



Universitetet
i Stavanger

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE TEMATISKE
RETNING:

Regnskap og finans

TITTEL:

Verdsettelse av Eidesvik Offshore ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Eidesvik Offshore ASA

FORFATTERE:

Kandidatnr:

2175

.....

2233

.....

Navn:

Ibrahim Alici

.....

Sylfest Brændholen Ivesdal

.....

VEILEDER:

Lars Atle Kjøde

Forord

Denne bacheloroppgaven er en avslutning på tre lærerike og trivelige år på studieretningen økonomi og administrasjon på Universitet i Stavanger. Vi innså tidlig at emnet finansregnskap og verdsettelse var interessant for oss begge, vi tok av den grunn valget om å gå sammen som et makkerpar.

Med en interesse for den maritime næringen kombinert med olje- og gassindustrien var PSV bransjen tiltalende for oss to. Virksomheten vi har valgt å verdsette er børsnoterte Eidesvik Offshore ASA fra Bømlø, Sør-Hordaland. Med en klima- og miljøvennlig visjon fanget Eidesvik oppmerksomheten vår. Som den ledende virksomheten innenfor klimavennlige innovasjoner appellerte Eidesvik til oss begge.

Vi ønsker å takke Lars Atle Kjode for sitt engasjement gjennom bachelorskrivingen vår. Hans motiverende og inspirerende profil har vært smittende på arbeidsmoralen vår.

Sammendrag

Innledningsvis forklarer bacheloroppgaven hvilke faktorer som spilte inn ved valget av tema, bransje og virksomhet. Etterfulgt av en introduksjon til PSV bransjen, dens historikk og slik bransjen operer. Ved bruk av to ulike verdsettelsesmetoder; Fundamental og komparativ verdsettelse, skal oppgaven konkludere med et svar på problemstillingen: «Hva er verdien på Eidesvik Offshore ASA våren 2023?».

I oppgaven blir det gjennomført en strategisk analyse, dette innebærer de eksterne og interne faktorene til Eidesvik Offshore ASA. De eksterne faktorene tar ståsted til makroomgivelser som har påvirkningsgrad i bransjen eller virksomheten, krigen i Europa er et tilfelle. En intern faktor i strategiske analysen av Eidesvik Offshore ASA avslører en av virksomhetens styrker, deres innovasjonskompetanse. Som verdens første innen innovasjonen av LNG drevet forsyningskip.

I oppgaven benytter vi oss av en total kapitalverdi modell som skal beregne den nåverdien av selskapet basert på den fremtidige kontantstrømmen. Dette danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen. Vi har undersøkt bransjen og kommet fram til fire komparative selskaper vi har sammenlignet Eidesvik med. Basert på de komparative selskapene sine nøkkeltall har vi da kunne benytte oss av multipler for å gjøre en komparativ verdsettelse.

Vi har gjennom oppgaven drøftet ulike utfall for fremtiden og drøftet ulike scenarier som kan utspille seg, både geopolitisk og mer internt. Til slutt satte vi dette inn i en scenarioanalyse og sett på ulike utfall i en sensitivitetsanalyse. Med alt tatt til betraktning har vi konkludert med tre forskjellige scenarier. Etter at vi utførte analysene, beregnet vi den fundamentale og komparative verdien og lagde et kursmål basert på denne informasjonen. Vi kom til den slutningen at selskapet er underpriset, vi ender med en kjøpsanbefaling på Eidesvik Offshore ASA.

Innholdsfortegnelse

| | |
|--|------------|
| Forord | II |
| Sammendrag | III |
| Figurer, formler og tabeller | VI |
| 1. Innledning | 1 |
| 1.1 Valg av oppgave | 1 |
| 1.2 Problemstilling..... | 1 |
| 2. Presentasjon av selskapet | 1 |
| 2.1 Tidslinje..... | 2 |
| 3. Næringen | 3 |
| 3.1 Det norske oljeeventyret..... | 4 |
| 3.2 PSV bransjen..... | 5 |
| 4. Verdsettelsesteori og metode | 5 |
| 4.1 Fundamental verdsettelse | 6 |
| 4.1.1 Egenkapitalmetoden | 6 |
| 4.1.2 Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE) | 7 |
| 4.2 Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM)..... | 7 |
| 4.2.1 Risikofri rente | 8 |
| 4.2.2 Beta | 8 |
| 4.2.3 Historisk beta | 8 |
| 4.2.4 Markedets risikopremie | 9 |
| 4.3 Totalkapitalmetoden..... | 10 |
| 4.3.1 Kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF) | 11 |
| 4.3.2 Avkastningskrav totalkapitalen (WACC) | 11 |
| 4.4 Vekst | 12 |
| 4.4.1 Historisk vekst | 12 |
| 4.4.2 Fundamental vekst..... | 12 |
| 4.4.3 Terminalverdi | 13 |
| 4.5 Komparativ verdsettelse..... | 13 |
| 4.5.1 Multipler | 14 |
| 4.6 Utbyttmodellen..... | 16 |
| 5. Strategisk analyse | 16 |
| 5.1 PESTEL..... | 17 |
| 5.1.1 Politiske forhold | 17 |
| 5.1.2 Økonomiske forhold..... | 20 |
| 5.1.3 Sosiokulturelle forhold | 23 |
| 5.1.4 Teknologiske forhold | 25 |
| 5.1.5 Miljømessige forhold | 26 |
| 5.1.6 Oppsummering PESTEL..... | 27 |

| | |
|--|-----------|
| 5.2 Porters fem krefter..... | 28 |
| 5.2.1 Rivalisering | 28 |
| 5.2.2 Inngangsbarrierer..... | 29 |
| 5.2.3 Substitutter | 30 |
| 5.2.4 Kjøperens makt | 30 |
| 5.2.5 Leverandørens makt | 31 |
| 5.3 Oppsummering ekstern analyse..... | 33 |
| 5.4 VRIO..... | 33 |
| 5.4.1 Innovasjon..... | 33 |
| 5.4.2 Lokalitet..... | 34 |
| 5.4.3 Lønnsomhet | 35 |
| 5.4.4 Organisering..... | 35 |
| 5.4.5 Oppsummering av VRIO..... | 36 |
| 5.5 Oppsummering strategisk analyse..... | 37 |
| 6. Regnskapsanalyse | 37 |
| 6.1 Resultatregnskap..... | 37 |
| 6.2 Balanseregnskap | 38 |
| 6.3 Analyse | 39 |
| 6.3.1 Likviditetsanalyse | 39 |
| 6.3.2 Soliditetsanalyse..... | 41 |
| 6.3.3 Lønnsomhetsanalyse..... | 43 |
| 6.3.4 Konklusjon | 46 |
| 7. Fremtidsprognose | 46 |
| 7.1 Tidshorisont..... | 46 |
| 7.2 Driftsinntekter..... | 47 |
| 7.3 Driftskostnader | 48 |
| 7.4 Avskrivninger | 48 |
| 7.5 Driftsresultat..... | 49 |
| 7.6 Skattekostnad | 50 |
| 7.7 Investeringer..... | 50 |
| 7.8 Arbeidskapital..... | 51 |
| 7.9 Fri kontantstrøm | 52 |
| 7.10 Terminalvekst..... | 52 |
| 8.1 Kapitalverdimodellen..... | 53 |
| 8.1.1 Risikofrirente | 53 |
| 8.1.2 Markedets risikopremie | 54 |
| 8.1.3 Beta | 54 |
| 8.1.4 Utrekning kapitalverdimodellen | 55 |
| 8.2 Gjeldskostnad | 55 |
| 8.2.1 Syntetisk rate..... | 55 |
| 8.2.2 Utrekning av gjeldskostnad | 56 |

| | |
|---|-----------|
| 8.2.3 Skatt | 56 |
| 8.2.4 Andel egenkapital og gjeld | 56 |
| 8.2.5 Konklusjon | 57 |
| 9. Fundamental verdsettelse | 57 |
| 9.1 Kontantstrøm | 57 |
| 9.2 Terminalverdi | 58 |
| 9.3 Verdien av totalkapitalen | 58 |
| 9.4 Fundamental verdi | 58 |
| 10. Komparativ verdsettelse | 59 |
| 10.1 P/BV | 59 |
| 10.2 P/S | 60 |
| 10.3 P/E | 61 |
| 10.4 Konklusjon | 62 |
| 11. Sensitivitetsanalyse | 62 |
| 11.1 Avkastningskrav | 62 |
| 11.2 Terminalverdi | 63 |
| 11.3 Driftskostnader | 63 |
| 11.4 Backlog | 64 |
| 11.5 To-faktor sensitivitetsanalyse | 65 |
| 11.6 Oppsummering | 66 |
| 12. Scenarioanalyse | 66 |
| 12.1 Positivt scenario | 66 |
| 12.2 Negativt scenario | 67 |
| 12.3 Oppsummering | 67 |
| 13. Kursmål | 68 |
| 14. Konklusjon | 69 |

Figurer, formler og tabeller

Figurer

| | |
|---|----|
| Figur 1: Eidesviks ESG mål. (Kilde: (Eidesvik, 2023)) | 27 |
| Figur 2: Femkraftmodellen | 28 |
| Figur 3: Rederienes vurdering for behov av etter- og videreutdanning. (Kilde: (Norges Rederiforbund, 2023)) | 32 |
| Figur 4: Verdens første LNG drevet skip. (Kilde: (Eidesvik, u.å.)) | 34 |
| Figur 5: Likviditetsgrad 1. (Kilde: (Selskapenes årsrapport)) | 40 |

| | |
|---|----|
| Figur 6: Egenkapitalandel. (Kilde: (Selskapenes årsrapport))..... | 42 |
| Figur 7: Totalkapitalrentabilitet. (Kilde: (Selskapenes årsrapport))..... | 44 |
| Figur 8: Driftsmargin. (Kilde: (Selskapenes årsrapport)) | 45 |

Formler

| | |
|--|----|
| Formel 1: Nåverdi | 6 |
| Formel 2: Kapitalverdimodellen | 7 |
| Formel 3: Regresjon formel..... | 9 |
| Formel 4: Historisk beta | 9 |
| Formel 5: Egenkapitalens risikopremie | 10 |
| Formel 6: Implisitt risikopremie | 10 |
| Formel 7: WACC..... | 11 |
| Formel 8: Geometrisk gjennomsnitt | 12 |
| Formel 9: Vekstrate | 13 |
| Formel 10: Vekstrate i driftsinntekter | 13 |
| Formel 11: Terminalverdi | 13 |
| Formel 12: Price-to-Book | 15 |
| Formel 13: Price-to-Sales | 16 |
| Formel 14: Likviditetsgrad 1 | 40 |
| Formel 15: Egenkapitalandel..... | 41 |
| Formel 16: Gjeldsgrad | 43 |
| Formel 17: Totalkapitalrentabilitet..... | 44 |
| Formel 18: Driftsmargin | 45 |
| Formel 19: WACC..... | 53 |
| Formel 20: Utregning av egenkapitalverdi | 55 |
| Formel 21: Utregning WACC..... | 57 |
| Formel 22: Pris til bokført verdi..... | 59 |
| Formel 23: Utregning for P/BV | 60 |
| Formel 24: Formel for P/S | 60 |
| Formel 25: Formel P/E..... | 61 |

Tabeller

| | |
|--|----|
| Tabell 1: Egenkapitalmetoden, overskudd til kontantstrøm | 7 |
| Tabell 2: FCFE..... | 11 |
| Tabell 3: VRIO | 36 |
| Tabell 4: Analyseverktøyet SWOT..... | 37 |
| Tabell 5: Resultatregnskap (Kilde: (Eidesvik))..... | 38 |
| Tabell 6: Balanseregnskap del 1. (Kilde: (Eidesvik))..... | 38 |
| Tabell 7: Balanseregnskap del2. (Kilde: (Eidesvik))..... | 39 |
| Tabell 8: Nøkkeltall. (Kilde: (Eidesvik))..... | 39 |
| Tabell 9: Egenkapitalandel. (Kilde: (Selskapenes årsrapport)) | 42 |
| Tabell 10: Eidesviks gjeldsgrad. (Kilde: (Eidesvik))..... | 43 |
| Tabell 11: Fremtidig backlog. (Kilde: (Eidesvik))..... | 47 |
| Tabell 12: Fremtidsprognose driftsinntekter. (Kilde: (Eidesvik)) | 47 |
| Tabell 13: Prosentvis vekst av driftsinntekter..... | 48 |
| Tabell 14: Fremtidige driftskostnader | 48 |
| Tabell 15: Historiske og fremtidige avskrivninger. (Kilde: (Eidesvik)) | 49 |

| | |
|---|----|
| Tabell 16: Fremtidig driftsresultat | 49 |
| Tabell 17: Historisk investeringer | 50 |
| Tabell 18: Fremtidig investering | 51 |
| Tabell 19: Historiske og fremtidige arbeidskapital. (Kilde: (Eidesvik)) | 52 |
| Tabell 20: Fri kontantstrøm | 52 |
| Tabell 21: Beta Eidesvik | 54 |
| Tabell 22: Rentedeckningsgrad. (Kilde: (Eidesvik))..... | 56 |
| Tabell 23: Oversikt over selskapets kapital..... | 57 |
| Tabell 24: Kontantstrøm og nåverdi | 58 |
| Tabell 25: Terminalverdi | 58 |
| Tabell 26: Totalverdi | 58 |
| Tabell 27: Fundamental verdi | 59 |
| Tabell 28: Oversikt over P/BV. (Kilde: (Selskapenes årsrapport)) | 60 |
| Tabell 29: Oversikt over P/S. (Kilde: (Selskapenes årsrapport)) | 60 |
| Tabell 30: Oversikt over P/E. (Kilde: (Selskapenes årsrapport)) | 61 |
| Tabell 31: Oversikt over multipler og kurs. (Kilde: (Selskapene årsrapport))..... | 62 |
| Tabell 32: Avkastningskrav sensitivitetsanalyse | 62 |
| Tabell 33: Terminal verdi sensitivitetsanalyse | 63 |
| Tabell 34: Driftskostnader sensitivitetsanalyse | 63 |
| Tabell 35: Backlog sensitivitetsanalyse..... | 64 |
| Tabell 36: WACC og terminal-vekst sensitivitetsanalyse | 65 |
| Tabell 37: Backlog og driftskostnader sensitivitetsanalyse | 65 |
| Tabell 38: Kursmål scenarioanalyse..... | 67 |
| Tabell 39: Kursmål | 68 |

1. Innledning

1.1 Valg av oppgave

Vi har valgt å skrive bacheloroppgaven rettet mot emne finansregnskap og verdsettelse. Vi har vurdert andre aktuelle emner, men kom til enighet om at tema verdsettelse falt oss i smak. Med et spennende faginnhold og en engasjert professor ga det oss lysten til å fordype oss i temaet. Vi anser tema verdsettelse som et riktig valg for å vise til kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom 3 år på studieretningen økonomi og administrasjon.

Ved valg av selskap tok vi først for oss bransjer vi fant interessante og relevante for Norges økonomien. Norges sentrale rolle i den maritime næringen omhandler en rekke virksomhetstyper, blant annet; rederier, skipsverft, maritime tjenesteytere og utstyrproducenter. På dette stadiet fastslo vi at PSV bransjen var det vi fant mest interessant, med lite bakgrunn og kunnskap til det. Med et ukjent ståsted til bransjen økte lysten for å fordype oss i PSV industrien. For å finne riktige virksomheten tok vi i første omgang utgangspunkt i en norsk drevet virksomhet. Deretter rettet vi fokuset på trenden et grønnere skiftet, i det øyeblikket fanget Eidesvik Offshore ASA oppmerksomheten vår. Børsnoterte Eidesvik Offshore ASA i PSV bransjen appellerte til oss begge med deres klimavennlige visjon.

1.2 Problemstilling

Som problemstilling til bacheloroppgaven har vi valgt:

«Hva er verdien av Eidesvik Offshore ASA våren 2023?»

2. Presentasjon av selskapet

Brødrene Lauritz- og Kristian Eidesvik kjøpte sin første fiskebåt i 1965 og etablerte dermed virksomheten Eidesvik. Opprinnelig fokuserte Eidesvik på oppdrettsbransjen, men kort tid senere ekspanderte de også til PSV industrien. I flere tiår har virksomhetens visjon omhandlet miljøbevissthet, nye miljøteknologiske innovasjoner har resultert i godt omtale i

den norske maritime næringen. Eidesviks satsning på klima og miljø kan antas å være avgjørende for bedriftens utvikling og suksess. Bedriftens og ledelsens risikotaking i en grønnere verden har vunnet Eidesvik priser, og gitt Eidesvik en sentral rolle i industrien.

Til tross for den transformasjonen som pågår i industrien endret Eidesvik relativt nylig på toppledelsen. Med Gitte Gard Talmo som administrerende direktør ønsker virksomheten å forbli på spydspissen av bærekraftig og lønnsom forretning. Eidesvik Offshore ASA tilbyr en rekke tjenester til ulike markeder, inkludert forsynings-, undervanns-, offshore vind- og seismiske markeder. Deres flåte av skip inkluderer forsyningsfartøy som kan transportere varer og rør mellom landbasene og offshore oljefeltene, samt undervannskonstruksjonsfartøy som er utstyrt for å utføre ulike oppgaver som konstruksjon- og modulhåndtering, inspeksjoner, vedlikehold og reparasjoner av undervannsinstallasjoner. Noen skip er dedikert til vindoperasjoner, og har ressursene for oppstart- og service faser av vindkraft på havet. Eidesvik har også flere fartøy som spesialiserer seg i seismiske undersøkelser, her er hovedfokus på operasjoner med havbunnsnoder. Med et dedikert mannskap til sjøs og land ønsker virksomheten å levere effektiv og høykvalitets sjømannskap, tjenester og operasjoner til deres kunder. Virksomhetens hovedkontor befinner seg i dag på Bømlo, Sør-Hordaland (Eidesvik, u.å.).

2.1 Tidslinje

1965 – 1972

Brødrene Lauritz og Kristian Eidesvik gjør sin første investering i fiskefartøy, hvor de gir båten navnet Bømmeløy. Mens Bømmeløy var i drift, oppdaget brødrene den økte aktiviteten i PSV næringen.

1973 – 1999

Fra tidlig 70-tallet starter Eidesvik driften i Offshore bransjen. Forsyning i oljeindustrien resulterer i flere skip, investeringer som Viking Boy. Dette var et AHTS skip, denne skipstypen blir hovedsakelig brukt til å taue og ankre opp oljeplattformer.

2000 – 2003

I 2003 dør Eidesvik verdens første gassdrevne skip, Viking Energy. LNG drevet skipet reduserer CO2 utslipp, og viser til en markant reduksjon av NOX. Innovasjoner slikt som dette viser vei for en klimavennlig framtid, samt bygger et merkenavn for Eidesvik i industrien (Baisotti., Sommerfeldt., 2020).

2004 - 2005

27. juni 2005 ble Eidesvik Offshore ASA det fjerde offshorerederiet på Oslo Børs. Virksomhetens store investeringer i skip og ambisjonen om videreutvikling endte opp med børsnotering, på denne måten ble de en del av egenkapitalmarkedet (Nordnett, 2023).

2006 - 2015

Etter børsnoteringen av bedriften Eidesvik Offshore ASA fortsetter utviklingen av virksomheten, investeringer i nyere skip med mer avansert teknologi. En av disse investeringene var skipet Seven King. Det kompakte skroglinjedesignet skipet vant «Årets skip» prisen under Nor-Shipping-messen i Lillestrøm (Ramsdal, 2013).

2016 - 2023

Som tidligere nevnt ovenfor gjorde Eidesvik endring i toppledelsen nylig. Etter mer enn 15 år som administrerende leder i Eidesvik gikk Jan Fredrik Meling av med pensjon, fra nyttår 2021 til 2022. Fra 1.januar 2022 tok Gitte Gard Talmo over stillingen administrerende leder for Eidesvik Offshore ASA. Meling som leder gjorde selskapet ledende innen bruk av utslippsreducerende teknologier i skip. Jans villighet til å ta risiko, forme retningslinjer og reguleringer i industrien vant han pris i London 8.februar 2023. Jan Fredrik ble tildelt æresprisen «Lifetime Achievement Award» under den årlige konferansen Offshore Support Journal i London (Norges rederiforbund, 2023).

3. Næringen

Den maritime næringen i Norge strekker seg så langt tilbake som omtrent 1960-tallet. Det startet med fiskeoppdrett, før olje- og gassindustrien ble oppdaget. Gjennom utenlandske virksomheters oppmerksomhet knyttet til norske kysten, ga regjeringen tillatelse om et første

letebrønn i 1966. Per dags dato har den maritime næringen stor betydning i Norges økonomien, og det vil den også ha fremover.

3.1 Det norske oljeeventyret

Tilbake til 1950-tallet var det fjernt for en rekke mennesker at det skulle ligge olje- og gassrikdommer langs norskekysten. Et gassfunn av Nederlenderne i Groningen 1959 vekket oppmerksomhet, denne gangen rettet på Nordsjøen. Norges geologiske ekspertise hadde en negativ holdning til olje- og gassfunn langs norskekysten. Nå har olje og gass vært Norges viktigste ressurs til statskassen, investeringer og det helhetlige bildet i over 50 år.

I 1969 slo det norske oljeeventyret gjennom med et funn av Ekofisk. Funnet viste seg å være et av de største oljefeltene som noen gang er funnet til havs. Ekofisk er et petroleumfelt lengst sør i den norske delen av Nordsjøen, omtrent 300km fra den norske kysten. I årene etterpå, fra 1970-tallet har sokkelen gradvis åpnet, områder som har virket lovende har vært første prioritet i undersøkelsene (Regjeringen, 2021).

