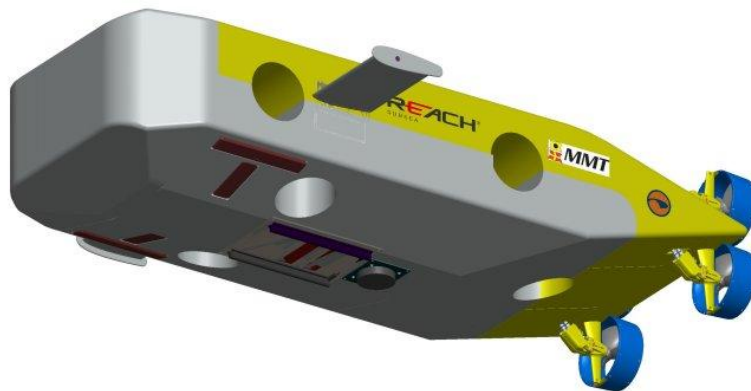


Verdsettelse av Reach Subsea ASA

Jenny Kvilhaug Tuen

Handelshøgskolen ved Universitet i Stavanger

Masteroppgave våren 2015





Universitetet
i Stavanger

DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS

MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Master i Økonomi og Administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN

FØLGENDE

SPECIALISERINGSRETNING:

Anvendt Finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

(NB! Bruk rødt skjema ved
konfidensiell oppgave)

TITTEL: Verdsettelse av Reach Subsea ASA

ENGELSK TITTEL: A valuation report of Reach Subsea ASA

FORFATTER(E)

VEILEDER:

Marius Sikveland

Studentnum

mer:

223371

Navn:

Jenny Kvilhaug Tuen

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2015

Underskrift administrasjon:.....

Sammendrag

Verdsettelsen av Reach Subsea er en del av en mastergradsoppgave med formål om å gi en verdi av selskapets egenkapital per 31. desember 2014, for deretter å foreslå en handelsstrategi. For å estimere en pris for Reach Subseas aksjer ble et vektet snitt av en fundamental- og en komparativ verdsettelse benyttet. Handelsstrategien sammenligner markedsprisen per 31. desember 2014 og den estimerte aksjeprisen oppgaven har resultert i.

Fra de strategiske analysene ble det gjennomført markedsanalyser som konkluderte med utfordrene forhold til blant annet teknologiutvikling, reguleringer og markedsforhold for subseabransjen. Internt ble selskapsressursene avdekket som verdifulle, men ikke sjeldne. Risikovurderingen klassifiserte Reach Subsea som et lavrisikoselskap og et sikkert investeringsobjekt, med konkurssannsynlighet på 0.37%.

Prognoser for de neste 10 årene ble utarbeidet med bakgrunn i strategiske analyser og historiske regnskapstall. Fra disse ble det estimert en fremtidig kontantstrøm som grunnlag for den fundamentale verdsettelsen. Avkastningskravet ble kalkulert til 5.68% og forventet vekst etter 2024 ble beregnet til 3%. Fra den fundamentale verdsettelsen ble Reach Subsea-aksjen estimert til 2.97kr.

Reach Subsea har også blitt verdsatt gjennom en komparativ verdsettelse, basert på P/I, P/BV og EV/EBITDA multiplikatorene. Fra de sammenlignbare selskapene har det blitt beregnet en markedsverdi av egenkapitalen, og videre et snitt av de ulike metodenes estimerer utgjør estimert aksjepris på 1.40kr.

Endelig aksjepris for Reach Subsea ble kalkulert til 2.45 . Den fundamentale verdsettelsen vektet to tredjedeler, mens den komparative vektet en tredjedel. Dette grunnet at den fundamentale verdsettelsesmetoden bedre hensyntar markedsforholdene og utsiktene det står ovenfor, i tillegg til lite bransjeutvalg for den komparative verdsettelsen.

Reach Subseas aksjekurs på Oslo Børs var 31. desember 2014 på 3.20kr. Av oppgavens analyse og vurdering estimeres REACH-aksjen til 2.45kr per aksje. Det anbefales derfor en hold-strategi på Reach Subsea ASA aksjen.

