustert egenkapital gitt våre kursmål på noen av de listede selskapene er NOK 437



Source. Company data and Nordea Markets

Disclaimer

Nordea Markets is the name of the Markets departments of Nordea Bank Norge ASA, Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Finland Plc and Nordea Bank Danmark A/S.

The information provided herein is intended for the sole use of the intended recipient. The views and other information provided herein are the current views of Nordea Markets as of the date of this document and are subject to change without notice. The views have been provided solely based on the information made available to Nordea Markets and for the purposes of presenting the services made available by Nordea Markets. This notice does not substitute the judgement of the recipient.

Nordea Markets is not and does not purport to be an adviser as to legal, taxation, accounting or regulatory matters in any jurisdiction. Relevant professional advice should always be obtained before making any investment or credit decision.

This document may not be reproduced, distributed or published for any purpose without the prior written consent from Nordea Markets.