På 80-tallet skjedde det omorganiseringer, deltakerdelen til staten ble delt i to. En knyttet til selskapet Statoil (i dag heter virksomheten Equinor), hvor staten var eiere. Den andre delen var statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten (SDØE). Ordningen fungerer som følger; staten eier en andel i flere olje- og gassfelt, rørledninger og landanlegg. Den andelen varierer ut ifra størrelsene på ulike felt. Staten står for sine investeringer, og kostnader som medfølger, deretter får en tilsvarende del av inntektene fra utvinningstillatelsen (Regjeringen, 2021).

I 2001 ble det vedtatt av Stortinget at 21,5% av andelene i SDØE kunne selges. Av de 21,5% ble 15% solgt til Statoil, noe som var avgjørende grunnet deres børsnotering det samme året. De resterende 6,5% ble solgt til andre rettighetshavere.

De siste 20 årene har olje- og gassprisene hatt en stabil vekst, med noen vanskelige perioder vi vil komme tilbake til i oppgaven. Petroleumsindustrien har hjulpet landet i videreutvikling og finansieringen av velferdssamfunnet. Den norske sokkel vil i framtiden også ha betydning for den norske økonomien (Regjeringen, 2021).

3.2 PSV bransjen

Bransjen Eidesvik operer i går under navn som PSV-, Supply-, eller Offshore bransjen. Virksomhetene i PSV bransjen tilbyr til en viss grad den samme servicen og tjenestene, dette innebærer forsynings-, undervanns-, offshore- og seismiske markeder som nevnt innledningsvis i oppgaven. Virksomhetenes arbeidsoppgaver vil variere ut ifra hvilket marked det omhandler, dette er noen eksempler på tjenester virksomhetene i bransjen kan utføre; ankerhåndtering, rørlegging, kabellegging og frakting av utstyr til og fra oljeinstallasjonene. Ratene og kontraktsforhandlingene i bransjen påvirkes av tilbud- og etterspørselsforholdene. Det er markedet som setter ratene, til tross for dette har større oljeselskap et bedre utgangspunkt enn de små når det gjelder forhandlinger. I tidsperiodene hvor aktivitetsnivået i markedet er lavt, er det ønskelig fra leverandørens side med langsiktige kontrakter, dette er for å dekke selskapet faste kostnader i gitte perioden. I motsetning kan det være mindre lurt med langsiktige kontrakter i perioder med høye rater og høyt aktivitetsnivå for leverandørene, derimot lønne seg for oljeselskapene.

På lik linje med andre bransjer, har antageligvis det grønne skiftet aldri vært mer i fokus enn det er nå i PSV bransjen. Ifølge konjunkturrapporten til Norges rederiforbund vil syv av ti rederiforbundets medlemmer kutte klimautslippene med 50% per transportert enhet innen dette tiåret. Ikke nok med det, så ønsker åtte av ti rederier å være klimanøytrale innen 2050. Til tross for utfordringene og usikkerheten knyttet til ny alternativ drivstoff blir det gjort investeringer i nye grønne løsninger. Usikkerheten rundt alternative løsninger til et grønnere skiftet kommer blant annet av krigen i Europa, inflasjonen dette medfølger og usikkerheten rundt de politiske vilkårene.

4. Verdsettelsesteori og metode

Hensikten bak verdsettelsen av en virksomhet eller aksje er å finne ut om det er over- eller underpriset, sammenlignet med markedsverdien. Ved hjelp av data, ulike metoder og tilnærminger man kan gjøre seg opp en formening om markedsverdien stemmer eller ikke. I

denne delen av oppgaven vil vi bruke fagboken «Investment Valuation» skrevet av Aswath Damodaran. Vi vil ta stilling til de tre ulike hovedteknikkene for verdivurdering;

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

4.1 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdivurderingen anses ofte som den inntjeningsbaserte verdivurderingen, dette omhandler en diskontert fri kontantstrøm (DCF). Ved hjelp av underliggende faktorer beregner man seg fram til fremtidig kontantstrøm, før man i ettertid diskonterer tilbake til nåverdi (NPV) ved hjelp av diskonteringsfaktoren.

$$\text{Nåverdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kontantstrøm}}{(1+r)^t}$$

Formel 1: Nåverdi

Denne fundamentale verdsettelsesteknikken deles inn i to metoder, dette er total kapitalmetoden og egen kapitalmetoden. Begge metodene kobles opp imot hverandre gjerne fordi de baserer seg på fremtidige kontantstrømmer diskontert med et gitt avkastningskrav. Vi vil ta i bruk, og gjennomgå begge metodene (Damodaran, 2012, s. 12).

4.1.1 Egen kapitalmetoden

Ved å benytte oss av egen kapitalmetoden vil hovedmålet være å fastslå egen kapitalen til virksomheten Eidesvik Shipping ASA. Vi vil ta utgangspunkt i to ulike egen kapitalmetoder som kan gi oss samme verdierestimater, disse er; kontantstrømmene til egen kapitalen, og avkastningskravet til egen kapitalen.

4.1.2 Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)

For å finne overskuddet til egenkapitalinvestorene, løser vi ut kontantstrømmene ved hjelp av tabellen under. Øverst på tabellen finner vi årsresultatet til virksomheten, før vi legger til avskrivninger. Avskrivninger er en regnskapsmessig kostnad som vil påvirke kontantstrømmen jo høyere den er. Like etter trekkes det fra den netto kapitalutgiften for gitte perioden, som er investeringer. Etterfulgt av investeringer har vi endring i arbeidskapitalen. Den kan bidra positivt eller negativt, avhengig av hvordan perioden til virksomheten har vært, enten det har vært en økning eller reduksjon. Til slutt har vi endringen i gjelda til virksomheten, før man har kontantstrømmen til egenkapitalen. (Damodaran, 2012. s. 12.)

| Egenkapitalmetoden | |
|---------------------------|-------------------------------------|
| | Årsresultat |
| + | Avskrivninger |
| - | Investeringer |
| +/- | Endring i arbeidskapital |
| +/- | Endring i gjeld |
| = | Kontantstrøm til egenkapital |

Tabell 1: Egenkapitalmetoden, overskudd til kontantstrøm

4.2 Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM)

Avkastningskrav på egenkapitalen er et minimum investorer gjerne setter som et krav før de investerer i en gitt virksomhet, aksje eller andre verdipapirer. Som følge av en investering er det knyttet risiko om virksomheten er lønnsom, eller oppnår målene de har satt for seg. Jo mer usikkerhet det er knyttet til virksomheten, desto høyere vil avkastningskravet være fra investorenes side. Ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM) finner vi avkastningskravet for en gitt eiendel og hvordan utlede risikoen knyttet til dette (Damodaran, 2012, s. 714).

$$CAPM = \text{Risikofri rente} + \text{beta} * (\text{markedets risikopremie})$$

Formel 2: Kapitalverdimodellen

4.2.1 Risikofri rente

Ved å ta stilling til kapitalverdimodellen som er henvist til tidligere, tar vi for oss hva den risikofrie renta dreier seg om. Dette er en risikofri rente som investorer mottar uten eksponering mot risiko. Dersom den forventede avkastningen er lik den faktiske avkastningen, så er det en risikofri eiendel. I verdsettelse er ofte en risikofri rente ansett som bruk av statsobligasjoner, er statsobligasjonene sett på som risikofrie, er de med null-kupong. Med det menes det at ingen kupongrente utbetales med jevne mellomrom, men hele avkastningen utbetales ved realisering. Ved valg av risikofri rente i verdsettelse må det tas stilling til; tidshorisont og valuta.

4.2.2 Beta

Fagbegrepet som uttrykker aksjens markedsrisiko, er hva vi kaller for Beta. Dette beskriver hvor relativ volatilitet aksjen har til markedsporteføljen. Betaen beregnes ved å se på en veldiversifisert portefølje, en markedsindeks er et eksempel på dette, opp mot det aktuelle verdipapiret. Markedets betaverdi er 1. Dersom en aksje har høyere beta enn dette forteller det oss at det svinger mer enn markedet. Aksjen har også gjerne høyere risiko og forventet avkastning. Indeksfondet svinger rundt det samme med markedets betaverdi på 1, dette kommer av at det prøver å replikere markedet og ha lik risiko. Vi har ulike tilnærminger ved beregningen av beta, fagboken Damodaran tar for seg noen av disse metodene. I oppgaven skal vi ta for oss den historiske og fundamentale betaen.

4.2.3 Historisk beta

Vi utarbeider beregningen av beta på en investering, ved å gjennomføre en regresjon. Tar for oss verdipapirets avkastning på en side, sammenlignet med avkastningen på markedsindeksen i samme periode på den andre siden (Damodaran, 2012, s. 183). Ved å sammenligne verdipapirene med markedsporteføljen som inneholder eiendelene i gitte perioden, vil funnene av regresjonen være presise. Dette kommer av at det er aksjeindekser som blir benyttet for å representere markedsporteføljen, når markedsporteføljen ikke eksisterer.

$$\text{Historisk beta} = a + bR_m$$

Formel 3: Regresjon formel

Slik ser formelen til utførelsen av den statistiske regresjonen ut, hvor helningen (*b*) representerer beta. Tilnæringsmetoden for å beregne betaen er ved å ta kovariansen mellom aksjeavkastningen, og indeksavkastningen i gitte perioden. Deretter dele disse på variansen til indeksen, som illustrert under.

$$\text{Beta} = \frac{\text{Kovarians}}{\text{Varians}}$$

Formel 4: Historisk beta

Ved beregning av en regresjonsbeta står vi ovenfor tre ulike tidsintervaller. Dette dreier seg om lengden på observasjonene til virksomheten. Aksjeanalyser som utføres av analytikere utarbeider rapporter og prognoser, de gir investeringsanbefalinger basert på dette. Analyseselskaper tar i bruk ulike tidsintervaller, det kan tas utgangspunkt i så langt som 5 år tilbake i tid. Den andre type observasjoner kan bli gjort månedlig, ukentlig eller daglig, i dette tilfellet gjelder frekvensen på observasjonene. Dersom det tas utgangspunkt i denne type analyse skal man vite at størrelsen på virksomheten vil ha en innvirkning på frekvensen man velger. Svingningene på aksjer på kortere sikt påvirkes av handelsvolumet. Den tredje muligheten er valg av indeks som benyttes som sammenligningsgrunnlag, ofte indeksen tilknyttet børsen aksjen er notert på (Damodaran, 2012, s. 189).

Resultat av den historiske betaen kan ofte være upresis, dette kommer av antagelsene og beslutningene som tas på forhånd. Selv tilfeller hvor den historiske betaen har lav standardfeil, gir det ikke en reell presis eksponering mot systematisk risiko. Betaen blir fremdeles ofte estimert på denne måten til tross for sine svakheter.

4.2.4 Markedets risikopremie

Mot slutten i kapitalverdimodellen har vi markedets risikopremie. En risikopremie er en ekstra avkastning en vel-diversifisert investor forventer, ved å foreta en risikabel investering. Risikopremien blir ansett som en kompensasjon for risikoen ved en usikker investering.

$$\text{Markedets risikopremie} = (E(R_m) - R_f)$$

Formel 5: Egenkapitalens risikopremie

Dette er en systematisk risiko i markedet. Ved å trekke den risikofrie renten fra den forventede avkastningen, ender vi opp med risikopremien for å investere i markedet. Beregningen til risikopremien i aksjemarkedet gjøres ved å ta utgangspunkt i differansen mellom forventet avkastning for markedsporteføljen og risikofri rente (Damadoran, 2012, s.161).

En utfordring som kan oppstå ved beregning av risikopremie er lite historisk data, og et marked med høy volatilitet. Det må tas stilling til analysen man har gjort, valg av tidsintervall og valg av risikofri eiendel.

Den andre tilnærmingen er implisitt risikopremie og er illustrert under.

$$\text{Nivå indeks} = \frac{\text{Forventet utbytte neste periode}}{\text{Avkastningskrav egenkapital} - \text{Forventet vekst}}$$

Formel 6: Implisitt risikopremie

Med denne implisitt risikopremie metoden medfølger det fordeler og ulemper. Metoden krever ingen historiske priser, og at markedet antas å være riktig priset. Ved hjelp av indeks beregner man vekst og utbytte for kommende periode. Etterfulgt av de tidligere stegene løser man ut for avkastningskravet, så har man risikopremien for markedets implisitt. Det som kan anses å være krevende og vrient med metoden er en rekke variabler som må beregnes, i tillegg til at det ikke er fast bestemt at markedet ikke er riktig priset. Fremdeles er dette et alternativ som er mer oppdatert, sammenlignet med historisk risikopremie.

4.3 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden metoden for å beregne totalkapitalen til et selskap. Dette innebærer blant annet eiendeler, forpliktelser og all samlet kapital. Denne metoden gir oss et innblikk i virksomhetens økonomiske stilling, deres økonomiske styrke og stabilitet.

Totalkapitalmetoden kan sammenlignes med egenkapitalmetoden med tanke på at begge tar stilling til avkastningskravet, og diskontert kontantstrøm. Ulikt egenkapitalmetoden tar totalkapitalmetoden for seg interessentene i en virksomhet.

4.3.1 Kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)

Kontantstrømmen til totalkapitalen tar stilling til virksomhetens inntekter innenfor den operasjonelle driften. Driftsresultat (EBIT) justert for skatt, avskrivninger, investeringer, og endring i arbeidskapital sier oss noe om den gjenstående frie kontantstrømmen. Det ses bort ifra renter og avdrag i beregningen, av den grunn at kontantstrømmen går til alle som har kapital i virksomheten (aksjonærer og kreditorer).

| Totalkapitalmetoden | |
|----------------------------|----------------------------------|
| | Driftsresultat |
| - | Skatt |
| + | Avskrivninger |
| +/- | Investeringer |
| +/- | Endring i arbeidskapital |
| = | Kontantstrøm totalkapital |

Tabell 2: FCFF

4.3.2 Avkastningskrav totalkapitalen (WACC)

Avkastningskravet til totalkapitalen finner vi ved hjelp av WACC (Weighted Average Cost of Capital), denne benyttes ved beregning av totalavkastningskravet til virksomheten. Det er denne avkastningen investorene krever for å kompensere for risikoen knyttet til investering i en gitt virksomhet.

$$WACC = CAPM * \text{Andel egenkapital} + \text{Gjeldskostnad} * \text{Andel gjeld}$$

Formel 7: WACC

Det tas vektet gjennomsnitt av gjeldskostnad etter skatt og egenkapitalkostnad, hvor vektningene baserer seg på markedspriser og ikke bokført verdi. På denne måten beregner vi oss fram til den samlede kostnaden for virksomhetens kapital, som er totalkapitalkostnaden. Gjeldskostnadens størrelse og rentekostnadene avgjøres av den risikofrie renta, selskapsspesifikt påslag for mislighold, og skattefordeler tilknyttet til gjeld. Over er illustrasjonen til formelen WACC (Damodaran, 2012, s.182).

4.4 Vekst

I en verdsettelse av en virksomhet estimerer vi hvilken vekst virksomheten har i fremtidige kontantstrømmer. Til tross for riktig framgangsmåte kan man oppnå negative resultater, dette betyr ikke at virksomheten har en mørk framtid. Det kan være en virksomhet som er forventet å vokse i fremtiden. Historisk vekst, fundamental vekst og analytiker estimerer er tre ulike metoder til vekst vi skal sammenligne, fordeler og ulemper med hver av dem.

4.4.1 Historisk vekst

Fordelen med å benytte den første metoden, historisk vekst er at det ofte er lett tilgjengelig data. Med den lett tilgjengelige dataen vil det være enklere å gjennomføre beregninger. En ulempe med denne metoden er at virksomheten hele tiden er i endring, man gjør antagelser om fremtiden basert på fortiden. Dette kan resultere i lite presise vekstberegninger. Andre faktorer som kan bidra til mindre presise vekstberegninger er størrelsen til virksomheten, og hvor uforutsigbar sektoren de opererer i er. Fagboken til Damadoran tar for seg ulike tilnærminger for beregning av gjennomsnittlig vekst, og viser til den geometriske som den mest populære (Damadoran, 2012, s. 272).

$$\text{Geometrisk gjennomsnitt} = \left(\frac{\text{Overskudd } n}{\text{Overskudd } 0} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Formel 8: Geometrisk gjennomsnitt

En metode for å finne geometrisk gjennomsnitt er som illustrert overfor. Her tas overskuddet fra siste observasjon, og deles på den første. Dette vil resultere i det som heter renters rente effekten. Dette innebærer at man får avkastning på beløpet man har satt inn, og på rentene man får hvert år.

4.4.2 Fundamental vekst

Den fundamentale veksten dreier seg om finne elementene som forårsaker virksomhetens vekst. Det legges vekt på å skille inntjeningen til egenkapitalen og totalkapitalen fra hverandre, dette gjøres for å enkle bearbeiding og beregningene som vil skje i etterkant. Veksten til inntjeningen av egenkapitalen omhandler virksomhetens nettoinntekter. Veksten finner man ut ved å se på reinvesteringsgraden av nettoinntektene, og egenkapitalrentabiliteten (ROE).

$$\text{Vekstrate} = \text{Reinvesteringsgrad} * \text{Egenkapitalrentabiliteten}$$

Formel 9: Vekstrate

Ved å ta stilling til total kapitalrentabiliteten (ROC), innhentes det data om økningen i driftsresultat (EBIT) for beregningen av vekst i total kapitalinntjening (Damadoran, 2012, s. 285).

$$\text{Vekstrate} = \text{Reinvesteringsgrad} * \text{Total kapitalrentabiliteten}$$

Formel 10: Vekstrate i driftsinntekter

4.4.3 Terminalverdi

I verdsettelse brukes betegnelsen terminalverdi, dette innebærer verdien av virksomheten utenfor de estimerte kontantstrømmene. Terminalverdi tas i bruk for å uttrykke verdien av fremtidige kontantstrømmer i virksomheten, ettersom at det kan være utfordrende å estimere kontantstrømmer for lengre perioder fram i tid. Det er to ulike tilnærminger for å estimere terminalverdien til en virksomhet; Virksomhetens verdi dersom de selger alt av eiendeler, eller at virksomheten får en stabil vekst i fremtiden. Tar man stilling til et potensielt konkurs for virksomheten kan likvideringsverdien benyttes, dette innebærer bedriftens verdi på et bestemt tidspunkt. Ser det der imot ut til at virksomheten vil få stabil vekst i fremtiden, kan man estimere terminalverdien for selskapet.

Når terminalverdien beregnes tas den siste kontantstrømmen i analysen, og avkastningskravet (r) fra siste perioden hvor virksomheten ble verdsatt, i tillegg til den forventede veksten (g) til virksomheten på lang sikt (Damadoran, 2012, s. 306).

$$\text{Terminalverdin} = \frac{\text{Kontantstrøm } n}{r - g}$$

Formel 11: Terminalverdi

4.5 Komparativ verdsettelse

En mye brukt metode for verdsettelse er komparativ verdsettelse eller relativ verdsettelse som det også blir kalt, vi kommer til å bruke komparativ verdsettelse videre. Komparativ verdsettelse grunner i å finne verdien av en eiendel ut ifra verdien til lignende eiendeler

(Damodaran, 2012, s. 453). Grunnen til dens popularitet er fordi den er en relativt enklere og mindre tidkrevende en fundamental verdsettelse. Den reflekterer selskapets verdi mot markedet gjennom forskjellige funksjoner som blir kalt multipler.

I komparativ verdsettelse er det to deler som må være på plass, å standardisere prisen og finne sammenlignbare selskaper. For å standardisere prisen har man multipler som hjelpemiddel, å finne sammenlignbare selskaper kan være vanskelig og derfor blir det brukt flere selskaper i samme bransje for å få et best mulig resultat.

Denne formen for verdsettelse er relativ enkel å benytte med sine få antagelser, dette medfører en del ulemper. Det er enkelt å ignorere viktige faktorer som risk, vekst eller kontantstrømmer og vurderer selskapet basert på dagens marked. Dette kan føre til undervurdering av selskapet når markedet er undervurdert eller vice versa (Damodaran, 2012, s. 454). Damodaran hevder også at metoden åpner for manipulasjon da en kan velge hvilke multipler som skal benyttes for å underbygge sin påstand.

4.5.1 Multipler

Ved komparativ verdsettelse er multipler essensielt da man skal finne verdien til et selskap basert på andre selskaper. En multipler er en funksjon på forholdet mellom aksjekursen og et regnskapstall. Multipler er enkle å bruke, men også enkle å misbruke. Dette er fordi det er forskjellige metoder for å utregne de forskjellige finansielle tallene som trengs i multiplikatoren (Damodaran, 2012, s. 456). Vi kommer til å vise hvordan de forskjellige multiplikatorene bygges opp og hva disse viser samt nevne fordeler og ulemper ved de forskjellige. P/E er et eksempel på en multiple der man har prisen av en aksje delt på resultatet per aksje. Dette illustrerer enkeltheten av en multiple.

Price – Earnings (P/E)

Av multiplikatorene er dette den mest brukte med sin enkle oppbygging. Her brukes prisen per aksje og inntjening per aksje målt mot hverandre som gir en ratio på pris mot inntjening i selskapet. Svakheten med denne ratioen er variasjonene av hvordan inntjening per aksje blir målt da det er forskjellige utregninger på inntjening per aksje (Damodaran, 2012, s. 468).