Innholdsfortegnelse

Forkortelser og bransjespesifikke benevnelser	10
1.0 Introduksjon	12
1.1 Avgrensninger	12
1.2 Struktur på oppgaven	12
2.0 Bedriftspresentasjon	14
2.1 Reach Subsea ASA.....	14
2.1.1 Historie	15
2.1.2 Verdi, visjon og strategi	16
2.1.3 Selskapsstruktur	16
2.1.4 Virksomhetsområde	17
2.1.5 Flåteliste	18
2.1.6 Operasjonsområde (geografisk)	20
2.1.7 Reach Subsea aksjen	20
2.2 Konkurrenter	22
3.0 Presentasjon av bransjen	25
3.1 Epperspørselen etter ROV.....	26
3.2 Norsk økonomi.....	30
4.0 Metodikk	33
4.1 Metoder for verdsettelse.....	33
4.1.1 Modell 1 - Fundamental Verdsettelse	34
4.1.2 Modell 2 - Relativ Verdsettelse.....	37
4.1.3 Modell 3 - Opsjonsbasert Verdsettelse.....	42
4.2 Valg av verdsettelsesmetode	43
5.0 Strategisk analyse	45
5.1 VRIO-analyse.....	45
5.2 PESTEL-analyse	50

6 Regnskapsanalyse.....	57
6.1 Analysenivå.....	57
6.2 Analyseperiode.....	58
6.3 Justering av målefeil.....	58
6.4 Historisk Vekst.....	59
6.4.1 Driftsinntekter	60
6.4.2 Driftskostnader	60
6.4.3 Driftsmargin	62
6.5 Risikoanalyse	62
6.5.1 Likviditetsanalyse.....	63
6.5.2 Soliditetsanalyse.....	65
6.5.3 Driftsrentabilitet	66
6.5.4 Syntetisk rating.....	67
6.5.7 Finansiell markedsrisiko	69
7 Fremtidig Kontantstrøm/Vekstprognoser.....	71
7.1 Budsjetthorison	71
7.2 Verdidrivere	71
7.2.1 Vekst i driftsinntekter.....	72
7.2.2 Driftsmargin	75
7.2.3 Driftsskatt	84
7.3 Endring i arbeidskapital	84
7.4 Kapitalinvesteringer	85
7.5 Fremtidig kontantstrøm	86
7.6 Vekst etter 2024	87
8.0 Avkastningskrav.....	90
8.1 Egenkapitalkostnad	90
8.1.1 Risikofri rente.....	91

8.1.2	Markedets risikopremie	92
8.1.3	Beta.....	93
8.2	Kapitalstruktur.....	96
8.3	Gjeldskostnad	97
8.4	Totalkapitalens avkastningskrav	97
9	Fundamental Verdsettelse	99
9.1	Totalkapitalmodellen.....	99
9.1.1	Terminalverdi	99
9.1.2	Nåverdi av kontantstrøm	100
9.2	Sensitivitetsanalyser	101
9.2.1	Kortsiktig analyse.....	101
9.2.2	Langsiktig analyse.....	102
9.3	Monte Carlo.....	104
10	Komparativ Verdsettelse	105
10.1	Pris/Inntekter	106
10.2	Pris/BV	106
10.3	EV/EBITDA.....	107
11	Handelsstrategi	109
Vedlegg:	111
Vedlegg 1	- Flåteliste	111
Vedlegg 2	- Største aksjonærer	112
Vedlegg 3	- Reach Subsea styre og ledelse.....	113
Vedlegg 4	Resultatregnskap, balanse, kontantstrømoppstilling og endring i egenkapital.	115
Vedlegg 5	Regresjon av Beta	119
Vedlegg 6	- Syntetisk Rating	120
Vedlegg 7	- Avskrivninger	122
Vedlegg 8	- Vekstmultiplikatorer.....	123

Vedlegg 9 - Endring i Arbeidskapitalen.....	124
Bibliografi	125

Figurliste

Figur 1 Reach Subseas finansielle posisjon i 2014	14
Figur 2: Reach Subsea konsernstruktur per 31.12.14.....	16
Figur 3 Inntektsfordelingen for Reach Subsea i 2014.....	18
Figur 4: Reach Subseas aksjekurs historiske aksjekurs	21
Figur 5: Historiske aksjepriser for konkurrentene, månedlig avkastning	24
Figur 6 Historisk utvikling i NOK per fat Brent olje (daglig observert).....	26
Figur 7: Akkumulert utvikling i oljepris ved tre ulike scenarioer frem til 2040.....	29
Figur 8 Valutakurs utvikling for USD og EUR.....	32
Figur 9 Vekst og avkastning på investert kapital.	34
Figur 10 Rammeverk for fundamental verdsettelse	35
Figur 11 Verdsettelse av selskaper.....	37
Figur 12 Oppbygningen av den strategisk analysen.....	45
Figur 13 Risikoanalyse.....	63
Figur 14 Driftsinntekter etter risikoprofil.....	74
Figur 15 Vekst i driftsinntekter	74
Figur 16 Fremtidige salgskostnader	76
Figur 17 Fremtidige personalkostnader.....	77
Figur 18 Fremtidige andre driftskostnader	80
Figur 19: Fremtidige avskrivninger.....	82
Figur 20: Årlige vekstrater	82
Figur 21 Prognostisert driftsmargin	83
Figur 22: Endring i arbeidskapital over analyseperioden.....	85
Figur 23 Fremtidige kapitalinvesteringer	86
Figur 24: Historisk kapitalstruktur	96
Figur 25 Kortsiktig sensitivitetsanalyse	102
Figur 26 Langsiktig sensitivitetsanalyse (2024).....	103
Figur 27 Simulert aksjepris	104
Figur 28 Stegene i en komparativ verdsettelse.....	105
Figur 29 Handelsstrategi	110

Tabelliste

Tabell 1: Oversikt over sammenlignbare selskaper:	22
Tabell 2: Oppsummering av VRIO-analysen	50
Tabell 3: Vekst i driftsinntekter	60
Tabell 4 Vekst i driftskostnader	61
Tabell 5 Vekst i salgskostnader	61
Tabell 6 Vekst i personalkostnader	61
Tabell 7 Vekst i avskrivninger	61
Tabell 8 Vekst i andre driftskostnader	61
Tabell 9 Likviditetsgrad 1	64
Tabell 10 Likviditetsgrad 2	64
Tabell 11 Egenkapitalandel	65
Tabell 12 Rentedekningsgrad	66
Tabell 13 Netto driftsrentabilitet	67
Tabell 14 Syntetisk Rating	68
Tabell 15 Justert vekstplan for Reach Subsea	72
Tabell 16 Multiplikator salgskostnad	75
Tabell 17 Multiplikator personalkostnader	77
Tabell 18 Multiplikator andre driftskostnader	78
Tabell 19 Multiplikator avskrivninger	81
Tabell 20: Reach Subseas fremtidige kontantstrøm	87
Tabell 21: Industri beta	95
Tabell 22 Estimert aksjepris ved fundamental verdsettelse	100
Tabell 23 Kortsiktig sensitivitetsanalyse (2015)	101
Tabell 24 Langsiktig sensitivitetsanalyse (2024)	103
Tabell 25 Bransjen P/I gjennomsnitt	106
Tabell 26 Bransjen P/BV gjennomsnitt	107
Tabell 27 Bransjens EV/EBITDA gjennomsnitt	108
Tabell 28 Aksjepris ved bruk av EV/EBITDA multiplikatoren	108
Tabell 29: Reach Subseas estimerte aksjepris	109

Bildeliste

Bilde 1: "Supporter WROV"	18
Bilde 2 "Surveyor Interceptor"	19
Bilde 3 "Edda Fonn"	19

Forkortelser og bransjespesifikke benevnelser

Charter avtale	-	Avtale der en befrakter leier båt og mannskap til en fast pris.
CSV	-	Konstruksjonsstøtte fartøy (Construction Support Vessel)
EBIT	-	Resultat før renter og skatt
EBITDA	-	Resultat før renter, skatt, av- og nedskrivninger.
Engineering	-	Ingeniør
IMR	-	Inspeksjon, vedlikehold og reparasjoner
LARS	-	Starte og gjenoppretting systemer (Launch and Recovery Systems)
MPSV	-	Multifunksjons forsyningsfartøy (Multi Purpose Supply Vessel)
ROV	-	Fjern Styrt Kjøretøy (Remote Operated Vehicle)
ROV-spread	-	ROV med assosiert ROV utstyr og personell
ROV-superintendent	-	Minst to års erfaring som supervisor og ekstra kurs
ROV-supervisor	-	ROV-pilot med minst 3 års erfaring som ROV-pilot og ekstra kurs
Tender	-	Anbud
WROV	-	Arbeids ROV (Working Remote Operating Vehicle)

Forord

Denne utredningen er avslutningen og den siste delen av en femåring masterutdanning i økonomi og administrasjon, ved Handelshøyskolen i Stavanger, med fordypning i anvendt finans

Interessen for verdsettelse var avgjørende for valg av tema. Emnet gir samtidig en fin oppsummering av utdannelsen, med mulighet til å kombinere flere fag for å oppnå en realistisk verdsettelse.