Faktoren baserer seg på kursen til aksjen til et selskap, da aksjekursen er priset etter selskapet sin fremtidige vekst og utbytter vil ratioen gjenspeile fremtidig resultater og fremtidig vekst. Dette fører til at selskaper i vekst får et høyt faktortall og stabile verdi selskaper har et lavere faktortall. Derfor er sammenligning med andre sammenlignbare selskaper vesentlig ved bruk av multiplikatoren. Inntjening per aksje kan variere mellom ulike perioder og derfor brukes det forskjellige måter for å regne ut inntjening på som igjen gir ulike tall for det samme selskapet. Det viktigste ved bruk av faktoren er å være konsistent med utregning.

Price-to-Book (P/BV)

$$P/BV = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokførtverdi av egenkapital}}$$

Formel 12: Price-to-Book

P/BV er en mye brukt multiple siden den er lett å bruke og kan brukes om de fleste selskaper. Dette er en faktor der man tar forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og bokført verdi av egenkapitalen. Det er gitt at markedet har priset egenkapitalen fornuftig etter forventet vekst og fremtidige kontantstrømmer. Bokført verdi av egenkapitalen er fratrukket gjeld og kan variere ut ifra hvilke regnskapsprinsipper som blir lagt til grunn (Damodaran, 2012, s. 511). Det en investor typisk ser etter når han bruker denne faktoren er at de ønsker å finne ut om et selskap er under eller overpriset sammenlignet med lignende selskaper.

Det finnes dog svakheter med denne multiplikatoren. Da den er avhengig av at de sammenlignbare selskapene følger samme regnskapsprinsipper kan det være vanskelig å bruke denne på tvers av land som har forskjellige regler og prinsipper for regnskapsføring. Hvis et selskap har få eller ingen investeringer i varige driftsmidler gir faktoren liten eller ingen mening.

Price-to-Sales (P/S)

$$PS = \frac{\textit{Markedsverdi av egenkapital}}{\textit{Driftsinntekter}}$$

Formel 13: Price-to-Sales

Multiple pris til salg er en faktor på forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og driftsinntektene. Som vist i formelen er det markedsverdi delt på driftsinntekter og gir oss et tall som måler eiendeler opp mot det selskapet har av inntjening i perioden. Som vist er denne faktoren basert på inntekt og uavhengig av om selskapet har positivt eller negativt resultat har den nesten alltid inntekt. Dette fører til at man enkelt kan bruke den, men den sier ikke noe om utgifter eller overskuddet i selskapet og man må se på dette utenfor modellen.

En av de positive sidene med denne modellen er at den baseres på salg som ikke er like sårbare for ulik regnskapsføring og regnskapsprinsipper som resultat og bokført verdi kan være (Damodaran, 2012, s. 542). Da det baseres på driftsinntekter, blir ikke eventuelle tap regnet med og tatt hensyn til. Modellen ignorerer helt selskapets resultat og et selskap med høye driftsinntekter, men fortsatt går med tap kan ha et høyt forholdstall. Det er derfor viktig med denne som med andre multipler og se på andre forhold enn bare verdien man får ved bruk av modellen.

4.6 Utbyttmodellen

Utgangspunktet i utbyttmodellen er at aksjens markedsverdi gjenspeiles i fremtidige kontantstrømmer. Kontantstrømmer man kan regne med i en aksje er utbytter, modellen antar at selskapet har et voksende utbytte som betales ut årlig. Utbytte blir utbetalt av selskapet og baseres på selskapets overskudd. Ved bruk av denne modellen beregnes dagens verdi av egenkapitalen basert på fremtidige utbytter. Forventede utbytter diskonteres, og man finner dagens verdi av selskapet (Damodaran, 2012, s. 324). Damodaran beskriver to versjoner av modellen; The Gordon growth model og flertrinnsmodellen.

5. Strategisk analyse

Hensikten med en strategisk analyse er å kartlegge virksomhetens rolle i bransjen sammenlignet med komparative selskaper. Det blir tatt stilling til styrker og svakheter opp imot konkurrerende bedrifter. Innledningsvis bruker vi analyseverktøyet PESTEL, dette gir oss et innblikk i makroomgivelsene som kan påvirke virksomheten og industrien. For å deretter måle konkurranseintensiviteten i bransjen bruker vi det andre eksterne analyseverktøyet Michael Porters fem krefter. Etter dette fastsetter vi virksomhetens interne ressurser ved å ta i bruk analyseverktøyet VRIO. En oppsummering av eksterne og interne faktorer gjøres ved hjelp av SWOT-rammeverket.

5.1 PESTEL

PESTEL analysen innebærer eksterne faktorer som påvirker virksomhetene og industrien. Analysen legger vekt på trender og hendelser i makroøkonomien, et eksempel på dette er krig. Analyseverktøyet kan bli brukt som et hjelpemiddel til å kartlegge muligheter og utfordringer i fremtiden. De seks nøkkelfaktorene i PESTEL står for; (P) Politikk, (E) Økonomiske, (S) Sosiokulturelle, (T) Teknologiske, (E) Miljømessige og (L) Juridiske. I vår analyse er det tatt stilling til det juridiske i politiske og miljømessige forhold.

5.1.1 Politiske forhold

Analysen starter med en vurdering av politikk. Dette er utvilsomt en betydningsfull faktor i makroøkonomien samt for PSV bransjen. Den norske bransjen er svært avhengig av støtte fra politikerne for å kunne opprettholde konkurranse mot andre internasjonale aktører der det er gunstigere betingelser for lønnsom drift med både lavere skatt og billigere arbeidskraft. Vi har valgt å trekke frem et par punkter innenfor politikken som vi mener har vært viktige og kommer til å få betydning fremover.

Skattepolitikk

For at norske rederier skal ha mulighet til å konkurrere internasjonalt ble det vedtatt en skatteordning som trådte i kraft i 2007 (Skatteloven, 2007, §8). Ordningen som blir kalt rederiskatteordningen gjør at selskaper som oppfyller visse krav og velger å benytte ordningen er fritatt all overskuddsskatt. Staten subsidierer bransjen for å holde den

konkurransedyktig. Det er en bransje som krever store investeringer og vedlikeholdskostnader, det kan derfor være avgjørende for videre drift å være fritatt overskuddsskatt.

Rederi i Norge har mulighet til å benytte seg av rederiskatt, som er en ordning for selskap som drifter skip eller fartøy hjemmehørende i EØS, de kan velge å fritas fra den normale selskapsskatten på 22% (Skatteloven, 2000, §8). Rederi betaler en objektskatt som blir kalt tonnasjeskatt, den påløper uavhengig av om selskapet går i overskudd eller underskudd. Tonnasjeskatten blir beregnet på nettotonn som er total lasteplass, denne beregnes med en sats per nettotonn. Satsen varierer fra år til år da den blir vedtatt i statsbudsjettet. Tonnasjeskatten er uavhengig av om skipet er i drift eller ikke, det kan gjøres unntak fra skatten hvis skipet ligger i opplag eller er ute av drift over en periode på 3 måneder eller mer.

Dette er en bransje tilknyttet store utslipp, fra og med inntektsåret 2000 ble det vedtatt en miljødeklarasjon. Det er en bransje med historisk store utslipp og det er ønskelig at bransjen gjør grep for å senke utslippene sine. Derfor ble det vedtatt at Sjøfartsdirektoratet kan utstede miljødeklarasjoner hvis gitte kriterier og krav er oppfylt. Miljødeklarasjonen gjør at tonnasjeskatten kan kuttes med inntil 25%. Hvor stort kutt avhenger av en reduksjonsfaktor som blir bestemt av størrelsen på miljøfaktoren på skipet eller fartøyet (Lovdata, 2000, §8-16).

Det ble i Torvik-utvalget i 2022 foreslått å skrote skatteordningen til rederiene (NOU 2022: 20, s. 180). Dette ble sett på som svært negativt for bransjen og det ble stående applaus på årskonferansen til Norges Rederiforbund den 21. mars da finansminister Trygve Slagsvold Vedum sa fra talerstolen at skatteordningen ikke skulle skrotes, den skal videreføres som før (Norges Rederiforbund, 2023.).

Tilskuddsordning for sysselsetning av sjøfolk

Formålet med ordningen er å fremme den maritime kompetansen i Norge og sikre rekruttering av norske arbeidstaker til sjøs. Ordningen sørger for at bransjen blir konkurransedyktig internasjonalt (Forskrift om tilskudd til sysselsetning av arbeidstakere til

sjøs, 2016, § 1). Bransjen får tilskudd fra staten på sine skip så lenge de følger visse krav om opplæringsstillinger og skipet er registrert i Norsk Ordinært Skipsregister (NOR) eller Norsk Internasjonalt Skipsregister (NIS). Dette er en ordning som først ble innført tilbake på 90-tallet da konkurrerende land opprettet lignende ordninger for å kunne konkurrere mot land med lavere lønninger. Målet er at tilskuddet skal kompenseres for ulempen ved å ansette personell fra Norge.

For å kunne kvalifisere for tilskudd må skipene ha i snitt 2 opplæringsstillinger per skip organisasjonen har. Det har vært stor rekruttering til bransjen grunnet dette og Oslo Economics anslo i en rapport bestilt av Nærings- og fiskeridepartementet at det ville vært 3000-6000 færre norske sjøfolk i de norske skips-registrene uten ordningen (Oslo Economics, 2020, s. 36). Ordningen har flere modeller som gjelder det forskjellige type skip og hvilke register de er i. I all hovedsak så får selskapet tilbakebetalt deler av trygdeavgift, skatt og arbeidsgiveravgift, hvor mye avhenger av hvilken modell skipet faller inn under, men i flere av modellen blir alt tilbakebetalt.

Det eksisterer grenser på hvor mye tilskudd som kan bli innvilget som tidvis blir opphevet, dette grunnet at hvor mye tilskudd blir bestemt av statsbudsjettet hvert år og er gjenstand for forhandlinger. Stortinget vedtok i 2020 å nedsette et partssammensatt utvalg for å vurdere tiltak som kan bedre den maritime kompetansen. Her ble det foreslått å fjerne eller øke grensene for tilskuddene da ordningen ikke lengre var konkurransedyktig sammenlignet med andre land og det siktet mer spesifikt mot Danmark som nylig har fått ny ordning (Partsammensatt maritimt utvalg, 2021, s. 61).

Det har hersket stor usikkerhet til ordningen over tid da den er avhengig av statsbudsjettet hvert år og bransjen har etterspurt en mer spesifikk lovfesting til tilskuddsordningen. Det ble vedtatt å sette sammen et utvalg som tidligere nevnt. Dette utvalget kom fram til at tak og grenser for støtten burde fjernes. Dette var en viktig seier for bransjen, allikevel har det enda ikke blitt lovfestet. Statsbudsjettet for 2023 kuttet ikke i støtten, dette anses som en positiv utvikling i forhold til tidligere budsjett. Samtidig etterspør bransjen at lovnadene fra Hurdalsplattformen blir opprettholdt der det ble stadfestet at regjeringen ville styrke nettolønnsordningen (Hurdalsplattformen, 2021, s 17).

5.1.2 Økonomiske forhold

Videre i analysen undersøkes det hvilke økonomiske forhold som ligger til grunn for vekst i markedet og mer spesifikk for bransjen Eidesvik opererer i. Økonomien er svært sammensatt og det er mange faktorer som kan gjøre utslag i sektoren, vi har valgt å se på tre ulike faktorer som vi mener kommer til å ha betydning fremover.

Olje- og gasspris

Det er helt naturlig at prisen på olje og gass har stor betydning i bransjen på flere områder. PSV bransjen er svært retta mot olje- og gassvirksomhet og den norske rederiene er avhengig av produksjon av olje og gass her til lands. Etter at olje og gass har blitt den viktigste kilden til energi har hele verdensøkonomien vært avhengig av olje- og gasspriser. Ikke bare er bransjen knyttet mot utvinning av olje og gass, men supply-skip bruker ofte olje eller gass som drivstoff selv om det har vært stor utvikling til EL på mange av skipene. Man kan si at bransjen blir påvirket både negativt og positivt av stigning i olje- og gassprisen, allikevel er den positive påvirkningen av en stigning på olje- og gassprisen større da denne bidrar til økt aktivitet for bransjen og man kan si den negative påvirkningen blir ubetydelig.

I skrivende stund har Russland ført en angrepskrig mot Ukraina i over et år. Dette har ført til restriksjoner mot Russland som er en av de største eksportørene av olje og gass i Europa. Sanksjonene som er blitt innført har gått ut over eksporteringen til Russland og handel med Russland har opphørt på mange felter. Sanksjonene og usikkerheten rundt krigen har ført til at olje- og gassprisen fikk en stigning når krigen brøt ut. Denne stigningen har imidlertid avtatt, vi er nå nede på et lavere nivå enn man var før krigen startet. Europa har et stort nettverk med rørledninger som skal sikre fri flytt med olje og gass fra Russland til resten av Europa. To av disse rørledningene ble utsatt for sabotasje høsten 2022, nord stream 1 og 2. Ledningene førte gass fra Russland til Danmark og videre inn i Europa og ble satt ut av drift som følge av en eksplosjon. På tidspunktet da sabotasjen fant sted var ledningene allerede utav drift som følger av sanksjoner mot russisk olje og gass. Alle disse faktorene har ført til en større etterspørsel etter norsk olje og gass i Europa. I en felles uttalelse fra EU og den

norske Olje- og energiministeren ble de enige om å sikre videre samarbeid av Norsk olje og gass til Europa (European Commission, 2022, s. 1).

Fraktrater

Det er i hovedsak to kontrakter man kan leie ut skipene sine med, det ene er på spotmarkedet med korttidskontrakter og det andre er terminkontrakter over lengre utleie kontrakter. På spotmarkedet kan aktørene tjene gode penger når markedet har høy etterspørsel, dette har vært faktum i en periode i 2022. Etter en rolig vinter med lav aktivitet har det tatt seg opp og man venter en hektisk periode med få tilgjengelige skip framover (Njøsen, 2023). Spotmarkedet kan virke som en indikator på hvor stor aktivitet det er i markedet og vil vise hvor stor etterspørsel det er etter skip, hvis det er mange skip på langtidskontrakt vil det være færre på tilgjengelige skip på spotmarkedet. Det norske markedet har høye krav og derfor er det vanskelig for utenlandske aktører med andre krav å komme seg inn på markedet og vi har derfor et delvis lukket marked.

Rentenivå

For å kunne ha en operasjonell drift av et rederi trengs store mengder kapital og dette krever finansiering med gjeld og egenkapital. Det er en kapitalintensiv bransje og rentenivået er betydelig. Selskapene er avhengig av lånte midler, når renten er lav har selskapet større marginer og det er større lånevilje i bankene. Dette går også andre veien når vi får en høyere rente som vi opplever i dag, da er det større risiko for bankene for å låne ut og det kan være vanskeligere å ordne finansiering til prosjekter. Det kommer stadig nye krav og ny teknologi som gjør at det er behov for finansiering av oppgraderinger og nye skip.

Når det er lave renter og gode tider for rederiene fører dette til økte investeringer, når investeringene øker blir det flere aktører og flere skip på markedet. Så lenge bransjen er i en god periode går dette fint da behovet for skip er der. Derimot så fører den økte kapasiteten sammen med en lav konjunktur til at det blir et for stort tilbud av ledige skip og aktørene sliter med å levere overskudd for å sikre videre drift. Dette så man tydelig etter finanskrisen i 2008 da mange av aktørene slet med å produsere overskudd og det var mange skip i opplag (Fagna, 2009).

Vi ser stadig en økende rente, fra et historisk lavpunkt under koronapandemien i 2020 og 2021 på 0% i styringsrente har Norges Bank besluttet å øke renten til 3%, dette ble gjeldende fra 24. mars 2023 (Norges Bank, 2023). Bransjen er i en periode med behov for tunge investeringer mot 2050 målet som blir nevnt senere. Den økte renten kan føre til motvilje mot å gjøre disse investeringene samt motvilje mot utlån fra bankene. Den økte renten ser foreløpig ikke ut til å stagnere markedet alene, men hvis dette kombineres med en krise i form av eskalering av krigen i Ukraina eller med et fall i fraktrater kan dette føre markedet inn i en lavkonjunktur.

Sykluser

Bransjen har en tendens til å gå inn i sykluser, både lange og kortvarige. Dette innebærer renter, fraktrater og olje- og gass prisene. Britiske økonomen Martin Stopford har en teori angående syklusene i PSV bransjen, som kan anses som et hjelpemiddel for å forstå tendensene. «Maritime Economics» skrevet av Stopford går i dybden på den maritime næringen, og gir et innblikk i hvordan rederiene opererer. Han tar også for seg syklusene i bransjen, disse stammer langt tilbake i tid når markedet har sine opp- og nedturer. Før en syklus tar slutt, kan den andre begynne. En sammenligning hentet ut av boka er havbølger, syklusene blir i boken koblet opp imot bølger i havet. Bølgene kan virke harmløse, før man befinner seg i dem.

De kortvarige syklusene anser vi som relevante for oppgaven, av den grunn skal vi se nærmere på disse. De kortvarige syklusene til Stopford består av fire stadier; (1) Det første stadiet er stadiet etter en tidligere kollaps. (2) Det andre stadiet er veien opp til toppen av markedet. (3) Det tredje stadiet er toppen. (4) Nok en kollaps. En slik syklus med opp- og nedturer forventes det skal skje i en tidsperiode på syv år, virksomhetenes ønske er derfor at fallene blir mildere og mildere for hver kollaps. Men at man befinner seg enda høyere opp enn sist virksomheten befant seg på toppen (Stopford, 2009, s. 121).

Eksempler på kortvarige sykluser kan blant annet være; Mange ledige skip i markedet og lave fraktrater. En kombinasjon av de to faktorene kan gjenspeile seg i opplag av skip, eller skrapet dersom de ikke lenger er lønnsomme for virksomhetene, ofte gamle skip. Ledige skip betyr utgifter for bedriften grunnet vedlikeholdskostnader, kontra skip i arbeid som kan styrke bedriftens lønnsomhet.

Næringen befinner seg i en endringsperiode med ny teknologi, digitalisering og kompetanseutvikling. De siste årene, fra sent 80-tallet til nå har bransjen kommet lang vei med innovasjoner og kompetansebygging. Interessen for den maritime næringen er en trend og investeringsviljen har økt. Med politisk og finansiell støtte vil utviklingen antageligvis pågå. Med riktige støttespillere åpnes flere dører for videreutvikling, kompetansebygging og ny teknologi. En videreutvikling av bransjen kan forårsake endringer av forretningsmodeller, og gi et bredere spekter av markedet. Målet er at næringen blir langt mer grønne og byr på en rekke flere arbeidsplasser til år 2050. (Lervold, Holte, Johansen, 2019, s. 61). Som nevnt tidligere stilles det høyere krav til mannskapet på skipene og på land, grunnet nyere teknologi og høyere grad av digitalisering. Viktigheten av høy digital kompetanse kombinert med operativ erfaring på sjø og land, er faktorer som kan påvirke veksten av virksomhetene og næringen (Norges Rederiforbund, 2023).

5.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold påvirker organisasjoner på flere måter, de to viktigste er påvirkningen det har på tilbud og etterspørsel gjennom den generelle veksten i markedet. Vi antar at behovet for frakt og shipping kommer til å være der i all overskuelig fremtid da dette er den mest effektive formen for transport, vi fokuserer her på den andre faktoren. Den andre faktoren er innovasjon, kraft og effektivisering i organisasjonen (Whittington et al., 2020, s. 41).

Maritim kompetanse

I mars i år kom Norges rederiforbund med en konjunkturrapport for bransjen. I denne rapporten blir det fremlagt eksisterende og fremtidige forhold de står ovenfor. Forbundet setter av et kapittel i rapporten for drøfting og en analyse av behovet for maritim kompetanse i Norge. Kompetanse handler om de ansattes kunnskap, holdning og evne til å tilrettelegge og bruke ny teknologi. Norge har en lang tradisjon innen skipsfart og er i dag den fjerde største skipsfartsnasjonen målt i skipsverdier (Norges Rederiforbund, 2023, s. 7). Det har vært et politisk satsingsområde gjennom flere år og har ført til at bransjen er der den er i dag. Det blir lagt stor vekt på at kunnskapen blir videreført og at man fortsetter å tilegne

seg nødvendig kunnskap for å kunne opprettholde plassen i markedet og fortsette med å være først ute med ny teknologi.

Vi står i dag ovenfor en ny tid der det er blitt satt mål om at den norske flåten skal være klimanøytral innen 2050 og halvere utslippene per enhet til 2030 (Norges Rederiforbund, 2020, s. 4). For å nå dette målet trengs det nyvinninger og man er nødt til å ta i bruk avansert teknologi. Rapporten fra rederiforbundet fastslår at det er behov for videre og etter-utdanning, samt rekruttering for å kunne fortsette veksten og nå dette målet. Nesten halvparten av rederiene i Norge antar at behovet for lærlinger vil øke i nærmeste framtid (Norges Rederiforbund, 2023, s. 40). Det norske markedet opplever mindre konkurranse fra utenlandske aktører grunnet de høye kravene Norge stiller for å drive drift i Norge. Dette er et konkurransefortrinn som kan opprettholdes ved videreføring av kompetansen og sørge for at denne ikke blir utdatert gjennom etter- og videreutdanning.

Internasjonalisering

De norske rederiene driver ikke bare i norske farvann, men også internasjonalt. Det er derfor et stort mangfold på skipene, det har også lenge vært billigere med utenlandske arbeidere som har lavere lønn enn norske. Mange rederi velger også å bygge skip i land med billigere arbeidskraft for å senke kostnaden på sine nybygg. Internasjonaliseringen har ført til samarbeid på tvers av landegrenser og bransjen har fått et internasjonalt preg der det er mange aktører i bransjen verden over.