Avgjørende faktorer for valg av selskap for verdivurderingen dagens negative trend i oljemarkedet, med store kutt innenfor bedriftene og hvor vanskelig det er for nye bedrifter å klare å etablere seg i dagens marked. Valget falt tilslutt på Reach Subsea ASA, et relativt nytt børsnotert allmennaksjeselskap.

Til slutt vil jeg rette en stor takk til min veileder, Marius Sikveland for all god hjelp underveis i prosessen.

Stavanger. 15. juni 2015

Jenny Kvilhaug Tuen

1.0 Introduksjon

Formålet med verdsettelsen av Reach Subsea ASA (Reach Subsea) er å finne verdien av selskapets egenkapital, per 31. desember 2014, og deretter utarbeide en handelsstrategi for selskapsaksjen. Bedriften er lokalisert i Haugesund, og har kun hatt operasjonell drift i 16 måneder. Selskapet kan vise til stor vekst gjennom 2013 og 2014 i takt med økt aktivitetsnivå. REACH-aksjen har vært omsatt på Oslo Børs siden desember 2012. Fra første notering og til 31. desember 2014 har aksjens verdi vært mellom 2.49kr og 7.00 kr. Fra sommeren 2014 og ut året falt aksjens verdi med 50%, som kan reflekteres av selskapets markedsforhold.

Oppgavens problemstilling er å analysere, prognostisere og finne markedsverdien før og etter 2014, sett i forhold til prisen på Reach Subsea-aksjen på Oslo Børs. Det fokuseres på aksjeprisens utvikling, for et relativt nytt selskap i et utfordrende marked.

1.1 Avgrensninger

Verdsettelsen bygger på offentlig tilgjengelig informasjon om Reach Subsea ASA. Informasjon hentes hovedsaklig fra Reach Subseas publiserte materialer som bedriftspresentasjoner, års- og kvartalsrapporter.

Analyseperioden settes til de to regnskapsårene 2013 og 2014. Dette grunnet selskapets sene etablering i desember 2012 og lite representative rapporter for selskapet i 2012 da disse ikke er for selskapet alene.

1.2 Struktur på oppgaven

I oppgavens kapittel 2 gis det en selskapsbeskrivelse. Dette for å introdusere og presentere Reach Subseas forutsetninger og kapasitet. Deretter gis en oversikt over komparative selskaper for Reach Subsea som vil benyttes i regnskapsanalysen.

I kapittel 3 presenteres markedet. Bransjeintroduksjonen gis for å belyse forholdene industriene stilles ovenfor og hvordan bransjen fungerer. Kapitlet gir en oversikt over markedsdriverne med sterkest påvirkning for etterspørselen.

Kapittel 4 inneholder en introduksjon av de mest brukte verdsettelsesmetodene. Videre i kapitlet redegjøres det for valg av verdsettelsesmetoder.

I kapittel 5 utføres en strategisk analyse. Analysen undersøker interne og eksterne faktorer som kan ha påvirkning på regnskapsverdiene i fremtiden.

Kapittel 6 gir et tilbakeblikk og en refleksjon av Reach Subseas historiske regnskapstall. Hensikten med dette kapitlet er å identifisere verdidriverne i selskapet. Avslutningsvis vil kapitlet se på sentrale nøkkeltall som videre legger grunnlaget for en syntetisk rating.

I kapittel 7 utarbeides et fremtidsbudsjett basert på antagelser om framtid utviklingen til ulike budsjett drivere. Det presenteres en fremtidig kontantstrøm for Reach Subsea som bygger på antagelsene i kapittel 3, kapittel 5 og kapittel 6. Til slutt i kapitlet estimeres en vekstrate for årene etter budsjettperioden.

Kapittel 8 ser på avkastningskravet til investorene. Det gjennomføres kalkulasjoner for egenkapital- og gjeldskostnaden, som sammen med skatt og kapitalstruktur danner kapitalkostnaden.

I kapittel 9 verdsettes Reach Subsea ved en fundamental verdsettelse og resulterer i en estimert aksjepris. Det bygges videre på den fremtidige kontantstrømmen presentert i kapittel 7. Kapitlet avslutter med sensitivitetsanalyser med utgangspunkt i den estimerte aksjeprisen, for å avdekke dens følsomhet i forhold til endringer i viktige verdidrivere.

Kapittel 10 inneholder en komparativ verdsettelse av Reach Subsea. Verdsettelsen tar utgangspunkt i de tre multiplikatorene; P/I, P/BV og EV/EBITDA. Hver for seg gir disse metodene egne aksjepriser for Reach Subsea. Gjennomsnittet av disse tre aksjeprisene danner den endelige estimerte aksjeprisen ved komparativ verdsettelse.

Oppgaven avsluttes med en oppsummering og handelsstrategi i kapittel 11. De estimerte aksjeprisene fra de to verdsettelsesmetodene repeteres og sammenlignes. Til slutt angis det en handelsstrategi for Reach Subsea-aksjen.

2.0 Bedriftspresentasjon

Dette kapittelet inneholder en introduksjon av subsea-selskapet Reach Subsea ASA. Denne fremvisningen vil ha fokus på historie, filosofi, aktiviteter og aksjonærer. Deretter presenteres Reach Subsea sine konkurrenter, som sammen vil utgjøre et bransjegjennomsnitt. Videre vil dette snittet benyttes som sammenligningsgrunnlag i regnskapsanalysen.

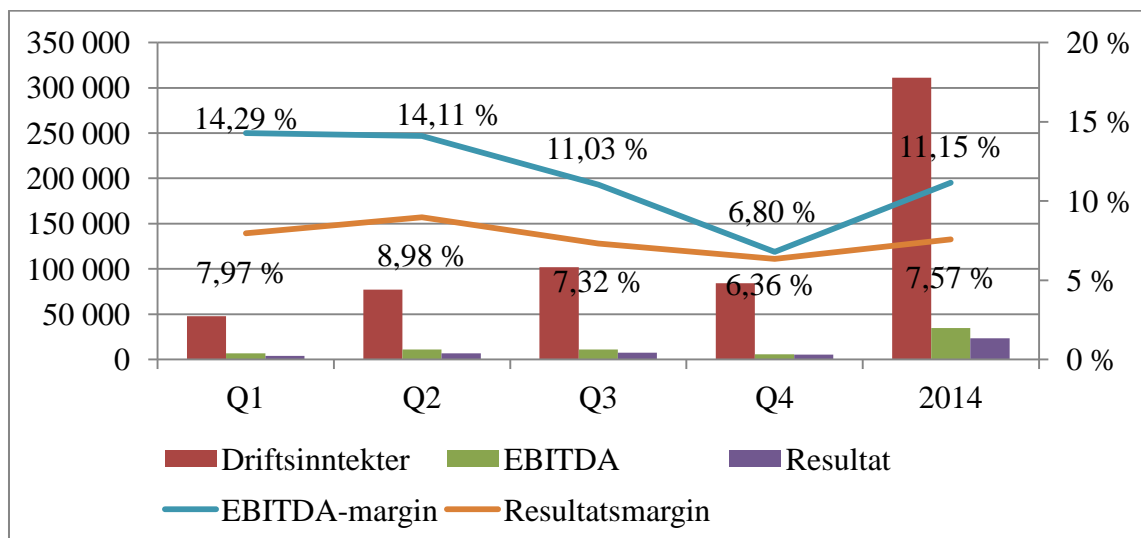
2.1 Reach Subsea ASA

Det børsnoterte selskapet Reach Subsea ASA (Reach Subsea) er et norsk registrert selskap med hovedkontor i Haugesund. Selskapets kjernevirksomheten er å tilby subseatjenester til offshore næringen. Dette gjøres ved hjelp av førsteklasses ROVer (Remote Operate Vehicles) bemannet av høyt kvalifisert Reach Subsea offshore personell, med god støtte fra egne ingeniørressurser onshore. Bedriften består av 51 ansatte, fordelt med 22 onshore og 29 offshore (Reach Subsea, 2015a).

Allerede er Reach Subsea godt kjente i bransjen og respektert for sin topp "engineering" og "state of the art" fjernstyrte undervannsfartøyer, ROV. Reach Subsea har utført subseatjenester for store, kjente internasjonale selskaper som Statoil, Total og Exxon Mobil (Reach Subsea, 2014c, 2014d).