Verden står i 2023 ovenfor en ny geopolitisk situasjon, krigen herjer i Ukraina og ser ut til å bli langvarig samtidig som spenningsnivå mellom USA og Kina stadig blir mer intenst. Dette fører til et dårligere internasjonalt samarbeid og vi ser en økt proteksjonisme i verden. Der likesinnede land velger å handle med hverandre (Norges Rederiforbund, 2023, s. 13). Bransjen får med dette større utfordringer, men også noen muligheter. Russisk gass er nærmest stengt helt ned og Norge blir hovedleverandør av gass til Europa. Dette øker aktiviteten for norske rederier. Europa lider under gassmangel og det ser ikke ut til at russisk gass blir aktuell i nærmeste fremtid. Årskonferansen til Rederiforbundet i 2023 omhandlet "Uncharted Waters", eventuelle muligheter og trusler i markedet ble drøftet under konferansen.

Energikrisen i Europa har ført til at mange har rettet nye blikk mot Vest-Afrika, her har man lenge hatt kjennskap til store reserver av olje og gass. Det har lenge vært uvilje mot investeringer da det er knyttet stor usikkerhet til regimer, korrupsjon og byråkrati (Tjørholm, 2022). Investeringer i flere av disse landene ble ansett til å bære for stor risiko. Allerede i februar 2022 gjorde flere europeiske oljeselskaper avtaler med afrikanske land for å sikre seg tilganger og muligheter for produksjon.

5.1.4 Teknologiske forhold

Denne delen kartlegger innovasjon og behovet for teknologisk utvikling. Alle bransjer ønsker å ha den mest lønnsomme teknologien for en lønnsom drift, men andre faktorer gjør at det ikke bare handler om lønnsomhet. Vi kartlegger hva som kreves av bransjen i dagens situasjon.

Grønn skipsfart

Som tidligere nevnt har Norges Rederiforbund satt konkrete mål om å nå nullutslipp innen 2050 for å etterfølge Parisavtalen. Et av delmålene er halvere utslippene innen 2030 målt mot 2008 per enhet. Rederiforbundet ønsker å bli ledende på dette område og vi ser allerede at mange skip har gått over til en hybridløsning på sine skip med å installere batteripakker på sine skip. Det kommer til å kreve ny teknologi og store investeringer for å imøtekomme disse målene. I første omgang skal det bli sett på mulighetene for å oppgradere flåten til å bli klimanøytral da det er dårlig politikk å vrake fullt brukbare skip. Etter 2030 vil dette ikke være godt nok, siden levetiden på skip er på 20-30 år skal det ikke lenger bestilles skip som ikke tilfredsstillter kravene om nullutslipp (Norges Rederiforbund, 2020, s. 12). På denne måten skal skipene som ikke oppfyller kravene fases ut og man skal oppnå en klimanøytral flåte til 2050.

Det er i dag ikke god nok teknologi for å kunne nå disse målene, det blir sett på som høy prioritet at det satses tungt på nullutslippsteknologi. For at dette skal gjennomføres trengs det støtte fra myndighetene til å drive forskning på feltet. Det blir sett på som en god mulighet for Norge å bli ledende på denne fronten da verden kommer til å trenge

teknologien i mange år framover. Det er gode forhold i Norge for å drive med forskning og utvikling på dette feltet og Norge har allerede et godt grunnlag.







5.1.5 Miljømessige forhold

Miljø er en rød tråd i dagens situasjon og vi har nevnt det ved flere anledninger i analysen. Vi velger derfor å se på nye krav rundt rapportering av bærekraftig drift.

Economical, social and governance

De senere årene har det kommet nye krav om rapportering rundt «Economical, Social and Governance» heretter kalt ESG. Det ble i desember i 2022 vedtatt av EU at store selskaper med offentlig interesse skal rapportere om ikke-finansielle forhold i mye større grad enn tidligere. Vedtaket er en utvidelse av allerede eksisterende krav om rapportering. Det vil nå gjelde for rundt 50 000 selskaper, dette er en stor økning da det var anslått at vedtaket gjaldt for rundt 12 000. Vedtaket tredder i kraft i januar 2023 og vil gjelde for regnskapsåret 2024 (Corporate Sustainability Reporting Directive, 2022, art. 7). Selv om fokuset har økt i senere år er dette videreføring av eldre prinsipper om bærekraftig drift og vekst. Det skal være åpenhet om selskapets drift og investorene skal lett kunne se om det er en bærekraftig drift. Dette skal komme frem i en egen ikke-finansiell rapport som omhandler ESG.

Fokusområdene til ESG er miljø, sosiale- og forretningsetiske forhold.

| | Target | Status | | | SDG |
|---------------|--|--|------------------------------------|------------------------------------|---|
| | | 2022 | 2021 | 2020 | |
| Environmental | 50% reduction in CO2 emissions by 2030, climate neutral fleet by 2050 (baseline 2008) ² | 27.5% (PSV) 17.1% (Subsea/Wind) | 21.7% (PSV) 13.7% (Subsea/Wind) | 18.2% (PSV) 13.7% (Subsea/Wind) |  |
| | Yearly reduction in tonnes CO2 emissions per nautical mile (year-on-year) | 0% | 22.4% | 20.1% |  |
| | Yearly reduction in tonnes CO2 emissions per operational day (year-on-year) | 26.5% | 14.2% | 15.6% |  |
| | Zero spills to sea | 0.4 m3 (21 spills) | 4.3 m3 (19 spills) | 1 m3 (16 spills) |  |
| | 100% of fleet running on battery hybrid solutions | 92% | 75% | 60% | |
| Social | Employee satisfaction (eNPS score >30) | 26 | 37 | 34 |  |
| | Trainee rate 7% of workforce | 8.9 | 9.3 | 7 | |
| | Performance appraisal reviews (100%) | 73 | 70 | 70 | |
| | Zero Lost Time Incidents | 0 | 0 | 0.50 | |
| | <2 TRCF1 ³ | 0,53 | 0.46 | 2.52 | |
| Governance | All suppliers representing 25 MNOK+ or defined as critical for our operations will be audited within a three-year period | 2 | 1 | - |  |

Figur 1: Eidesviks ESG mål. (Kilde: (Eidesvik, 2023))

Som nevnt tidligere har bransjen allerede klare mål og jobber stadig med å finne løsninger innen miljø. De sosiale- og forretningsetiske forholdene er aktuelle for bransjen da det er en internasjonal bransje der det jobbes på tvers av mange land og kulturer. Det har i senere tid blitt oljeleting på kysten av både Sør-Amerika og Afrika (Njøsén, 2022). I disse delene av verden har det historisk vært høy korrupsjon, det er derfor forbundet med risiko å gå inn i kontrakter på oppdrag i disse områdene. Det er flere aktører i bransjen som allerede opererer i områdene og det er forventet at det skal øke ettersom behovet for olje og gass øker i Europa grunnet Russland-sanksjoner.

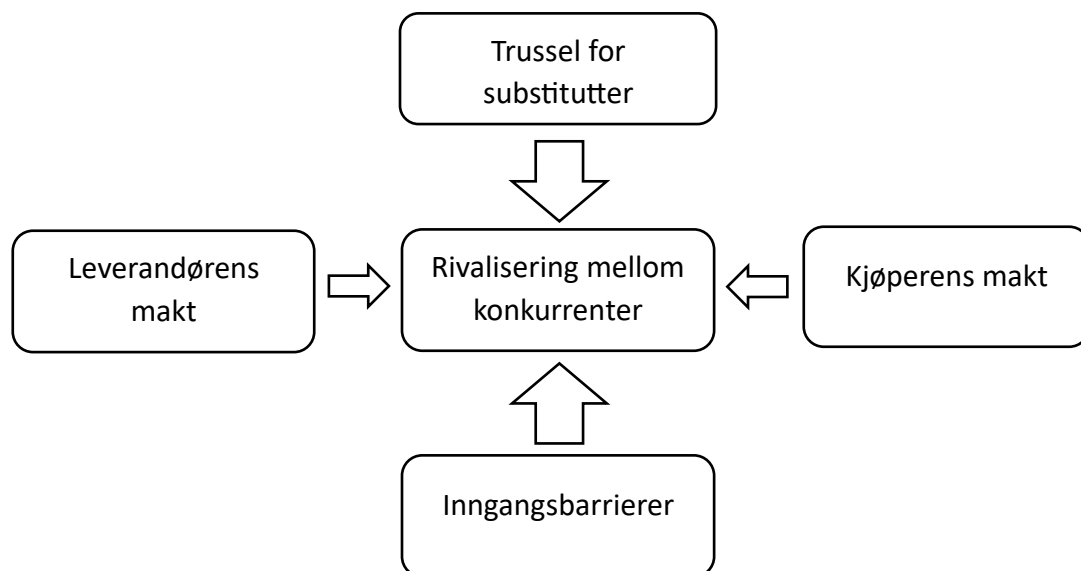
5.1.6 Oppsummering PESTEL

I PESTEL-analysen får man et helhetlig bilde av dagens situasjon som er svært annerledes enn for bare noen år tilbake. Miljø har aldri vært et så viktig tema, samtidig er Europa i krig og det er klart dette fører til en krevende situasjon. Gass har blitt en mangelvare og sjelden har den norske maritime næringen vært så viktig og sentral i en geopolitisk situasjon. EU er avhengig av norsk gass-eksport og den norske næringen trenger sårt flere arbeidere og mer kompetanse. Det finnes store muligheter i markedet, men det er tydelig at det kommer til å kreve store investeringer fra bransjen og fra staten. Analysen har gitt et innblikk i bransjen

og ulike momenter som kan bidra positivt og negativt. Dette kommer til å komme godt med i verdsettelsen av Eidesvik Offshore ASA.

5.2 Porters fem krefter

I 1979 utarbeidet Michael Porter et analyseverktøy for å måle konkurranseintensiviteten i ulike bransjer. Den såkalte «femkraftsmodellen» tar for seg fem faktorer for å analysere industriens konkurransekrefter. De ulike faktorene kan ses på som muligheter eller potensielle trusler, modellen fokuserer på hvordan verdiene som skapes i en bransje fordeles. Under ser vi modellen illustrert, sammen med de fem hovedpunktene (Whittington, 2020, s. 64).



Figur 2: Femkraftmodellen

5.2.1 Rivalisering

Når en rekke virksomheter byr på de samme produktene og tjenestene, samt konkurrer om samme mål- og kundegruppe, kan det defineres begrepet rivalisering. Gjennom rivalisering blant virksomhetene kan man gjøre seg en formening om konkurranseintensiteten i bransjen, og virksomhetenes lønnsomhet (Whittington et al., 2020, s. 66). Ved lav vekst av nye aktører i bransjen vil rivaliseringen øke blant de eksisterende aktørene, dette skjer ved at selskapene ønsker styring i bransjen deres. Dersom det er mange konkurrenter i

bransjen, forventes det at enkelte vil gå sine egne veier. Som følge av at det vil oppstå ustabile forhold blant aktørene hvor de økonomiske musklene vil svare på eventuelle angrep. Offshore bransjen som Eidesvik opererer i, består av flere aktører med ulik størrelse, blant annet Solstad- og Farstad Shipping som også har et anerkjent navn i bransjen.

Gjennom rivaliseringen følges ulike differensieringsstrategier, en generell trend i bransjen er gjerne nye og mer avanserte skip. De moderne skipene kan ta områdene som blir ansett som mer krevende med dypere farvann. Prisvinnende Seven King som tilhører Eidesvik er et av verdens mest avanserte spesialskip for vedlikeholds- og inspeksjonsarbeid.

Skroglinjedesignet til fartøyet gir økt stabilitet selv i vanskelige forhold, samt god plass til et stort mannskap og en mengde subseautstyr (Ramsdal, 2013).

På bakgrunn av det overnevnte vurderer vi rivalisering blant eksisterende virksomheter i bransjen som en høy trussel.

5.2.2 Inngangsbarrierer

Gjennom gode prestasjoner blant eksisterende virksomheter finner potensielle nyetablerere lyst til å tre inn i industrien, derfor blir det satt inngangsbarrierer for å redusere antall nyetablerere. Inngangsbarrierene blir satt av det gjeldende markedet, og må overkommes av de potensielt nye aktørene dersom de skal være konkurransedyktige (Whittington et al., 2020, s. 67). Noen sentrale inngangsbarrierer for Offshore bransjen er blant annet; Kapitalkrav og produktdifferensiering.

Kapitalkrav er virksomhetens økonomiske styrke, såkalt musklene. I PSV bransjen har virksomhetene omfattende store midler, som kan være en barriere i seg selv for potensielle nyetablerere. Som følge av at bransjen opererer i et volatilt marked, påvirker dette bankenes utlånsvillighet og risikopremie. Grunnet dette er det ikke fjernt at virksomheter samarbeider, på denne måten deles investeringene og driftsansvaret.

Produktdifferensiering er en konkurransestrategi, dette omhandler å utvikle eller fornye produktene sine slik at man har oppnår konkurransefortrinn sammenlignet med konkurrentene sine. Bransjen Eidesvik operer i tilbyr virksomhetene omtrent de samme

produktene og tjenestene, men grunnet satsning i ulike segmenter åpner det seg rom for differensiering. Tilbake over tjue år i tid begynte miljøbevisstheten og den grønne satsningen til Eidesvik, da ble det satt i gang et prosjekt om et mer miljøvennlig skip. Dette resulterte i et gassdrevet forsyningskip i 2003, Viking Energy. Innovasjoner slikt som dette bygger opp et merkenavn, og gjør selskapet mer attraktivt (Eidesvik, u.å.).

Med høye etableringsbarrierer reduseres trusselen for inntrengere i bransjen, og vi kan vurdere potensielle nyetablerere som lavt. På den andre siden har bransjen vist til en god lønnsomhet over en lengre periode, noe som vekker oppmerksomhet og potensielt gjør bransjen til et satsningsområde. Vi har på vegne av de overnevnte faktorene fastsatt trusselen for potensielle nyetablerere til middels.

5.2.3 Substitutter

Substitutter er andre produkter eller tjenester som dekker kundebehovene i bransjen (Whittington et al., 2020, s. 69). Et substituerbart produkt kunne potensielt endret virksomhetenes lønnsomhet, men det eksisterer ikke i bransjen Eidesvik operer i.

Med ingen substitutter i markedet fastsetter vi trusselen for substitutter som lav.

5.2.4 Kjøperens makt

Står kjøperen med makten kan de kreve rimeligere priser eller forbedringer av eksisterende produkter, dette kan påvirke virksomhetenes lønnsomhet negativt. Viser det seg at det er få kunder i industrien, vil leverandørens makt svekkes og kundens makt styrkes. Andre faktorer som vil styrke kjøperens posisjon er standardiserte produkter og tjenester, da åpner det seg rom for kundene til integrering bakover i leddene (Whittington et al., 2020, s. 69). Et sentralt moment innenfor forhandlingsmakt er; antall kunder i industrien.

I PSV bransjen dannes ratene ut ifra tilbud- og etterspørselsforholdene, grunnet dette er antall kunder i industrien og størrelsen deres betydelig viktig for hvem som står for makten i forhandlingen. Til tross for at markedet bestemmer ratene ved anbudene, har ofte større oljeselskap et bedre utgangspunkt enn de mindre i maktforholdet ovenfor leverandøren. I

perioder hvor aktivitetsnivået er lavt, ønsker ofte leverandørene langsiktige kontrakter slik at inntjeningen vil dekke til virksomhetens faste kostnader. Tilfeller som dette er kjøperen parten med makten, grunnet begrensning med valgmuligheter av aktuelle kunder. Dersom det er høye rater og aktivitetsnivået er høyt kan derimot lengre befrakningsavtaler være mindre lønnsomme for leverandørene, men vil i perioden lønne seg for oljeselskapene.

Kjøperens makt vurderer vi som lav på bransjeanalysen. Leverandører føler ikke på prispress fra kundene når markedet styrer ratene, og anser det som lite aktuelt for oljeselskapene å starte PSV tjenester på egenhånd.

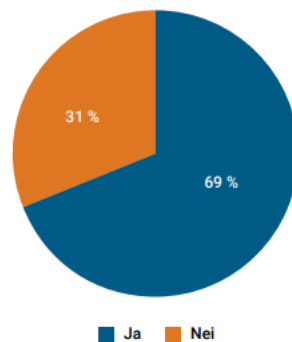
5.2.5 Leverandørens makt

En leverandør har en betydelig viktig rolle, de står for levering av produkter og tjenester slik at virksomhetene kan operere slik de gjør. Med den betydelig viktige rollen følger det også makt som kan påvirke virksomhetenes lønnsomhet, ved øking eller redusering av priser (Whittington et al., 2020, s. 70). Med begrenset antall leverandører i bransjen forsterkes eventuelle trusler om prisøkninger grunnet viktigheten av produktene deres, ofte differensierte produkter. Sentrale faktorer det er behov for i bransjen er blant annet; skipsverft- og utstyrslleverandører, og arbeidskraft.

Til tross for et mer komplekst politisk og geopolitisk bilde har Norske rederier troen på et grønnere skiftet. Norske redere har et anerkjent navn i bransjen, dette kommer av ulike faktorer som at de kontrollerer en av verdens største flåter. I tillegg blir ansett som svært verdifulle grunnet deres avanserte skip. Klimastrategien deres har et ønske om å bli klimanøytrale innen 2050, i tillegg kutte utslippene med 50% pr enhet innen dette tiåret sammenlignet med 2008. Til tross for klimastrategier og stå-på-vilje hos virksomhetene har de siste årene blitt preget av pandemi, krig i Europa, økte energipriser og usikkerhet rundt politiske rammeverk. Som har ført til at det ikke blitt fastsatt hva som vil være den ledende grønne utveien i bransjen, men rederiene viser til betalingsvillighet for et mer klimavennlig drivstoff, selv om det vil koste de mer (Norges rederiforbund, 2023).

Som tidligere nevnt har nasjonen en sterk internasjonal posisjon i næringen, som ledende innen teknologi og utvikling. For å opprettholde denne posisjonen er det behov for flere kloke hoder og langt flere søkere. Dette er en av utfordringene virksomhetene står ovenfor dersom de ønsker videre vekst. Viktigheten av digital kompetanse øker ettersom nye grønne løsninger og digitaliserte skip står i vente. Samarbeidet mellom akademia, myndighetene og næringslivet blir viktigere enn før grunnet de nye og høyere kravene som stilles til den maritime kompetansen. Videre har rederiene gjort en vurdering av hvorvidt det oppleves behov for etter- og videreutdanning. Under er resultatene illustrert ved hjelp av et sektordiagram (Norges rederiforbund, 2023).

Rederienes vurdering av hvorvidt det oppleves økt behov for etter- og videreutdanning



Figur 3: Rederienes vurdering for behov av etter- og videreutdanning. (Kilde: (Norges Rederiforbund, 2023))

Kompetanseheving er nødvendig for at virksomhetene skal kunne møte fremtidens kompetansebehov. Det må tilpasses slik at det ikke blir et hinder for de i jobb, men må lett kunne tas underveis i arbeidslivet. En etter- og videreutdanning av høyeste kvalitet i toppen av arbeidstakernes kunnskap og erfaringer kan være avgjørende for virksomhetenes innovasjonsevne.

Basert på sene leveringstider av skip, som i senere tid skal tilpasses oljeselskapene og oppdraget, styrkes allerede makten til de eksisterende leverandørene. I tillegg til kampen om arbeidskraft, hvor det har vært en betraktelig økning på omtrent 20% sammenlignet med fjoråret, skriker ennå den maritime næringen om kandidater. På bakgrunn av det overnevnte vurderer vi leverandørenes makt i bransjen som middels/høy.

5.3 Oppsummering ekstern analyse

Vi har nå gjort en ekstern analyse (PESTEL og Porter), som tar for seg det eksterne spekteret i bransjen. Ved å ta i bruk strategiske rammeverk fastsetter vi ulike faktorer, og påvirkningsgraden deres i industrien. Gjennom PESTEL-analysen oppdager vi den krevende situasjonen Offshore bransjen befinner seg i, grunnet ulike faktorer som miljø og krig. Viktigheten av gass-eksporten fra Norge har økt, samt den sentrale rollen Norske næringen har i det geopolitiske bildet. Med viktige støttespillere som staten og investorer er det ennå rom for forbedringer og muligheter i markedet. Med Porters fem krefter har vi analysert konkurransekraften i bransjen. Med høye kapitalkrav, stadig nye innovasjoner og et etablert marked ser PSV bransjen lite attraktivt ut for nykommere.

5.4 VRIO

Det gjøres en intern analyse for å kartlegge virksomhetens posisjon sammenlignet med sine konkurrenter. Ved å ta utgangspunkt i de interne ressursene vurderes selskapets konkurransefortrinn og deres konkurranseevne i markedet. Analyseverktøyet VRIO er et hjelpemiddel som tar for seg fire sentrale faktorer; (V) verdi, (R) sjeldenhet, (I) ikke-imiterbar, og (O) effektiv organisering. Graden virksomhetene oppfyller kravene på, kan være utslagsgivende for et fortrinn (Whittington et al., 2020, s. 99).