Selskapet har i 2014 hatt et positivt resultat og tilfredsstillende økonomisk posisjon. I et urolig marked med negativ trend, går Reach Subsea med overskudd.

Figur 1 Reach Subseas finansielle posisjon i 2014



Kilde: (Reach Subsea, 2015g)

Egenkapitalavkastning (ROE) er kalkulert til 15.28% og driftsmargin på 6.67%.

Egenkapitalen har hatt et stabilt nivå på 58% av totalkapitalen (Reach Subsea, 2014c, 2014d, 2014e, 2015e). Utgående kontraktslogg er på ca 500 millioner kr (Reach Subsea, 2015a).

2.1.1 Historie

September 2012 ble Reach Subsea ASA (Reach Subsea) etablert etter en fusjon mellom Reach Subsea AS (75%) og Transit Invest ASA(25%)¹. Målet var å etablere en større, ledende og mer slagkraftig aktør av subseatjenester (Reach Subsea, 2013a). Desember samme år ble selskapet notert på Oslo Børs under tickeren REACH (Reach Subsea, 2013a).

Året 2013 hadde fokus på oppbygning av den nye bedriften, etablering av rutiner og forberedelser, videre vekst, kapitalforhøyelse, høy anbudsaktivitet, salg og relasjonsbygging. Selskapet fikk levering av sine første ROVer og første operasjoner ble satt i gang i juli 2013 (Reach Subsea, 2013b, 2014b). Reach Subsea hadde ved årsskifte en ordrebok på 400 millioner kr, hvor 120 millioner kr var relatert arbeid i 2014 (Reach Subsea, 2014a). Reach Subseas egenkapital (128.9 millioner) var 61% av den totale balansen og konsernets likviditet for året var tilfredsstillende. (Reach Subsea, 2014b).

3. mai 2013 ble det gjennomført en vellykket emisjon, med totalt emisjonsbeløp på 101,6 millioner kr. Ny økt aksjekapital var 75,6 millioner kr. I samme kvartal ble det også inngått en JV-avtale med det svenske surveyselskapet Marin Mætteknik Sweden AB (MMT). Avtalen dreier seg om samarbeid av offshore survey og ROV-tjenester. Ved å kombinere kompetansene i de to selskapene var hensikten med JV å utvikle en ny innovativ høyhastighets Survey ROV, "Surveyor Interceptor" (Surveyor) (Reach Subsea, 2013c, 2015d).

Året 2014 var første hele år med offshore operasjoner. Fokus stod på å videreutvikle og øke ordreservene, ved å legge inn tilbud hos eksisterende og potensielle kunder med mål om å vinne nye kontrakter. WROV-systemene har holdt god utnyttelsesgrad og likviditeten har vært tilfredsstillende, selv om tredje og fjerde kvartal merkes av lavere aktivitet.

¹ Tidligere Green Reefers LTD

2.1.2 Verdi, visjon og strategi

Strategi:

Reach Subsea har som hovedmål å være en ettertraktet fullservice tilbyder innen subsea sektoren. Selskapet ønsker å tilby de mest innovative og teknologisk moderne tjenestene for å bli en ledende tjenesteaktør innenfor offshoreservicenæringen. Deretter skal videre vekst prioriteres innenfor områdene eiendelsportefølje, antall ansatte og flåtestørrelse, ved å påta seg prosjekter med moderat risiko for å sikre videre inntekter og lønnsomhet (Reach Subsea, 2015a).

Reach Subseas visjon og ledetråd:

*"Å være en foretrukket operatør blant de som ser etter markedets beste undervannspartner, og som alltid vil utføre arbeidet over forventningene"*²

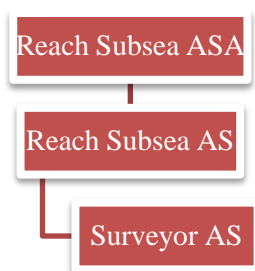
Av Reach Subseas vedtekter §1, fremkommer det at hovedformålet med selskapet er "å yte ingeniør-, konstruksjons- og servicetjenester for offshoreenergiindustrien, skipsfart og annen transportvirksomhet gjennom eierskap og/eller drift, deltakelse i slik virksomhet gjennom andre selskaper, samt tilhørende virksomhet"³.

2.1.3 Selskapsstruktur

Reach Subsea ASA (Reach Subsea) er moderselskapet i Reach Subsea konsernet. Reach Subsea ASA eies av aksjonærene Reach Subsea AS (75%) og Transit Invest (25%). Reach Subsea eier 100% av aksjene i Reach Subsea AS, mens Reach Subsea AS eier 50% av aksjene i Surveyor AS⁴. Reach Subsea fungerer som et holdingselskap for konsernet.

Hovedaktiviteten gjennomføres i Reach Subsea AS.

Figur 2: Reach Subsea konsernstruktur per 31.12.14



Kilde: (Reach Subsea, 2015a)

² (Reach Subsea, 2014a, s. 5)

³ (Reach Subsea, 2014a, s. 16)

⁴ Resterende 50% eies av MMT Sweden

Datterselskapets kjernevirksomheter er i sin helhet den samme som moderselskapet og derfor vil en oversikt over dette selskapet og dens aktiviteter være overflødig. Denne verdivurderingen tar utgangspunkt i Reach Subsea ASA og dets konsern. Konsernregnskapet for Reach Subsea inkluderer også regnskapet til Reach Subsea AS (Reach Subsea, 2015a)

2.1.4 Virksomhetsområde

Reach Subsea har fem virksomhetsområder; IMR (Inspection, Repair og Maintenance), konstruksjonsstøtte og installasjoner, undersøkelser (survey) og rørledningsinspeksjon, dekommisjonering og fornybar energi.

I *konstruksjons- og installasjonssegmentet* utfører Reach Subsea operasjoner i komplekse prosjekter med høy risiko og brede marginer. Dette segmentet er voksende og har få aktører, selv om etableringshindrene er høye. Reach Subsea fokuserer på enkelte EPIC kontrakter (prosjektering, innkjøp, installasjon og konstruksjon), i stedet for rammekontrakter.

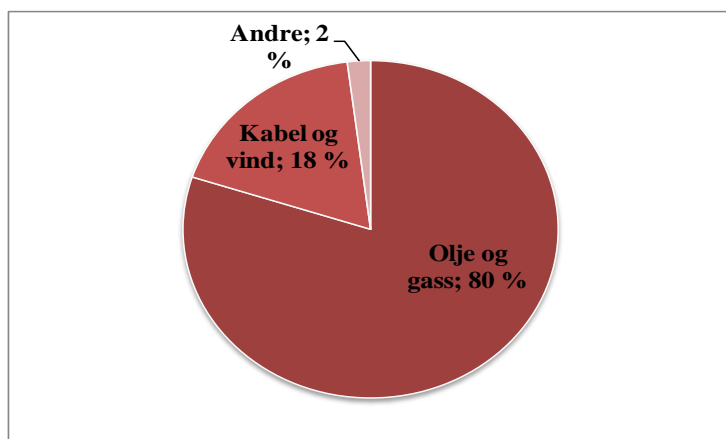
IMR markedet er svært sentralt og viktig for Reach Subsea. Reach Subsea leverer tjenester som inspeksjon av subsea infrastruktur, vedlikehold og reparasjoner av undervannseiendeler, modulhåndtering, lett konstruksjon og brønnstimulering. Reach Subseas kontrakter innenfor dette segmentet er langsiktige rammeavtaler.

I segmentet for *undersøkelse (survey) og rørledningsinspeksjon* har Reach Subsea stor nøyaktighet og detaljert databehandling. Arbeidsoppgavene omhandler ofte rør inspeksjon og kartlegging av havbunnen ved hjelp av 3D utstyr. Reach Subsea vil også kunne tilby sin nye Surveyor ROven i dette segmentet.

Dekommisjoneringssegmentet er et voksende og umodent marked. Kompetansekravet og eiendelene ligner på det som finnes i IMR og konstruksjonssegmentet. Det forventes økende etterspørsel da det ventes fallende aktivitet i IMR og konstruksjonssegmentet. Kontraktene er prosjekter med lengre tidsperspektiv (Reach Subsea, 2014a).

Et nytt satsningssegment for Reach Subsea er *fornybar energi*. Siden 2010 har dette markedet vokst betraktelig og har blitt et satsningsområde for mange selskaper. Nordsjøen er ganske dyp så for bunnfaste anlegg er ROVer en nødvendighet. Med tanke på utstyr og kompetanse, er dette segmentet tilsvarende konstruksjons- og installasjonssegmentet (Reach Subsea, 2015g).