5.4.1 Innovasjon

Som nevnt innledningsvis har Eidesvik operert mot et grønnere skiftet i en lang periode. Virksomhetens klimavennlige suksess slo gjennom med et mer miljøbevisst skip, Viking Energy. De var den første virksomheten til å introdusere et LNG drevet skip, hensikten bak slike innovasjoner er å være mer klimanøytrale og redusere utslippene. Nå er hele fem skip hos Eidesvik drevet av naturgassen LNG. Denne naturgassen er populær innenfor internasjonal handel av den grunn at den blir regnet som miljøvennlig. LNG er naturgass som hovedsakelig består av metan, den renses og blir gjort flytende ved hjelp av nedkjøling på under -161,4 grader (Hofstad, 2020).



Figur 4: Verdens første LNG drevet skip. (Kilde: (Eidesvik, u.å.)).

I etterkant av denne prisvinnende innovasjonen deres startet selskapet Eidesvik Energy Efficiency program (EEEP). Her er fokuset rettet mot forbedringer og kostnadseffektive løsninger i samarbeid med sine kunder og leverandører. Nøkkel elementer i bransjen er blant annet spesialbygde skip etter kundeønske for oppdragsløsning, og rute planlegging. Med en rekke data og engasjert personell var Eidesvik nok engang først med innovasjonen av hybrid systemer på skip. I 2016 slo de gjennom med verdens første skip drevet av hybrid systemer (Eidesvik, u.å.).

Eidesvik Energy Efficiency program har bidratt til en kultur og engasjement rundt miljøbevisstheten i organisasjonen. Med felles målsetting og rom for forbedringer ønsker Eidesvik å forbli på spissen av nye innovasjoner (Eidesvik, u.å.).

Interessen for et grønnere skiftet har økt de siste årene, og blir stadig lagt mer vekt på. Med et engasjert og erfarent mannskap er innovasjoner slik som Eidesvik sitt ikke uoppnåelig. Av den grunn har vi fastsatt slike innovasjoner som imiterbart, men kostbart og krevende.

5.4.2 Lokalitet

Eidesvik har lokalisert sitt hovedkontor i Bømlo, Sør-Hordaland. Deres strategiske lokalisering nærme selskapets hovedmarked som er Nordsjøen kan styrke virksomhetens økonomiske posisjon. To sentrale faktorer som kan påvirke dette er; Virksomheten vil kunne ha en tett dialog med potensielle kunder. Distansen fra Bømlo til Nordsjøen anses å være kort.

En strategisk lokalisering er avgjørende for konkurransedyktige virksomheter, i PSV bransjen er det vanlig og nødvendig med gode lokaliseringer. På bakgrunn av dette ser vi på punktet lokalitet som imiterbart.

5.4.3 Lønnsomhet

PSV bransjen er en kapitalintensiv industri, de økonomiske musklene er avgjørende for virksomhetenes vekst. Et selskap med gode finansielle ressurser anses som konkurransedyktige og en trussel i industrien. Grønne investeringer som miljøvennlige skip og store flåter er to eksempler på kapitalkrevende ressurser.

Om vi tar for oss egenkapitalandelene i industrien, så utmerker Eidesvik seg som en favoritt. Deres finansielle posisjon er solid med hele 39,68% i egenkapitalandel. Under illustreres egenkapitalandelene til Eidesvik Shipping sammenlignet med Norske børsnoterte konkurrentene sine.

Grafen forteller oss to ting; Den forteller oss vekstmulighetene til de forskjellige virksomhetene. Hvor godt rusta de ulike bedriftene er for eventuelle støt som oppstår. Vi tolker det slik, Eidesvik kan ta seg friheten til å fokusere på innovative og miljømessige løsninger. På den andre siden vil vanskelige perioder ramme enkelte virksomheter mer enn andre.

Finansielle ressurser og kapital er nøkkel elementer for å klare seg i den kapitalintensive bransjen. Industriens volatile marked påvirker bankenes utlånsvillighet og risikopremie, av den grunn samarbeider ofte bedrifter. Med støttespillere som investorer anser vi lønnsomheten i industrien som imiterbar. For å lokke investorer i første omgang må virksomheten prestere, slik at investoren ser potensiale i å tjene penger på dem.

5.4.4 Organisering

Med en rekke år i bransjen har Eidesvik opparbeidet seg gode kunderelasjoner og et anerkjent navn for innovative og fremtidsorienterte løsninger. Ved inngåelse av langsiktige kontrakter som er lønnsomme for begge parter, er ikke virksomhetene lenger avhengige av de kortsiktige svingningene som oppstår i markedet. Gjennom langsiktige samarbeid blant virksomhetene kan relasjonene deres styrke, som vil gi Eidesvik et konkurransefortrinn

sammenlignet med konkurrentene sine. Som resultat av gode prestasjoner eger virksomhetene seg tillit og gode omtaler i industrien. Omtaler og tillit er verdifulle ressurser som kan være tidskrevende og utfordrende for en rekke virksomheter.

Gjennom flate organisasjonsstrukturen til Eidesvik har åpen og effektiv kommunikasjonen stor betydning i deres suksess. En sentral faktor er deres tillit til medarbeiderne med høy kompetanse som gjenspeiler seg i innovasjoner. Med den flate strukturen skjer eventuelle endringer i markedsforholdene kjapt, grunnet færre ledd oppover i systemet, dette kalles en tjenestevei (Tone Hadler-Olsen, 2019).

Til tross for gode kunderelasjoner og langsiktige kontrakter, er fremdeles organiseringsressursene imiterbare. Kunderelasjoner, tillit og renommé kan imiteres blant konkurrentene, dette skjer som regel ikke over natten, men kan fremdeles forekomme. Virksomhetens nåværende kunder kan potensielt bytte leverandører ved utgangen av kontrakten, av den grunn imiterbar.

5.4.5 Oppsummering av VRIO

Vi oppsummerer ressursene til Eidesvik Shipping, og deres konkurransefortrinn i industrien basert på VRIO-rammeverket illustrert under.

| Ressurs | Verdifull | Sjelden | Imiterbar | Effektivt organisert | Konkurranse-implikasjon |
|--------------|-----------|---------|-----------|----------------------|---------------------------------|
| Innovasjon | X | | X | X | Midlertidig konkurransefortrinn |
| Lokalitet | X | | X | | Ingen konkurransefortrinn |
| Lønnsomhet | | X | X | X | Midlertidig konkurransefortrinn |
| Organisering | X | X | X | X | Ingen konkurransefortrinn |

Tabell 3: VRIO

Innovasjons ressurser hos Eidesvik anser vi som midlertidig konkurransefortrinn, av den grunn at den teknologiske utviklingen fortsetter. Vi tolker ikke ressursen som sjelden eller ikke-imiterbare, til tross for deres erfaring og kunnskap. Lønnsomheten til Eidesvik er et sentralt punkt som står nærmest varig konkurransefortrinn, grunnet deres kompetanse og sentrale rolle i norske maritime næringen.

5.5 Oppsummering strategisk analyse

Vi bruker analyseverktøyet SWOT som en oppsummering av intern og ekstern analyse av virksomheten og industrien. Ved å benytte oss av dette verktøyet kartlegger vi sentrale faktorer inn under gitte punkter, som illustrert under. På lik linje med de eksterne analyseverktøyene (PESTEL og VRIO), er SWOT et akronym som står for; (S) Styrker, (W) Svakheter, (O) Muligheter og (T) Trusler (Whittington et al., 2020, s. 102).

| EIDESVIK OFFSHORE ASA | |
|--|--|
| (S) Styrker <ul style="list-style-type: none">- God lønnsomhet- Lokalitet- Innovasjonskompetanse- Sosiokulturelle forhold- Maritim kompetanse | (W) Svakheter <ul style="list-style-type: none">- Mangel på arbeidskraft- Syklusbasert |
| (O) Muligheter <ul style="list-style-type: none">- Politisk støtte- fortsettelse av teknologisk utvikling- Norsk gass som hovedleverandør til Europa | (T) Trusler <ul style="list-style-type: none">- Krig- Utenlandske aktører- Fraktrater |

Tabell 4: Analyseverktøyet SWOT

6. Regnskapsanalyse

Vi skal gjøre en analyse av regnskapstallene til Eidesvik Offshore ASA og sammenligne nøkkeltallene opp mot komparative selskaper. Vi starter med å presentere årsregnskapet og balanseregnskapet i tabellene nedenfor.

6.1 Resultatregnskap

| NOK 1 000 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 |
|----------------------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| Driftsinntekter | 918 547 | 587 798 | 530 760 | 681 559 | 489 229 |
| Kostnader | 424 335 | 409 086 | 399 647 | 438 371 | 392 310 |
| EBITDA | 494 213 | 178 712 | 131 113 | 243 188 | 96 919 |
| Av-og nedskrivninger | 142 907 | 207 961 | 207 628 | 228 267 | 218 883 |
| Verdijusteringer | 209 237 | 143 797 | - 120 679 | - 569 700 | - |
| Driftsresultat (EBIT) | 560 543 | 114 549 | - 197 194 | - 554 778 | - 121 965 |
| Resultat fra tilknyttede selskap | - 9 120 | - 5 916 | - 5 204 | - 10 510 | - 54 358 |
| Finansielle kostnader | - 93 845 | - 50 805 | - 119 286 | - 132 306 | - 109 711 |
| Netto valuta kostnad/inntekt | | - 37 610 | 71 000 | - 8 204 | - 55 798 |
| Netto finansposter | - 144 639 | - 77 912 | 67 838 | - 123 421 | - 140 649 |
| Resultat før skatt | 406 784 | 30 720 | - 134 560 | - 688 710 | - 316 972 |
| Skatt | - 49 | 16 | 2 126 | - 1 563 | - 347 |
| Årsresultat | 406 736 | 30 737 | - 132 434 | - 690 273 | - 316 625 |

Tabell 5: Resultatregnskap (Kilde: (Eidesvik))

6.2 Balanseregnskap

| NOK 1 000 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| EIENDELER | | | | | |
| Skip | 1 062 780 | 908 507 | 1 922 882 | 2 107 637 | 2 809 019 |
| Bygg, eiendom | 18 547 | 20 524 | 21 445 | 20 277 | 21 125 |
| Finansielle derivater | 30 065 | 15 791 | - | 538 | - |
| Eiendeler med bruksrett | 55 489 | 50 502 | 55 209 | 59 963 | - |
| Felles foretak | 137 882 | 147 525 | 154 316 | 159 520 | 440 999 |
| Aksjer | 3 118 | 2 595 | 1 720 | 1 720 | 1 720 |
| Pensjons fond | 417 | 282 | - | - | - |
| Andre langsiktige fordringer | 39 769 | 51 178 | 64 455 | 96 857 | 106 121 |
| Sum anleggsmidler | 1 348 068 | 1 196 904 | 2 220 027 | 2 446 513 | 3 378 984 |
| OMLØPSMIDLER | | | | | |
| Finansielle investeringer | | - | 255 978 | - | |
| Fordringer | 141 759 | 130 942 | 101 416 | 155 559 | 160 100 |
| Derivater | 32 115 | 1 613 | 25 284 | 724 | - |
| Andre omløpsmidler | 70 744 | 68 265 | 65 224 | 84 312 | 45 887 |
| Kontanter og kontantekvivalenter | 665 653 | 330 401 | 429 183 | 408 319 | 515 605 |
| Omløpsmidler | 910 271 | 531 220 | 877 086 | 648 914 | 721 592 |
| Eiendeler for salg | 80 695 | 1 022 459 | - | 264 848 | - |
| SUM EIENDELER | 2 339 034 | 2 750 583 | 3 097 113 | 3 360 275 | 4 100 576 |

Tabell 6: Balanseregnskap del 1. (Kilde: (Eidesvik))

| EGENKAPITAL OG GJELD | | | | | |
|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| EGENKAPITAL | | | | | |
| Innskutt egenkapital | 180 635 | 180 422 | 170 577 | 258 689 | 263 768 |
| Opptjent egenkapital | 684 167 | 338 112 | 411 087 | 563 064 | 1 161 987 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 63 245 | 2 565 | - 101 145 | - 92 280 | - 930 |
| Gjennomsnittlig EK | 724 573 | 500 809 | 604 997 | 1 077 150 | 1 483 416 |
| Sum egenkapital | 928 047 | 521 098 | 480 519 | 729 474 | 1 424 825 |
| GJELD | | | | | |
| Langsiktig gjeld | 97 142 | 1 095 346 | 2 267 426 | 2 414 143 | 2 431 310 |
| Kortsiktig gjeld | 1 201 480 | 293 474 | 349 168 | 216 658 | 244 440 |
| Gjeld relatert til salg av eiendeler | 112 365 | 840 666 | - | - | - |
| Sum gjeld | 1 410 988 | 2 229 485 | 2 616 594 | 2 630 801 | 2 675 751 |
| SUM EGENKAPITAL OG GJELD | 2 339 034 | 2 750 583 | 3 097 113 | 3 360 275 | 4 100 576 |

Tabell 7: Balanseregnskap del2. (Kilde: (Eidesvik))

6.3 Analyse

| EIDESVIK | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|---------------------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|
| LG1 | 0,82 | 5,29 | 2,51 | 4,22 | 2,95 | 1,56 |
| DRIFTSMARGIN | 38,25 % | -4,98 % | -14,42 % | 2,19 % | -24,93 % | 21,20 % |
| EKR | 56,13 % | 6,14 % | -21,89 % | -64,08 % | -21,34 % | 9,83 % |
| EK Andel | 39,68 % | 18,95 % | 15,52 % | 21,71 % | 34,75 % | 35,88 % |
| TKR | 19,67 % | 2,79 % | -0,47 % | -14,92 % | -4,94 % | 6,85 % |
| Gjeldsgrad | 1,52 | 4,28 | 5,45 | 3,61 | 1,88 | 1,79 |

Tabell 8: Nøkkeltall. (Kilde: (Eidesvik))

I regnskapsanalysen har vi brukt komparative selskaper for å måle resultatene og nøkkeltall mot konkurrentene i samme bransje. Regnskapet til Eidesvik alene er ikke nok for å danne et godt grunnlag for en analyse. Derfor har vi hentet inn regnskapet til selskaper som opererer i samme bransje. Det finnes dog mange segmenter i bransjen, men vi har valgt å bruke selskaper som har vært i bransjen i noen år og som kan kalles etablerte og har en fungerende flåte med skip. Vi presenterer bransjesnitt flere steder i analysen og dette er basert på tall fra de respektive konkurrentene sine årsrapporter, de ulike selskapene er av ulik størrelse og nøkkeltallene er ikke vektet basert på størrelse. Først vil vi presentere de aktuelle nøkkeltallene til selskapet.

6.3.1 Likviditetsanalyse

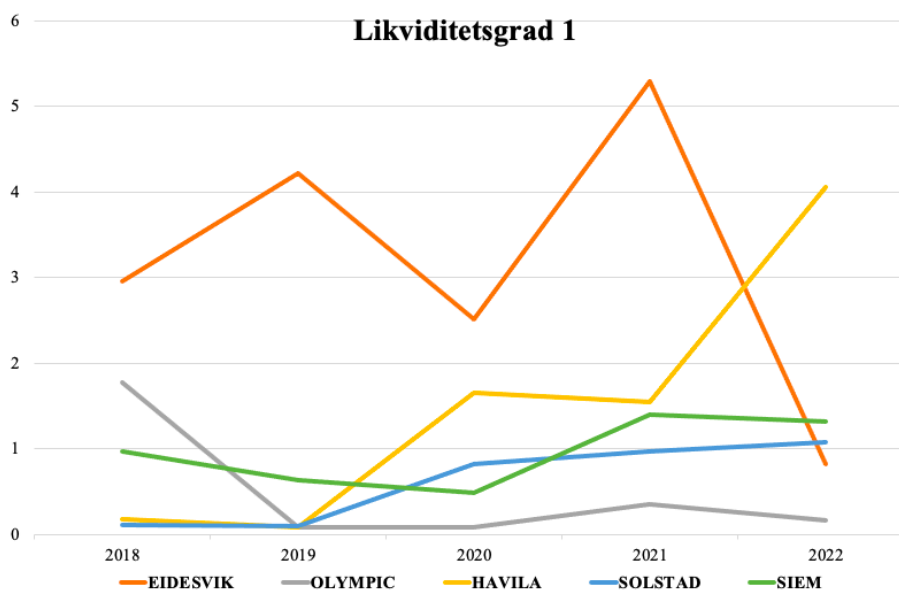
I likviditetsanalyse er målet å beregne selskapets evne til å oppfylle de kortsiktige økonomiske forpliktelsene. Dette er et viktig nøkkeltall som ser på om selskapet vil klare å betale utgiftene på kort sikt. Selskapet kan fort havne i økonomisk trøbbel hvis de ikke klarer å betale leverandørene. Da det er en service bransje har ikke selskapene et betydelig varelager og vi tar kun for oss likviditetsgrad 1.

Likviditetsgrad 1

Dette nøkkeltallet viser oss et forhold mellom den kortsiktige gjelden målt mot omløpsmidler. Det er et forholdstall og kan brukes til å måle soliditeten til selskapet på en kortsikt. Dette tallet burde ligge over 2.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 14: Likviditetsgrad 1



Figur 5: Likviditetsgrad 1. (Kilde: (Selskapenes årsrapport))

Som vi ser fra grafen over så har det ikke vært vanlig de siste årene med tall på over 2. Det har vært veldig lavt i bransjen og man ser her at det er kun Eidesvik som har et tall som på en periode på 5 år har et snitt på over 2 mot et bransjesnitt på 1,3. Dette viser at Eidesvik har skilt seg ut med relativt god likviditet de siste årene. Vi legger merke til at likviditetsgraden synker betraktelig i 2022. Ved nærmere undersøkelse av regnskapet ser man at dette skyldes

en kraftig stigning i den kortsiktige gjelden og den langsiktige har sunket kraftig. Det foreligger en plan om refinansiering av den kortsiktige gjelden for å sikre en god likviditet (Eidesvik Offshore ASA, 2022, s. 6). Tall fra 2022 er hentet fra kvartalsrapporten, men resten av årene er hentet fra årsrapporter. Det kan derfor være et avvik på hva som faktisk blir korrekte tall ved endelig regnskap.

6.3.2 Soliditetsanalyse

Vi har allerede sett på selskapet sin soliditet på kort sikt, nå skal vi analysere soliditeten på lengre sikt i selskapet. Hvis et selskap har en bra soliditet tåler selskapet og tape penger når det er dårlige tider. Vi måler soliditeten gjennom å se på hvor mye egenkapital og gjeld selskapet finansierer egenandelene sine. Vi bruker hovedsakelig egenkapitalandel målt i prosent, men skal også gå kort innom gjeldsgrad.

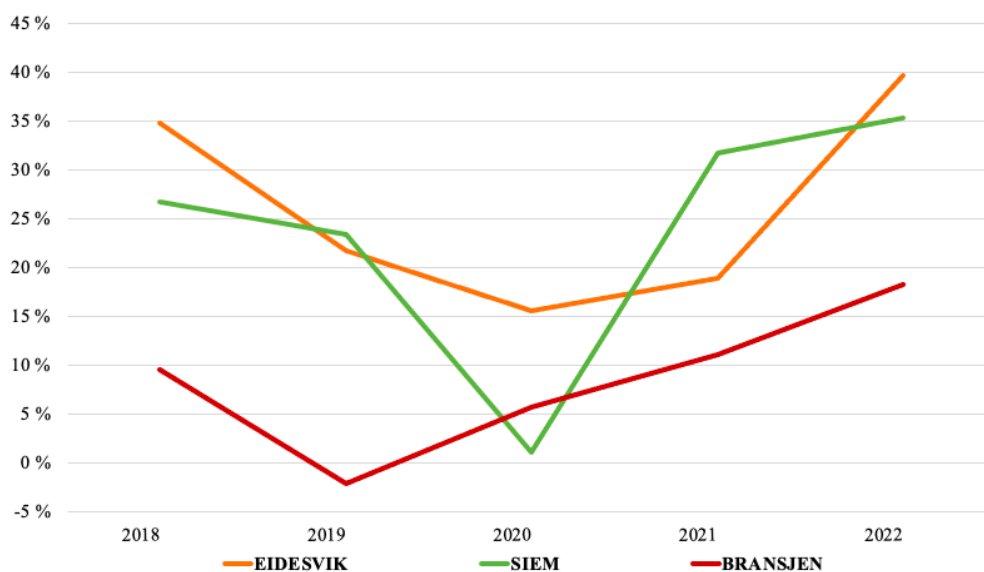
Egenkapitalandel

Egenkapitalandel måles i prosent og er andelen egenkapital selskap finansieres med. Et godt tall her sies å være over 30%. Er dette tallet høyt tåler selskapet å tape penger før det vil bli økonomiske problemer. Man kan se på det som en buffer for å kunne tåle tap og denne burde bygges opp i gode perioder.

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital}{Egenkapital\ og\ gjeld}$$

Formel 15: Egenkapitalandel

Egenkapitalandel



Figur 6: Egenkapitalandel. (Kilde: (Selskapenes årsrapport))

Vi valgte her å bruke et bransjesnitt til illustrasjon da det var store avvik blant de komparative selskapene. Fra Figuren over kan man se at bransjen har en veldig dårlig andel egenkapital og den er til og med i minus noen år. Eidesvik har en mye bedre andel enn det bransjen har hatt de siste 5 årene. Det ble nevnt at et godt tall var på 30%, som man ser er ikke dette noe bransjen vanligvis ligger på. Vi merker oss at 2019 var et dårlig år og alle tapte egenkapital dette året. Etter dette har vi sett en økning mot 2022 og vi har en topp ved utgangen av 2022. Vi ser at Eidesvik har kommet opp på et akseptabelt nivå etter å ha ligget rett under med et bunnivå i 2020 med 15,52%. Det er allikevel bedre enn konkurrentene og Eidesviks snitt over 5år er det beste målt mot de respektive konkurrentene i bransjen.

| Egenkapitalandel | 5 årig snitt |
|------------------|--------------|
| EIDESVIK | 26,12 % |
| OLYMPIC | 3,08 % |
| HAVILA | -14,24 % |
| SOLSTAD | 3,97 % |
| SIEM | 23,61 % |
| BRANSJESNITT | 8,51 % |

Tabell 9: Egenkapitalandel. (Kilde: (Selskapenes årsrapport))

Gjeldsgrad

Det er en bransje med stort behov for kapital og vi ser som tidligere at det er liten andel egenkapital og noen ganger er den negativ da de taper mer enn de har i egenandel. Derfor har ikke det vært mulig å kunne få et godt tall når vi skulle se på gjeldsgraden til konkurrentene. Allikevel skal vi se kort på gjeldsgraden til Eidesvik da dette ikke er tilfelle for dem med en positiv egenkapitalandel gjennom de siste 5 årene.

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Formel 16: Gjeldsgrad

| Eidesvik | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------|------|------|------|------|------|
| Gjeldsgrad | 1,88 | 3,61 | 5,45 | 4,28 | 1,52 |

Tabell 10: Eidesviks gjeldsgrad. (Kilde: (Eidesvik))

Siden gjelden deles på egenkapitalen betyr da et tall på 1 at det er like store deler av begge. De kan da innløse all gjeld med sin egenkapital. Det er viktig at dette tallet ikke er for stort da de fort kan havne i en krise med for stor gjeld og et dårlig tall her anses å være over 20. Eidesvik har gjennom de siste årene en generelt god gjeldsgrad og den er svært bra i 2022. Dette viser til et selskap med en god soliditet og er godt rustet for fremtiden. De er godt rustet for kommende år, men det er dyrere å finansiere med egenkapital enn gjeld så et bra nivå vil være å ikke øke andelen med egenkapital.

6.3.3 Lønnsomhetsanalyse

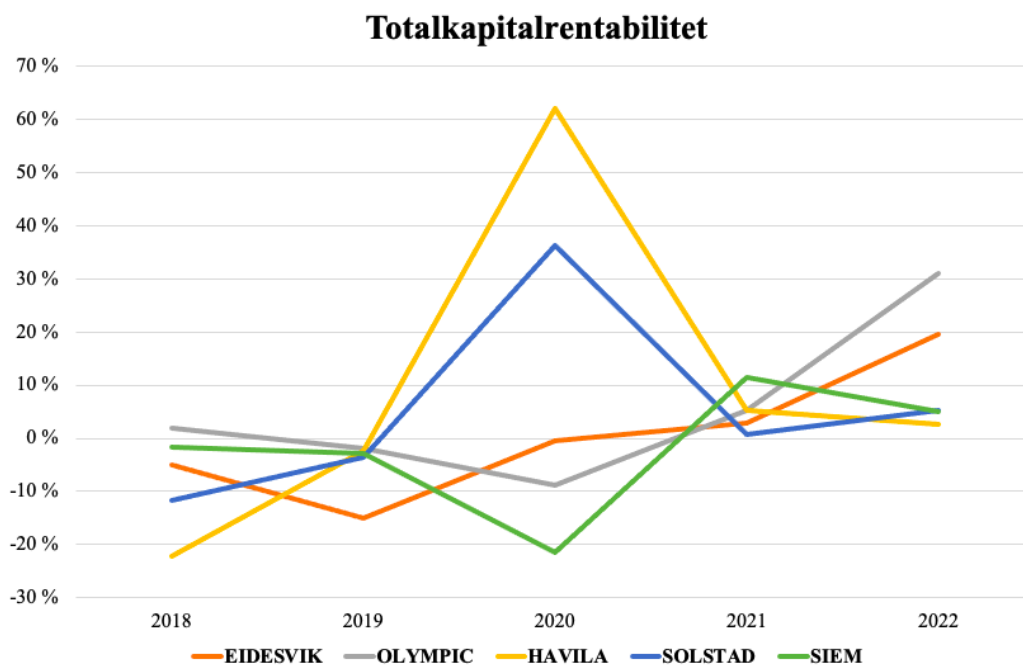
Her kommer vi til å se spesielt på to nøkkeltall for å bedømme Eidesvik sin lønnsomhet. Det blir forholdsvis totalkapitalrentabilitet og driftsmarginen. Det er normalt sett vanlig å se på egenkapitalrentabilitet også, men da flere av konkurrentene har negativ egenkapital i noen år gir dette tallet liten mening. Dette da nøkkeltallet er et forholdstall mellom årsresultat delt på gjennomsnittlig egenkapital. Derfor fokuserer vi kun på den totale kapitalrentabiliteten og driftsmarginen i denne delen av analysen.

Totalkapitalrentabilitet

Det er nyttig å måle hvor mye avkastning man får på den totale kapitalen som knyttet opp i selskapet. Det vil si all gjeld og egenkapital som er brukt for finansieringen av selskapet. Dette viser om selskapet har en tilfredsstillende avkastning og en god regel er at denne burde minimum være lik kostnaden av å låne pengene.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Årsresultat før skatt} + \text{lånekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Formel 17: Totalkapitalrentabilitet



Figur 7: Totalkapitalrentabilitet. (Kilde: (Selskapenes årsrapport))

I figuren ser man at det er store svingninger i bransjen fra år til år. Eidesvik har hatt en dårlig avkastning fra 2018 til 2020 og har ligget under resten av bransjen. Det senere årene har det blitt bedre og vi ser at Eidesvik ikke har de store svingningene som resten, men har en stabil vekst og er på et bedre nivå enn bransjesnittet i 2022. Vi ser at 2020 er et unormalt år der noen gjør det svært bra og andre gjør det veldig dårlig. Dette kan skyldes vanskelighetene med å drive under koronapandemien. Eidesvik har tydelig slitt med å få avkastning på kapitalen de siste årene, men det er en tendens til at de er på riktig retning med flere år med positive tall.

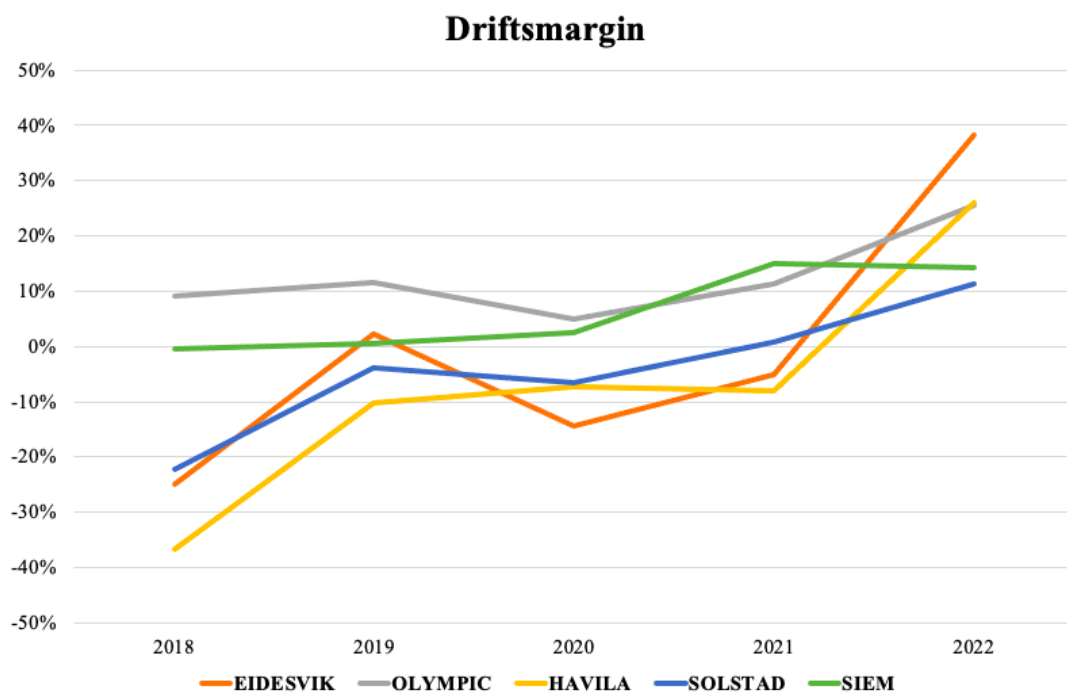
Driftsmargin

Et nøkkeltall som måler lønnsomheten av midlene som er investert i selskapet er driftsmargin. Her måles andelen som selskapet sitter igjen med til å dekke rente og skattekostnader. Denne burde være positiv for at selskapet ikke skal måtte ta av egenkapitalen for å dekke tap og kunne sitte igjen med et overskudd. Nøkkeltallet er viktig da man kan se andelen driftsinntekter som er igjen etter at driftskostnadene er dekket. Dette vil kunne gi oss en indikasjon på om de utnytter ressursene godt og om det er lønnsomme.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Justert driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 18: Driftsmargin

Formelen deler driftsresultatet på driftsinntekter. En lav driftsmargin tyder på at selskapet har lave inntekter og en høy driftsmargin viser gode inntekter og lave kostnader.



Figur 8: Driftsmargin. (Kilde: (Selskapenes årsrapport))

Eidesvik har de siste årene hatt en dårlig driftsmargin i løpet av de siste årene og har et snitt på 2,88% over en periode på 6år. Dette er ikke tilfredsstillende over tid. Det har vært en generell dårlig tendens i bransjen, men man ser at det er på vei mot bedre nivåer og særlig

2022 ser bra ut. Her skiller Olympic seg ut med en stabil driftsmargin i hele perioden vi har sett på. For året 2022 er Eidesvik på topp og dette kan man si er svært tilfredsstillende, de har tydelig bedre inntjeningen sin og minimert kostnader. Dette er en svært god tendens og vil være med å opprettholde sunn drift i fremtiden.

6.3.4 Konklusjon

Etter å ha analysert regnskapet til Eidesvik og sammenlignet de med komparative selskapene ser vi at det har vært ustabil de siste årene og bransjen har vært gjennom en periode med dårlige tall. Selv om det nå foreligger en bedre periode og tallene ser bedre ut kan vi ikke friskmelde hele bransjen. Vi kan allikevel se at det foreligger en positiv tendens i bransjen og særlig i Eidesvik. Alle nøkkeltallene til Eidesvik utenom likviditetsgrad 1 er i 2022 kommet på et akseptabelt nivå. Selv om likviditeten var dårlig for regnskapsåret 2022 så foreligger det en refinansieringsplan for den kortsiktige gjelden og det vil nok bedre graden for neste regnskapsår. Eidesvik har nå fått en bra soliditet og man kan regne med at likviditeten vil bedre seg, lønnsomheten er på vei oppover og det ser ut som det er gode fremtidsutsikter. Vi vil sette søkelys på lønnsomheten i verdsettelsen.

7. Fremtidsprognose

I fundamental analyse så er målet å finne ut fremtidige kontantstrømmer for så finne nåverdien av dem. Da må vi først ha et grunnlag for å kunne regne ut disse og vi skal i denne delen lage en prognose basert på historisk regnskapsdata med justeringer fra vår strategiske analyse. Alle tall vi presenterer vil være i 1 000 NOK.

7.1 Tidshorisont

I vår prognose for fremtidig inntjening har vi valgt å lage en prognose for 2023 fram til 2027. Vi har lagt de siste 5 årene fra 2018 til 2022 som grunnlag for prognosen. Bransjen har

eksistert lenge og Eidesvik har operert i bransjen over en lengre periode. Det er derfor rimelig å anta at det vil ta relativt kort tid til det vil nå steady state. Markedet har naturlige svingninger og går i sykluser. Derfor synes vi at fem år vil være et bra tidsperspektiv for vår prognose. Eidesvik er et modent selskap og vi antar at de utnytter sine skip på markedet fullt ut.

7.2 Driftsinntekter

For å finne driftsinntektene det neste årene har vi valgt å se på hvor stor backlog selskapet har. Backlog sier noe om hvor mye inntekter selskapet kommer til å få inn i form av kontrakter på skipene sine. Eidesvik publiserer denne informasjonen i sine årsrapporter og presentasjoner i forbindelse med kvartalsrapportene sine. Ved utgang av siste kvartal i 2022 hadde Eidesvik en samlet backlog på 1 388 NOK millioner de neste 5 årene blant annet 429 millioner i 2023 (Eidesvik, 2022, s.9). Basert på de historiske tallene fra de siste 5 årene så er de faktiske driftsinntektene 56,37% høyere i snitt enn det som har vært backlog for året.

| År | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027e | Samlet |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Backlog | 429 000 | 400 000 | 296 000 | 262 000 | 200 000 | 1 587 000 |

Tabell 11: Fremtidig backlog. (Kilde: (Eidesvik))

Fra 2026 så er det ikke oppgitt når kontraktene gjelder, bare at de er fra 2026 og utover. Vi har valgt å sette alle kontraktene til 2026 og lager en prognose for 2027 basert på tall fra 2025 og 2026. På bakgrunn fra vår strategiske analyse har vi valgt et lavere tall da det er realistisk å anta at toppen i markedet er nådd og syklusen snur og presser markedet nedover.

| År | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Driftsinntekter | 489 229 | 681 559 | 530 760 | 587 798 | 648 847 | 670 812 | 697 645 | 722 062 | 735 060 | 738 735 |

Tabell 12: Fremtidsprognose driftsinntekter. (Kilde: (Eidesvik))

I 2022 var driftsinntektene som er ført i resultatregnskapet på 918 547. Vi har justert dette, grunnet at også inntekter på salg av et skip ligger ført som driftsinntekter. Dette er ikke rene driftsinntekter og vi har valgt å trekke det fra i vår beregning av fremtidsregnskapet. Grunnen er at det ikke er inntekt selskapet kan forvente i årene fremover.

| År | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Driftsinntekter | 670 812 | 697 645 | 722 062 | 735 060 | 738 735 |
| Vekst i % | 3,39 % | 4,00 % | 3,50 % | 1,80 % | 0,50 % |

Tabell 13: Prosentvis vekst av driftsinntekter

For å estimere vekst og inntjening for selskapet har vi tatt utgangspunkt i backlog for 2023 og lagt på et påslag som nevnt tidligere. Fra 2024 og 2025 antar vi markedet vil vokse samt driftsinntektene på bakgrunn av vår strategiske analyse. Da toppen forventes å være nådd i 2025 så er det rimelig at veksten avtar og den minsker med årene. Vi mener det er rimelig å anta en lavere vekst i 2026 og 2027 da bransjen går i syklus og dette skjer ved jevne perioder.

7.3 Driftskostnader

Vårt utgangspunkt for driftskostnader er det historiske forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader. De siste årene som vi har sett på har vist oss at driftskostnadene ligger på rundt 65-80% av driftsinntektene og vi kom frem til et snitt på 70,96%. Vi antar at dette er noe som kommer til å fortsette og har fått en prognose for driftskostnader. Det har vært en trend de siste årene at driftskostnadene har sunket og det vil derfor være rimelig å anta at disse kommer til å være i det nedre sjiktet fra den femårige perioden vi har sett på. Derfor mener vi at snittet over 5 år på 70,96% er et godt mål i vår prognose.

| År | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Driftsinntekter | 670 812 | 697 645 | 722 062 | 735 060 | 738 735 |
| Driftskostnader | 476 277 | 495 328 | 512 664 | 521 892 | 524 502 |

Tabell 14: Fremtidige driftskostnader

7.4 Avskrivninger

Når et selskap gjør en investering i varige driftsmidler så ønsker ikke selskapet å føre som en utgift første året, men heller ta utgiften delt ut over forventet levetid på investeringen. Avskrivninger er ikke en direkte kostnad i form av tapt kontantstrøm, men en kostnad ført over flere år. Denne blir derfor lagt til på driftsresultatet for å finne den framtidige frie

kontantstrømmen. Vi fant et femårig snitt for andel avskrivninger av driftsinntekter på 34,95%. Dette snittet er basert på en tid der selskapet har omstrukturert og vi har derfor valgt å bruke et vektet gjennomsnitt. Vi har vektlagt det femårige snittet med 30% og andelen for 2022 med 70%. Grunnen til at vi vekter det tungt mot 2022 er at vi antar at dette er mer aktuelt i årene som kommer. Avskrivninger kan sees på som en verdijustering grunnet slitasje og ut datering. Derfor antar vi at å fremskrive de som andel av driftsinntekter er reelt da midlene får slitasje på grunn av at de blir brukt til å skape inntjeningen til selskapet.

| År | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Avskrivninger | 218 883 | 228 267 | 207 628 | 207 961 | 142 907 |

| År | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Avskrivninger | 180 262 | 187 472 | 194 034 | 197 526 | 198 514 |
| % av driftsinntekter | 26,87 % | | | | |

Tabell 15: Historiske og fremtidige avskrivninger. (Kilde: (Eidesvik))

Fra tabellen kan man se at det er et avvik i 2022 på avskrivninger. Dette er grunnet salg av et skip i 2022 og det ble derfor noe lavere avskrivninger dette året. Vi antar at andelen avskrivninger kommer til å være mindre enn det historisk har vært, men allikevel øke fra 2022 da det er sannsynlig at det foretas nye investeringer.

7.5 Driftsresultat

Etter at vi har lagt en fremtidsprognose for driftsinntekter, driftskostnader og avskrivninger får vi det fremtidige driftsresultatet.

| År | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Driftsinntekter | 670 812 | 697 645 | 722 062 | 735 060 | 738 735 |
| Driftskostnader | 476 277 | 495 328 | 512 664 | 521 892 | 524 502 |
| Avskrivninger | 180 262 | 187 472 | 194 034 | 197 526 | 198 514 |
| Driftsresultat | 14 274 | 14 845 | 15 364 | 15 641 | 15 719 |

Tabell 16: Fremtidig driftsresultat

Fra tabellen ser man at det øker betraktelig frem til 2025 og man ser at veksten synker. Dette er basert på bakgrunn av vår strategiske analyse og vi antar at markedet når en topp i 2025 og går inn i en periode med lavere vekst. Dette er helt naturlig for en bransje som går i syklus. Vi er ikke bekymret for at dette vil vedvare over tid og vi antar at dette vil snu igjen på sikt. Vi skal senere lage en prognose for veksten videre i delen om terminalverdi-vekst.

7.6 Skattekostnad

Eidesvik faller inn under ordningen for rederiskatt som nevnt i den strategiske analysen. Det betaler vanlig selskapskatt på 22% på inntekt fra virksomheter utenom skipsdrift. Siden største delen av inntekten til selskapet er knyttet til skipsdrift så betaler selskapet nesten ingen skatt i form av vanlig selskapskatt. Fra årsrapporter kan det se ut som selskapet ikke blir beskattet. Dette er ikke tilfelle, rederiordningen gjør at bransjen betaler skatt på antall tonn som blir fraktet. Denne skatten blir kalt tonnaseskatt og føres som andre driftskostnader. Derfor har vi valgt å sette skatt lik null i vår prognose da denne ikke er reel for verdien av fremtidig egenkapital og vi antar at ordningen videreføres. Skattekostnaden trekker ned kontantstrømmen, selv om denne posten ikke blir tatt med er skatten medberegnet i driftskostnader og det er også en post som trekker ned kontantstrømmen.

7.7 Investeringer

Dette er en viktig del av modellen for å kunne beregne fremtidige kontantstrømmer. Hvor mye selskapet investerer i nye midler er med å bestemme hvor mye selskapet fremtidige kan vokse. Vi har sett på snittet for andel investeringer av EBITDA.

| År | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| EBITDA | 96 919 | 243 188 | 131 113 | 178 712 | 494 213 |
| Investeringer | 34 769 | - 134 504 | 101 821 | - 958 959 | 84 834 |
| Andel i % | 35,87 % | - | 77,66 % | - | 17,17 % |
| Snitt | 26,14 % | | | | |

Tabell 17: Historisk investeringer

I vår utregning har vi også her tatt hensyn til selskapets verdijustering og justert dette for å få et reelt tall for faktiske investeringer (Damodaran, 2012, s. 260). Fra vår utregning ser man at tallet for investeringer er negativt i noen år. Vi har valgt å sette andel investering av EBITDA til null de årene det har vært negativ investering for å komme fram til et reelt snitt over 5 år. De negative investeringene kan skyldes at det har vært et vanskelig marked og selskapet har gjort restrukturering i selskapet og solgt skip uten å investere i nye. For at selskapet skal kunne klare å fortsette å vokse i en kapitalkrevende bransje antar vi at det justerte snittet for de siste 5 årene er en god prognose fremover. Basert på den strategiske analysen antar vi at det kommer til å kreve investeringer fremover. Vi antar at selskapet må gjøre nye investeringer fremover for å kunne fortsette veksten da skipene blir nyttet fullt ut.

| År | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBITDA | 194 536 | 202 317 | 209 398 | 213 167 | 214 233 |
| Investeringer | 50 851 | 52 885 | 54 736 | 55 721 | 56 000 |

Tabell 18: Fremtidig investering

Eidesvik har som mål å være ledende på innovasjon, de ønsker å være markedsledende på en grønn PSV-flåte (Eidesvik, 2022, s. 5). Denne omveltningen kommer til å kreve investeringer. Vi mener at det skal være rimelig å anta en høy investeringsandel for at de skal klare å nå målet og vokse videre.

7.8 Arbeidskapital

For å finne endring i arbeidskapital må man ta omløpsmidler – kortsiktig gjeld. I følge Damodaran skal man fjerne rentebærende gjeld som forfaller i gjeldende fra posten for kortsiktig gjeld. Man skal også fjerne kontanter og kontantekvivalenter fra posten for omløpsmidler (Damodaran, 2022, s. 264). Arbeidskapitalen skal dekke løpende utgifter og sier noe om selskapet sin likviditet.

| År | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------|----------|--------|--------|-----------|---------|
| Arbeidskapital | - 38 453 | 23 937 | 98 735 | - 92 655 | 32 672 |
| Delta AK | 254 341 | 62 390 | 74 798 | - 191 390 | 125 327 |

| År | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Arbeidskapital | 33 778 | 35 129 | 36 359 | 37 013 | 37 198 |
| Vekst driftsinntekter | 3,39 % | 4,00 % | 3,50 % | 1,80 % | 0,50 % |
| Delta AK | 1 106 | 1 351 | 1 230 | 654 | 185 |

Tabell 19: Historiske og fremtidige arbeidskapital. (Kilde: (Eidesvik))

Ut ifra tabellen ser man at det har vært store svingninger i arbeidskapitalen, det er derfor vanskelig å lage en prognose for hvordan det vil se ut i fremtiden. Vi har valgt å bruke vekst i driftsinntekter lik vekst i fremtidig arbeidskapital da Damodaran mener dette er en tilfredsstillende metode for å gjenspeile fremtidig arbeidskapital (Damodaran, 2012, s. 264).

7.9 Fri kontantstrøm

| År | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| + Driftsinntekter | 670 812 | 697 645 | 722 062 | 735 060 | 738 735 |
| - Driftskostnader | 476 277 | 495 328 | 512 664 | 521 892 | 524 502 |
| = EBITDA | 194 536 | 202 317 | 209 398 | 213 167 | 214 233 |
| = Driftsresultat | 14 274 | 14 845 | 15 364 | 15 641 | 15 719 |
| + Avskrivninger | 180 262 | 187 472 | 194 034 | 197 526 | 198 514 |
| - Investeringer | 50 851 | 52 885 | 54 736 | 55 721 | 56 000 |
| +/- Endring i Arbeidskapital | 1 106 | 1 351 | 1 230 | 654 | 185 |
| = Fri kontantstrøm | 144 791 | 150 783 | 155 891 | 158 100 | 158 418 |

Tabell 20: Fri kontantstrøm

Nå har vi gjort alle nødvendige forutsetninger og lagd en fremtidsprognose for hver enkelt post vi trenger for å kunne si noe om fremtidig kontantstrøm. Vi har stilt opp alle postene og tatt med en oversikt over den frie kontantstrømmen for kommende år.

7.10 Terminalvekst

Eidesvik har en vekst som svinger i perioder og vi har antatt at de er i en god periode nå. Vi antar at denne veksten kommer til å stagnere i slutten av vår fremtidsprognose. Allikevel så er det geometriske snittet over de årene vi har fremskrevet for høyere enn markedet sin vekst. Det er ikke reelt å ha en vekst som overstiger markedet og vi velger å sette terminalvekst til 2%.

8. Avkastningskrav

For å beregne nåverdi av fremtidig kontantstrøm må den diskonteres ned til år null. For å gjøre dette trenger vi et avkastningskrav og vi velger her å bruke WACC som er et vektet snitt på avkastningskrav på egenkapital og gjeld. WACC består av kapitalverdimodellen (CAPM) og gjeldskostnad og vektlegger dette etter hvor stor del gjeld og egenkapital det er i selskapet.

$$WACC = CAPM * andel egenkapital + Gjeldskostnad * Andel gjeld$$

Formel 19: WACC

8.1 Kapitalverdimodellen

For å finne avkastningskravet til egenkapitalandelen bruker vi kapitalverdimodellen også kalt CAPM. Vi har tidligere vist til formelen for kapitalverdimodellen, det som trengs for å beregne dette er den risikofrirenten, beta og markedets risikopremie. Vi skal vise hvordan vi har kommet fram til disse tre faktorene og vår beregning av avkastningskravet til egenkapital.

8.1.1 Risikofrirente

Den risikofrirenten er hva en investor kunne fått hvis pengene hadde blitt satt i langvarige statsobligasjoner istedenfor å investere i selskapet. Langvarige statsobligasjoner er ansett som sikre da det er staten som er ansvarlige for disse. Det finnes eksempler på hvor staten har misligholdt obligasjoner, men det er ikke tilfelle i Norge som vi benytter oss av. Vi har her

valgt å benytte oss av den norske 10-årige statsobligasjonen. Det ble utstedt en 10-årig obligasjon fra staten i februar 2023 og vi har tatt utgangspunkt i hva denne var på den 10.03.2023. Renten for 10-årig statsobligasjon var på 3,16% og danner grunnlaget for videre beregninger (Norges Bank, u.å.).

8.1.2 Markedets risikopremie

Dette er andre del av kapitalverdimodellen og er en faktor for hva en investor krever av en god investering utover det investoren kunne fått av den risikofrie renten. Denne er med på å gjøre om risiko til avkastningskrav. De siste 12 årene har PwC sammen med Forening for finansfag Norge (FFN) gjennomført en undersøkelse på markedets risikopremie i Norge (PwC, 2023, s. 3.). Her kartlegges norske investorer sin oppfatning av størrelsen på markedsrisikopremien. Vi har valgt å bruke rapporten deres for markedsrisikopremie når vi skal regne ut avkastningskravet for egenkapital. Denne har en median på 5% og et gjennomsnitt på 4,9%. Vi velger å ta utgangspunkt i gjennomsnittet og bruker det i våre beregninger.

8.1.3 Beta

Siste del av kapitalverdimodellen er beta og er en faktor for risikoen investeringen legger til i en markedsportefølje (Damodaran, 2012, s. 183). Vi har beregnet en beta basert på en regresjonsanalyse av historiske kurser. Vi har valgt å sammenligne svingningene i Eidesvik sin kurs mot OSEBX indeksen. OSEBX er indeksen for selskapene som er notert på Oslo børs. Vi har valgt å bruke en 5-årig horisont med månedlig noteringer for å kalkulere beta. I vår regresjonsanalyse kom vi fram til en beta på 0.944. Dette viser at Eidesvik har en relativ sterk korrelasjon til markedet og typisk beveger seg likt med Oslo børs.

| 5-årig | Eidesvik |
|-----------|----------|
| Beta | 0,944 |
| R-kvadrat | 0,073 |

Tabell 21: Beta Eidesvik

Vi har også sett på hva forskjellige finansielle institusjoner har kalkulert Eidesvik sin beta til. DN investor kalkulerte den 1-årige daglige betaen til 1,33 (DN investor, u.å.). Samtidig har Yahoo en 5-årig beta på 0,94 (Yahoo, u.å.). Den årlige betaen er for kort til at vi velger å vektlegge denne i vår beregning av betaen. Yahoo sin tilnærming er svært lik vår og vi velger derfor å gå for en beta på 0,943 i vår kalkulasjon av avkastningskravet til egenkapitalen. Regresjonsanalysen er lagt med som et vedlegg.

8.1.4 Utregning kapitalverdimodellen

Etter at vi har alle faktorene som trengs for utregningen til kapitalverdimodellen kan vi finne avkastningskravet til egenkapitalen. I vår utregning er (R_e) en forkortelse for avkastningskrav på egenkapital. Vi får da et avkastningskrav på egenkapitalen på 7,8%.

$$R_e = 0,0316 + 0,943 * 0,049$$

Formel 20: Utregning av egenkapitalverdi

8.2 Gjeldskostnad

Det finnes forskjellige metoder for å finne gjeldskostnaden til et selskap. I hovedsak to forskjellige metoder, den første er renten de må betale sine kreditorer. Eidesvik har informasjon om pantelånene sine og disse har sikkerhet i skipene som det er pant i. Vi har valgt å ikke bruke dette som grunnlag da de lånene ikke har et betydelig påslag for mislighold da de har sikkerhet i skipene. Den andre metoden er å estimere en syntetisk rate basert på finansielle tall fra årsregnskapet (Damodaran, 2012, s. 211.). Vi har valgt den sistnevnte metode da dette vil gi oss et best mulig estimat.

8.2.1 Syntetisk rate

For å estimere en ratio har vi brukt rentedekningsgraden til Eidesvik. Denne finner man ved å dele driftsresultat på finansielle kostnader for året. For 2022 var denne på 5,97 før vi justerte for verdijustering. Med justert driftsresultat får vi en rentedekningsgrad på 3,74 og hvis vi fjerner inntekter for salg av skip blir den på 0,72. I fremtidsregnskapet fjernet vi salget

for skip for å kunne fremskrive regnskapet basert på reel inntekt. Vi har dog valgt å benytte oss av alle og har lagd et gjennomsnitt for å finne selskapets risiko for mislighold.

| | Rentedekningsgrad | Misligholdrisiko |
|--------------|-------------------|------------------|
| | 5,97 | 1,23 % |
| | 3,74 | 1,62 % |
| | 0,72 | 15,78 % |
| Snitt | 3,48 | 6,21 % |

Tabell 22: Rentedekningsgrad. (Kilde: (Eidesvik))

Vi har hentet ut misligholdrisiko fra Damodaran sin tabell med sammenheng mellom rentedekningsgrad og risiko for mislighold publisert på sin nettside (Damodaran, 2023). Vi ser at snittet på rentedekningsgraden er på 3,48 og snittet for misligholdrisiko er på 6,21%. Vi velger å gå ut ifra snittet for mislighold. Dette er høyt, men basert på at selskapet har hatt en dårlig rentedekningsgrad over en lengre periode synes vi det er et godt estimat.

8.2.2 Utregning av gjeldskostnad

Vi har fra tidligere sett at den risikofrie renten er på 3,316% og vi fikk i forrige kapittel et påslag for misligholdrisiko på 6,21%. Dette gjør at vi får en gjeldskostnad på 9,37%. Dette er en høy kostnad for gjeld og dette veier tungt da selskapet har en høy gjeldsgrad.

8.2.3 Skatt

Rederiordningen som er nevnt tidligere i teksten gjør at Eidesvik ikke betaler selskapskatt. De har egen ordning og denne skatten føres som andre driftsinntekter, det blir derfor ikke tatt med en skattesats i beregningen av avkastningskravet.

8.2.4 Andel egenkapital og gjeld

I bransjen er det vanlig med mye gjeld og Eidesvik har sammenlignet med komparative selskaper en høy egenkapitalandel.

| | | Andel |
|--------------------------|-----------|---------|
| Markedsverdi egenkapital | 873 829 | 42,19 % |
| Rentebærende gjeld | 1 197 294 | 57,81 % |
| Sum gjeld og egenkapital | 2 071 123 | 100 % |

Tabell 23: Oversikt over selskapets kapital

8.2.5 Konklusjon

Etter å ha gjort utregning for avkastningskrav for egenkapital og gjeld kan vi nå regne ut det totale avkastningskravet. Vi har valgt å benytte oss av WACC og tar nå for oss dette.

$$WACC = 0,0778 * 0,04219 + 0,0937 * 0,5781$$

Formel 21: Utregning WACC

Dette gir et avkastningskrav på 8,7%. Siden selskapet ikke betaler selskapskatt så blir ikke denne fordelen tatt med i utregningen og avkastningskravet skal både kunne brukes før og etter skatt.

9. Fundamental verdsettelse

Vi har nå gjort alle utregninger og beregninger for å kunne gjøre den fundamentale verdsettelsen av Eidesvik Offshore ASA. Verdsettelsen blir utført basert på en fremtidig fri kontantstrøm modell. Vi har tidligere antatt en WACC på 8,7% og en terminalvekst på 2%. Vi skal neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene og legge dette sammen med den diskonterte terminalverdien for å finne nåverdien av egenkapitalen.

9.1 Kontantstrøm

Vi har neddiskontert kontantstrømmen fra den fremtidsregnskapet til år 0 og får en nåverdi av kontantstrømmen til selskapet. Vi har da fått følgende verdi presentert i tabellen under.

| År | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Kontantstrøm | 144 791 | 150 783 | 155 891 | 158 100 | 158 418 |
| Nåverdi | 144 791 | 127 606 | 121 367 | 113 232 | 104 376 |

Tabell 24: Kontantstrøm og nåverdi

9.2 Terminalverdi

Vi har diskontert terminalverdien ned til nåverdien. Denne posten er av stor betydning for verdien av selskapet da den skal reflektere alle fremtidige kontantstrømmer etter vår fremtidsprognose. Vi presenterer tallene for terminalverdi og nåverdien i tabellen under.

| | |
|----------------------|------------------|
| Terminalverdi | 2 410 747 |
| Nåverdi | 1 692 736 |

Tabell 25: Terminalverdi

9.3 Verdien av totalkapitalen

Etter at vi har gjort utregningene for kontantstrømmene og terminalverdien kan vi finne nåverdien av totalkapitalen til selskapet. Denne skal vise alle poster av fremtidsregnskapet og viser hvor mye selskapet er verdt uten gjeld. Vi presenterer tallene i tabellen under.

| | Nåverdi |
|---------------------|------------------|
| Kontantstrøm | 611 372 |
| Terminalverdi | 1 692 736 |
| Totalkapital | 2 304 109 |

Tabell 26: Totalverdi

9.4 Fundamental verdi

Vi har nå gjort alle mellomregninger for å kunne finne egenkapitalverdien. Vi må fjerne den rentebærende gjelden fra totalkapitalen og da skal vi finne egenkapitalverdien. Deretter vil vi dele egenkapitalverdien på antall aksjer i selskaper for å finne en fundamental kurs. Dette blir gjort i tabellen under.

| | |
|---------------------------|------------------|
| Totalkapital | 2 304 109 |
| Rentebærende gjeld | 1 197 294 |
| Egenkapitalverdien | 1 106 815 |
| Aksjer | 62 150 |
| Fundamental verdi | 17,81 |

Tabell 27: Fundamental verdi

Med alle utregningene får vi en fundamentalverdi av aksjekursen på 17,81 NOK. Den nåværende verdien av aksjen er på 14,06 NOK. Vårt estimat gir oss en høyere verdi av selskapet enn det Oslo-børs verdsetter det til.

10. Komparativ verdsettelse

I dette kapitlet skal vi se på hvordan Eidesviks er priset i forhold til noen av de komparative selskapene er verdsatt. Når vi gjennomfører en komparativ verdsettelse ser man om selskapet er underpriset eller overpriset sammenlignet med de komparative selskaper. Vi velger å utføre en komparativ verdsettelse basert forskjellige multipler for å undersøke om denne styrker den fundamentale verdsettelsen. Vi har valgt å sammenligne med selskapene vi har tatt med i regnskapsanalysen. Det er ikke mulig å sammenligne med Olympic da de ikke er børsnotert og vi velger å bruke de tre andre som vi anser som komparative.

10.1 P/BV

Den første multipelen vi skal bruke er markedsverdi av egenkapital mot den bokførte verdien av egenkapitalen, denne kalles pris til bokført verdi.

$$P/BV = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Bokført verdi egenkapital}}$$

Formel 22: Pris til bokført verdi.

Først vil vi presentere forholdene i de komparative selskapene samt Eidesviks forholdstall i tabellen nedenfor.

| Selskap | EIDESVIK | HAVILA | SOLSTAD | SIEM | Snitt |
|---------|----------|--------|---------|------|-------|
| P/BV | 0,94 | - 4,23 | 1,66 | 1,06 | 1,22 |

Tabell 28: Oversikt over P/BV. (Kilde: (Selskapenes årsrapport))

Fra tabellen kan vi se at det er variasjon i bransjen. Vi legger spesielt merke til Havilas multiple som har et relativt stort avvik fra snittet i bransjen. I bransjesnittet har vi valgt å ikke ta med Havilas P/E ratio da det er av et betydelig avvik samtidig som det er basert på en negativ egenkapital, vi ønsker ikke å ende opp med en kunstig verdi av bransjesnittet.

Ved hjelp av Eidesviks bokførte verdi og bransjens multiple kan vi gjøre utregningen for markedsverdien av egenkapitalen. Vi ganger da bransjesnittet med bokførte egenkapitalverdi per aksje og får en estimert kurs på 18,21 per aksje.

$$1,22 * 14,93 = 18,21$$

Formel 23: Utregning for P/BV

10.2 P/S

Videre skal vi se på forholdet mellom markedsverdien og driftsinntekter til selskapet.

$$PS = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 24: Formel for P/S

Vi har regnet ut multiplene til de forskjellige selskapene og presenterer de i tabellen nedenfor.

| Selskap | EIDESVIK | HAVILA | SOLSTAD | SIEM | Snitt |
|---------|----------|--------|---------|------|-------|
| P/S | 0,95 | 0,48 | 0,06 | 1,39 | 0,72 |

Tabell 29: Oversikt over P/S. (Kilde: (Selskapenes årsrapport))

Basert på bransjesnittet og selskapets inntekter per aksje estimerer vi en kurs på 10,64. P/S ratioen skiller seg ut fra resten av analysen og indikerer her at Eidesvik er overvurdert i forhold til de komparative selskapene.

10.3 P/E

Pris mot inntjening er en multiple for å måle hvor mye inntjening er per aksje.

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Overskudd}}$$

Formel 25: Formel P/E

Vi beregner et snitt basert på forholdstallene til bransjen og presenterer de i tabellen nedenfor.

| Selskap | EIDESVIK | HAVILA | SOLSTAD | SIEM | Snitt |
|---------|----------|--------|---------|-------|-------|
| P/E | 2,15 | -3,51 | -0,35 | 13,73 | 3,00 |

Tabell 30: Oversikt over P/E. (Kilde: (Selskapenes årsrapport))

Det er relativt lave P/E-ratioer i bransjen, dette kan skyldes en lengre periode der flere aktører har vært gjennom store omveltninger og restruktureringer. Markedet er ikke villig til å ta for mye risiko og ønsker ikke å betale mye over det selskapet har av inntjening i nærmeste fremtid.

Selv om Havila har en negativ P/E ratio så har vi allikevel valgt å ta den med da dette er et snitt og her har vi avvik på begge sider da Siem dra det opp på motsatt side. Med våre beregninger får vi en estimert kurs på 19,65.

10.4 Konklusjon

De ulike multiplene gir to forskjellige indikasjoner, P/BV og P/E antyder en underpriset aksje, mens P/S antyder en overpriset aksje. Det er viktig å vise varsomhet ved bruken av multipler og vi vil derfor ikke vektlegge noen av multiplene tyngre enn de andre og velger et snitt med lik vektlegging.

| | P/BV | P/S | P/E | Aksjekurs |
|--------------|-------|-------|-------|-----------|
| Multiplikurs | 18,21 | 10,64 | 19,65 | 16,17 |

Tabell 31: Oversikt over multipler og kurs. (Kilde: (Selskapene årsrapport))

11. Sensitivitetsanalyse

Vi skal se nærmere på ulike faktorer som er utslagsgivende for vår fremtidsprognose og den fundamentale verdien av selskapet samt vårt kursmål. Det er flere faktorer med påvirkningskraft på den fundamentale verdien. Analysen hjelper oss å forstå hvor sensitivt selskapet er ovenfor endringer i viktige faktorer. Vi har valgt å se på fire forskjellige og se hvordan kursmålet ville sett ut om disse forandrer seg negativt eller positivt.

Avkastningskravet, terminal-vekst, driftskostnader og backlog er de fire vi valgte å se nærmere på i vår analyse.

11.1 Avkastningskrav

Vi har beregnet oss fram til et avkastningskrav på 8,7% som kan sies å være generelt høyt og vi skal da se nærmere på hvordan verdien av selskapet vil bli påvirket av en stigning eller nedgang.

| Avkastningkrav | | | | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Endring | -20 % | -15 % | -10 % | -5 % | 0 % | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % |
| WACC | 6,96 % | 7,40 % | 7,83 % | 8,27 % | 8,70 % | 9,14 % | 9,57 % | 10,01 % | 10,44 % |
| Aksjekurs | 30,24 | 26,39 | 23,1 | 20,27 | 17,81 | 15,64 | 13,72 | 12,01 | 10,47 |

Tabell 32: Avkastningskrav sensitivitetsanalyse

Ut ifra tabellen ser vi at påvirkningen til avkastningskravet er betydelig. Dette henger sammen med at den blir brukt til å beregne terminalverdien og diskontering av kontantstrøm, en økning eller nedgang her vil påvirke verdien. Som tidligere nevnt er vårt avkastningskrav relativt høyt, dette skyldes blant annet at de ikke betaler selskapskatt og vi valgte å ikke ta med skatt i beregningen vår. Vi ser at dersom det skulle bli vanlig selskapskatt ville vi fått et avkastningskrav nærmere 7,5%. Hvis vi ser på det alene, hadde et lavere avkastningsnivå hevet kursmålet vårt da investorene har mindre krav til avkastning på investeringene.

11.2 Terminalverdi

En annen faktor som er av vesentlig betydning for selskapets verdi er den terminale veksten. Vi valgte å legge oss på et nivå på 2% som tidligere nevnt. Terminalverdien er ikke lett å anslå og en stigning eller nedgang her er ikke utenkelig. Derfor har vi valgt å se litt nærmere på konsekvensene av dette.

| Terminalverdi | | | | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Endring | -20 % | -15 % | -10 % | -5 % | 0 % | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % |
| Terminal-vekst | 1,60 % | 1,70 % | 1,80 % | 1,90 % | 2,00 % | 2,10 % | 2,20 % | 2,30 % | 2,40 % |
| Aksjekurs | 16,27 | 16,64 | 17,02 | 17,41 | 17,81 | 18,22 | 18,65 | 19,08 | 19,54 |

Tabell 33: Terminal verdi sensitivitetsanalyse

Også her er vekst i terminalverdi tett knyttet opp mot beregningen av den fundamentale verdien da den blir brukt til å regne ut terminalverdi. Som vi ser fra tabellen, vil lav vekst føre til et lavere kursmål og vice versa.

11.3 Driftskostnader

Det er naturlig at økte driftskostnader påvirker verdien av selskapet da dette direkte går ut over selskapet sitt overskudd og driftsmargin.

| Driftskostnader i % av dritsinntekter | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Endring | -20 % | -15 % | -10 % | -5 % | 0 % | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % |
| Driftskostnader | 56,8 % | 60,4 % | 63,9 % | 67,5 % | 71,0 % | 74,6 % | 78,1 % | 81,7 % | 85,2 % |
| Aksjekurs | 35,92 | 31,39 | 26,86 | 22,34 | 17,81 | 13,28 | 8,75 | 4,23 | -0,30 |

Tabell 34: Driftskostnader sensitivitetsanalyse

Fra tabellen ser man store endringer i verdien. Det er alltid ønske om å kutte kostnader og øke driftsmarginen og vi antar at dette er noe også Eidesvik jobber med. Etter en periode med dårlige resultater så har selskapet gjort endringer og det er sannsynlig at på lengre sikt så vill selskapet klare å kutte kostnadene og få høyere overskudd på inntjening.

11.4 Backlog

Til sist ser vi på hvordan en økning i kontrakter vil påvirke kursmålet. Dette er sikre inntekt i årene som kommer og er av stor betydning for inntjeningen i fremtiden og påvirker fremtidig kontantstrøm samt overskuddet.

| Backlog | | | | | |
|------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Endring | 0 % | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % |
| Backlog | 1 387 000 | 1 456 350 | 1 525 700 | 1 525 700 | 1 664 400 |
| Aksjekurs | 17,81 | 19,69 | 21,57 | 23,45 | 25,33 |

Tabell 35: Backlog sensitivitetsanalyse

Her er det kun en økning i fremtidige kontrakter som er tatt med på grunn av at vi ser det som usannsynlig at inngåtte kontrakter ikke blir fullført. Dette er noe som kommer til å påvirke verdien av selskapet ettersom disse blir inngått fortløpende og vi mener det kun er spørsmål om tid før nye blir inngått og det er grunnlag for et økt kursmål. Samtidig er det begrenset hvor mye økning som kan forekomme uten en økning i flåten da 2023 og 2024 har kontrakter til 90% av flåten. Derimot er det muligheter for nye kontrakter i årene etter dette.

11.5 To-faktor sensitivitetsanalyse

I en levende økonomi inntreffer ofte flere faktorer samtidig og vi ønsker derfor å se på forskjellige utfall av når to inntreffer samtidig. Dette kan gi et bredere innblikk i verdien av selskapet og hvor følsomme kursmålet er for endringer.

Vi har valgt å kombinere avkastningskrav og terminal-vekst da disse er knyttet tett sammen i verdsettelse modellen.

| Aksjekurs | | WACC | | | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| | | 6,96 % | 7,40 % | 7,83 % | 8,27 % | 8,70 % | 9,14 % | 9,57 % | 10,01 % | 10,44 % |
| Terminal-vekst | 2,40 % | 33,68 | 29,23 | 25,48 | 22,29 | 19,54 | 17,14 | 15,02 | 13,15 | 11,48 |
| | 2,30 % | 32,77 | 28,48 | 24,86 | 21,76 | 19,08 | 16,75 | 14,68 | 12,85 | 11,22 |
| | 2,20 % | 31,89 | 27,75 | 24,25 | 21,25 | 18,65 | 16,37 | 14,35 | 12,56 | 10,96 |
| | 2,10 % | 31,05 | 27,06 | 23,67 | 20,75 | 18,22 | 16,00 | 14,03 | 12,28 | 10,71 |
| | 2,00 % | 30,24 | 26,39 | 23,10 | 20,27 | 17,81 | 15,64 | 13,72 | 12,01 | 10,47 |
| | 1,90 % | 29,47 | 25,74 | 22,56 | 19,81 | 17,41 | 15,29 | 13,42 | 11,74 | 10,23 |
| | 1,80 % | 28,72 | 25,12 | 22,03 | 19,36 | 17,02 | 14,96 | 13,12 | 11,48 | 10,00 |
| | 1,70 % | 28,01 | 24,52 | 21,52 | 18,92 | 16,64 | 14,63 | 12,83 | 11,22 | 9,77 |
| | 1,60 % | 27,32 | 23,94 | 21,03 | 18,50 | 16,27 | 14,31 | 12,55 | 10,97 | 9,55 |

Tabell 36: WACC og terminal-vekst sensitivitetsanalyse

Det er 81 ulike utfall og går i fra 9,55 som verste scenario og opp til 33,68 i et beste scenario. Igjen så ser vi at et høyt avkastningskrav og en lav terminal-vekst fører til et lavt kursmål. I et beste scenario vil den økonomiske veksten stige samtidig som selskapet får et lavere avkastningskrav.

Backlog og driftskostnader er begge med på å skape overskudd og vi har derfor lagd en analyse over disse to kombinert sammen.

| Aksjekurs | | Driftskostnader i % av driftsinntekter | | | | | | | | |
|---------------|------|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| | | 57 % | 60 % | 64 % | 67 % | 71 % | 75 % | 78 % | 82 % | 85 % |
| Backlog-vekst | 20 % | 47,06 | 41,63 | 36,19 | 30,76 | 25,33 | 19,9 | 14,46 | 9,03 | 3,6 |
| | 15 % | 44,27 | 39,07 | 33,86 | 28,65 | 23,45 | 18,24 | 13,04 | 7,83 | 2,62 |
| | 10 % | 41,49 | 36,51 | 31,53 | 26,55 | 21,57 | 16,59 | 11,61 | 6,63 | 1,65 |
| | 5 % | 38,7 | 33,95 | 29,2 | 24,44 | 19,69 | 14,94 | 10,18 | 5,43 | 0,68 |
| | 0 % | 35,92 | 31,39 | 26,86 | 22,34 | 17,81 | 13,28 | 8,75 | 4,23 | -0,30 |

Tabell 37: Backlog og driftskostnader sensitivitetsanalyse

Her ser man hvorfor det kan være viktig å ikke bare se på en faktor av gangen. Hvis backlog og kostnadene begge vokser så ser man selv med økte kostnader at verdien kan øke. Det er

allikevel negativt med økte kostnader og vi ser at kun ved backlog-vekst på 15% og 20% at økte kostnader på 75% av driftskostnadene fører til et økt kursmål.

11.6 Oppsummering

Man ser at ulike faktorer bidrar til å påvirke estimatet vårt på ulike måter og nivåer. I vår kartlegging har vi fått en oversikt over gode og dårlige scenarier som kan påvirke kursmålet til selskapet i vårt estimat. Fra analysen ser vi at det er driftskostnadene og backlog som er mest utslagsgivende for vårt estimat. Det er her overskuddet skapes, det er derfor naturlig at det vil øke verdien. Samtidig ser vi at et lavere avkastningskrav kan føre til økt verdi. Et lavere avkastningskrav kan være tilfelle med økte skattekostnader, men dette vil igjen fått en negativ virkning på overskuddet. Det er ikke naturlig å anta at et lavere avkastningskrav på grunn av økt skatt nødvendigvis vil føre til et høyere kursmål.

12. Scenarioanalyse

Med bakgrunn fra sensitivitetsanalysen har vi tre ulike scenarier. Vi tar først for oss et positivt og et negativt scenario. Vi skal her ta for oss alle fire faktorene samtidig og se hvordan dette er med å påvirke vårt estimat.

12.1 Positivt scenario

Først vil vi se på hva som er et bra utfall for selskapet og igjen vil dra opp vårt kursmål og den fundamentale verdien. Selskapet klarer å øke veksten basert på et voksende marked som forbedrer seg over tid med økte etterspørsel etter norsk skipskraft både på norsk og engelsk sokkel i Nordsjøen. Dette kan føre til en økt vekst på 10% og vi får da terminal-vekst på 2,2% over tid. Samtidig som veksten øker vil også backlogen bli større og vi ser det som sannsynlig i dette scenariet at den stiger med 5%. Klarer Eidesvik samtidig å kutte kostnader med 5% vil de få betydelig bedre inntjening og en bedre rentedekningsgrad som fører til et lavere

avkastningskrav på 8,27%. Samlet sett vil dette føre til et kursmål på 28,5. Dette er over en dobling av dagens kurs og godt over vårt kursmål, men med de antakelsene vi har truffet ser vi det som sannsynlig.

12.2 Negativt scenario

Det kan derimot hende at selskapet har en dårlig tid i vente. Gitt at markedet og bransjen opplever en nedgang i etterspørsel etter olje og det ikke lengre er like stort behov for skipskraft i Nordsjøen. Dette fører da til en terminal-vekst på 1,8%, det er da rimelig å anta at det ikke vil bli inngått nye kontrakter og backloggen vil ligge på dagens nivå. Da inntjeningen til Eidesvik på sikt vil synke kommer dette til å føre til at driftskostnader øker i forhold til inntektene og vi antar en økning på 5%. Med økte utgifter vil også overskuddet minske, vi kan da få et høyere avkastningskrav da risikoen for konkurs vil øke. Vi setter avkastningskravet til 9,14%. Med disse antakelsene får vi et kursmål på 10,78. Dette er noe lavere enn dagens verdi og vårt kursmål, vi mener allikevel dette kan inntreffe gitt antakelsene vi har truffet i dette scenariet.

12.3 Oppsummering

Vi har nå sett på to ulike scenarier som kan inntreffe bransjen og Eidesvik i denne analysen. Vi har også et tredje som er vår fundamentale analyse. Vi skal presentere de ulike kursmålene og snittet i tabellen vist nedenfor.

| Scenario | Positivt | Nøytralt | Negativt | Snitt |
|----------|----------|----------|----------|-------|
| Kursmål | 28,5 | 17,81 | 10,78 | 19,03 |

Tabell 38: Kursmål scenarioanalyse

Basert på analysen får vi et snitt på 19,03 som vi bruker som vår fundamentale verdi per aksje. Ved hjelp av et snitt får vi et kursmål basert på forskjellige scenarier vi anser å være sannsynlige gitt våre antakelser.

13. Kursmål

Etter at vi har gjennomført en fundamental og komparativ verdsettelse kan vi se på kursmålet som vi har kommet frem til. Vi har tidligere nevnt at det er viktig å vise varsomhet ved bruk av multipler og komparativ verdsettelse. Vi kommer derfor til å vektlegge den fundamentale verdsettelsen tyngst. Vi velger dog å ta med komparativ verdsettelse da den gjenspeiler hvordan markedet priser de komparative selskapene til Eidesvik og dette er nyttig å ta med i vårt endelige kursmål. Vi presenterer vårt kursmål i tabellen nedenfor.

| Modell | Fundamental | Komparativ | Kursmål |
|--------|-------------|------------|--------------|
| NOK | 19,03 | 16,17 | 17,89 |
| Vekt | 60 % | 40 % | |

Tabell 39: Kursmål

Vi ønsker her å påpeke at det er utstedt rundt 10 millioner nye aksjer i selskapet i ettertid av våre beregninger, vi beregner aksjekursen ut ifra 62,5 millioner aksjer som det var den 10.03.2023.

14. Konklusjon

I denne oppgaven har vi gjort en verdsettelse av Eidesvik Offshore ASA. Vår oppgave har vært å besvare problemstillingen «Hva er Eidesvik Offshore ASA verdt våren 2023?».

Med bakgrunn i problemstillingen har vi utført en strategisk og regnskapsanalyse. I verdsettelsen har vi tatt for oss fundamental og komparativ verdsettelse. Dette har gitt oss et innsyn i hva den fundamentale verdien er, samt at vi har undersøkt hvordan markedet priser komparative selskaper. Etter at vi undersøkte den fundamentale og komparative verdien, gjorde vi en sensitivitets og scenario analyse basert på den strategiske analysen for å ta høyde for medvirkende variabler og faktorer i en levende markedsøkonomi.

For å anslå et estimat av verdien av selskapet har vi undersøkt historisk inntjening og da fått innblikk i kontantstrømmen selskapet kan forvente i årene som kommer. Ved hjelp av totalkapitalmetoden og den forventede kontantstrømmen har vi estimert nåverdien av selskapet i en fundamental verdsettelse. De ulike scenariene ga oss et snitt av den fundamentale verdien, sammen med den komparative verdsettelsen har vi kommet fram til et endelig kursmål for Eidesvik Offshore ASA.

Kursmålet vi ønsker å presentere for Eidesvik Offshore ASA er på 17,89 NOK per aksje og en selskapsverdi på 1 107 MNOK. Dette tyder på at selskapet er underpriset. På bakgrunn av dagens aksjeverdi anbefaler vi en kjøpsanbefaling med mulighet for en oppside på 27%.

Vedlegg

Regresjonsanalyse

| EIDESVIK BETA | | | | | | | | |
|-----------------------------|----------------------|---------------------|---------------|----------------|----------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
| Regresjonsstatistikk | | | | | | | | |
| Multipel R | 0,2705957 | | | | | | | |
| R-kvadrat | 0,073222 | | | | | | | |
| Justert R-kvadrat | 0,0575139 | | | | | | | |
| Standardfeil | 0,1581013 | | | | | | | |
| Observasjoner | 61 | | | | | | | |
| Variansanalyse | | | | | | | | |
| | <i>fg</i> | <i>SK</i> | <i>GK</i> | <i>F</i> | <i>Signifikans-F</i> | | | |
| Regresjon | 1 | 0,1165169 | 0,1165169 | 4,6614181 | 0,0349254 | | | |
| Residualer | 59 | 1,4747652 | 0,024996 | | | | | |
| Totalt | 60 | 1,5912821 | | | | | | |
| | <i>Koeffisienter</i> | <i>Standardfeil</i> | <i>t-Stat</i> | <i>P-verdi</i> | <i>Nederste 95%</i> | <i>Øverste 95%</i> | <i>Nedre 95,0%</i> | <i>Øverste 95,0%</i> |
| Skjæringspunkt | 0,0161832 | 0,0205526 | 0,7874043 | 0,4341971 | -0,0249424 | 0,0573088 | -0,0249424 | 0,0573088 |
| X-variabel 1 | 0,943827 | 0,4371529 | 2,1590318 | 0,0349254 | 0,0690861 | 1,818568 | 0,0690861 | 1,818568 |

Litteraturliste

Baisotti, V., Sommerfeldt, P. (2020, 23. januar). Dette skipet blir verdens første utslippsfrie offshoreskip. NRK. https://www.nrk.no/vestland/_viking-energy_-blir-verdens-forste-utslippsfrie-offshoreskip-1.14871162

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation*. (3.utg.) John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2023.) *Rating, interest coverage ratios and default spread*.
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html

DN investor. (u.å.). *DN investor*. Hentet 10. mars 2023 fra
<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S181/EIOF/EIDESVIKOFFSHORE>

Eidesvik (u.å.). *Innovation*. Eidesvik. <https://eidesvik.no/innovation/>

Eidesvik Offshore ASA. (2022). *Presentation Q4 2022*. <https://eidesvik.no/wp-content/uploads/2023/02/EIOF-Q4-2022-Presentation.pdf>

Eidesvik Offshore ASA. (2022). *Report for Q4 2022*. <https://eidesvik.no/wp-content/uploads/2023/02/EIOF-Q4-2022.pdf>

Eidesvik Offshore ASA. (2023). *Annual report 2022*. <https://eidesvik.no/wp-content/uploads/2023/04/EIOF-Annual-report-2022.pdf>

European Commission. (2022). *Joint EU-Norway statement on strengthening energy cooperation*. European Commission.
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/statement_22_3975/STATEMENT_22_3975_EN.pdf

European Union. (2022). *Corporate Sustainability Reporting Directive* (16-12-2022). Official Journal of the European Union. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN>

Fagna, H. (2009, 24. februar) Mange skip ligger i opplag, og flere vil følge. NRK, Møre og Romsdal. <https://www.nrk.no/mr/flere-skip-i-opplag-1.6496586>

Forskrift om tilskudd til sysselsetning av arbeidstakere til sjøs. (2016). *Forskrift om tilskudd til sysselsetning av arbeidstakere til sjøs*. (FOR-2016-02-26-204). Lovdata.
https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2016-02-26-204?q=Forskrift%20om%20tilskudd%20til%20sysselsetning#KAPITTEL_1

Hadler-Olsen, T. Torgersen, O. (2019, 15. oktober). *Hierarki eller flat struktur?* Nasjonal digital læringsarena. <https://ndla.no/nb/subject:1:792414c5-896f-470a-9558-6101d7266237/topic:1:94d33bbc-5549-4ecc-8013-a7221e74b569/topic:1:3429a109-0c34-436a-b337-4a50c7c7eb2b/resource:618f6ab4-5516-4234-8c91-0cc134911d3b>

Havila Shipping. (2023). *Rapport 4. Kvartal 2022*.
https://www.havilashipping.no/upload_images/13E48AB43BA34C22BE2E6C63B6951E85.pdf

Hofstad, K. (2020, 17. desember). *LNG*. Store Norske leksikon. <https://snl.no/LNG>

Njøsen, F. H. (2022, 30. september). Brasil og Vest-Afrika åpner seg for offshorerederne. Finansavisen. <https://www.finansavisen.no/nyheter/oljeservice/2022/09/30/7938499/brasil-og-vest-afrika-apner-seg-for-offshorerederne>

Njøsen, F. H. (2023, 27. januar). Kan ikke huske sist det var så stramt. *Finansavisen*. <https://www.finansavisen.no/energi/2023/01/27/7980789/skipsmegler-kan-ikke-huske-sist-det-var-sa-stramt>

Nordnett. (u.å.). Eidesvik Offshore. Hentet 25. april 2023 fra <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105627-eidesvik-offshore?details>

Norges Bank. (2023, 23. mars). *Rentebeslutning mars 2023*. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2023/mars-2023/>

Norges Bank. (u.å.). *Kurser og renter – statsgjeld*. Hentet 10. Mars 2023 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/statsgjeld-lan/?tab=security&id=NO0012837642>

Norges Rederiforbund (2020, 18. mai). *Null utslipp i 2050*.
https://www.rederi.no/contentassets/a31b8c0402244e7c880ee0a6bcdbac7a/2020klimarapport_web.pdf

Norges Rederiforbund (2023, 15. mars). *Rederiforbundets konjunkturrapport 2023*.
<https://www.rederi.no/globalassets/dokumenter/alle/rapporter/ref-konjunkturrapport23-no-web.pdf>

Norges rederiforbund. (2023, 10. februar). *Ærespris til Jan Fredrik Meling*.
<https://www.rederi.no/nyheter/nyhetsoppdateringer/?focusurl=jan-fredrik-meling-tildelt-arespris>

Norges Rederiforbund. (2023, 21. mars). *Fredet rederiskatteordningen på Rederiforbundets årskonferanse*. <https://www.rederi.no/nyheter/fredet-rederiskatteordninge-pa-rederiforbundets-arskonferanse/>

NOU 2022: 20. (2022). *Et helhetlig skattesystem*. Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/contentassets/2dcc57a783cc4403bbdb48558514dc38/no/pdfs/nou202220220020000dddpdfs.pdf>

Olympic Subsea. (2023). *Rapport 4. Kvartal 2022*. https://www.olympic.no/download?objectPath=/upload_images/8A085007C73B4F408D3E9CA0BD387E83.pdf

Oslo Economics. (2020). *Evaluering av tilskuddsordningen for sysselsetting av arbeidstakere til sjøs (OE-rapport 2020-25) Oslo Economics*. <https://www.regjeringen.no/contentassets/f4cb041d1ae54800afa00e0b795d962d/oe-rapport-2020-25-evaluering---tilskuddsordninge-l3249745.pdf>

PwC. (2022). *Risikopremie i det norske markedet*. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>

Ramsdal, R. (2013, 4. juni). Dette er årets skip. *Tu*. <https://www.tu.no/artikler/dette-er-arets-skip/234829>

Regjeringen. (2021, 12. oktober). *Norsk oljehistorie på 5 minutter*. <https://www.regjeringen.no/no/tema/energi/olje-og-gass/norsk-oljehistorie-pa-5-minutter/id440538/>

Siem Offshore. (2023). *Annual report 2022*. https://assets-global.website-files.com/5fa3e069dd4a78ac73fe3a0f/64422713e78e3c0028e6bb5a_SIOFF%20Annual%20Report%202022.pdf

Skatteloven. (2000). *Særregler om fastsettelse av inntekt i visse næringer*. (LOV-2022-12-20-105). Lovdata. https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14/KAPITTEL_9-2#KAPITTEL_9-2

Solstad Offshore. (2023). *Annual Report 2022*. https://www.solstad.com/wp-content/uploads/2023/03/SOFF_Annual-Report_2022.pdf

Stopford, M. (2009). *Maritime Economics*. (3.utg.) Routledge Taylor & Francis Group.

Tjørholm, V. (2022, 21. juni). Kan Afrika ha svaret på Europas gassmangel? *NRK, Urix*.

<https://www.nrk.no/urix/kan-afrika-ha-svaret-pa-europas-gassmangel -1.16009399>

Whittington, R., Regner, P., Angwin, D., Johnson, G., Scholes, K. (2020) *Exploring Strategy* (12.utg.) Pearson.

Yahoo. (u.å.). *Yahoo! Finance*. Hentet 10. mars 2023 fra

<https://finance.yahoo.com/quote/EIOF.OL/key-statistics?p=EIOF.OL>