Figur 3 Inntektsfordelingen for Reach Subsea i 2014



Kilde: (Reach Subsea, 2015g)

Figur 3 viser inntektsfordelingen Reach Subsea har hatt i 2014. Denne vil trolig endres da selskapets nye segment vil øke feltet for "kabel og vind".

2.1.5 Flåteliste

Per 31. desember 2014 har selskapet en ung utstyrspool bestående av fire WROV-systemer med to nye under produksjon. I tillegg eier selskapet også en "Surveyor Interceptor" ROV (sammen med MMT i JV) som er klar for kommersiell bruk fra første kvartal 2015. Bedriften har også investert i fem skipsfartøyer som selskapet opererer fra, der ene vil ha oppstart i 2015 (Reach Subsea, 2015a).

For en oversikt over flåten vises det til vedlegg 1.

Supporter ROV-system er kompakte og arbeidskraftige ROVer designet for å tåle kraftig og vanskelig undervannsarbeid. WROVene kan arbeide under vanskelige forhold helt ned til 2 000msv (3 000msv optional). Supporterne er spesial designet for operasjoner i nærheten og inne i undervannsstrukturer (Reach Subsea, 2015h). Supporter ROVene tilhører klasse 3B, med nyttelast over 200kg (Norsok Standard, 2012; Reach Subsea, 2015h).⁵



Bilde 1: "Supporter WROV"

⁵ Bilde 1 er lånt fra (Reach Subsea, 2012)

Bilde 2 "Surveyor Interceptor"



Den innovative ROVen "**Surveyor Interceptor**" har avanserte instrumenter, kraftige framdrift og spesialdesignet form gjør at arbeidet utføres 4-8 ganger raskere enn eksisterende arbeids WROVer (MMT, 2014). Surveyor kan også oppnå dobbel så stor fart som en standard WROV og kan mobiliseres ombord på mindre, mer kostnadseffektive støttefartøy (Reach Subsea, 2014f). Surveyor Interceptor er en "game changer" og setter nye

standarder i rørledning, inspeksjon, sjøbunntkartlegging og ruteundersøkelser ned til 2 000 meters dyp (Reach Subsea, 2015a). Surveyor Interceptor er først klar for kommersiell bruk i løpet av første kvartal 2015 (Reach Subsea, 2015e).¹

Skipet **Normand Reach** (CSV) er innleid på timecharter kontrakt (5 +3x1 års leieavtale) fra Solstad Offshore. Nybygget⁶ brukes i hovedsak til undervanns- og konstruksjonstjenester (Reach Subsea, 2015e). Skipet opererer under en to års kontrakt (pluss 2x1 års opsjoner) med DOF Subsea fra juni 2014 (Reach Subsea, 2014b). Normand Reach vil i 2015 ha to Supporter WROV mobilisert ombord (Reach Subsea, 2015g).⁷

Myklebusthaug skipet **Dina Star** (MPSV) er leid inn under en et års kontrakt (pluss et års opsjon) fra mars 2014 (Reach Subsea, 2014b). Reach bruker Dina Star for operasjoner som innebærer lett konstruksjonsarbeid (Reach Subsea, 2014c). I 2015 vil Dina Star ha en Supporter WROV mobilisert (Reach Subsea, 2015e).

Edda Fonn (IMR) er under kontrakt med Reach Subsea fra Østensjø rederi fra juni 2014 og de neste tre årene (pluss opsjoner) på en timecharter avtale. Edda Fonn skal hovedsaklig brukes til IMR, undersøkelser og lette konstruksjonstjenester (Reach Subsea, 2015c).

Så langt er det kun Edda Fonn som eksponeres mot spotmarkedet på selskapets egen risiko. I 2015 vil Edda Fonn ha en Supporter WROV og en Surveyor Interceptor ombord (Reach Subsea, 2015e).⁸



Bilde 3 "Edda Fonn"

Stril Explorer (survey) eies av Møkster og er utleid på time charter avtale til JV mellom Reach Subsea og MMT. Stril Explorer brukes hovedsaklig til survey arbeid, hvor Reach og

⁶ levert juni 2014

⁷ Bilde 3 er lånt fra (Reach Subsea, 2015f)

⁸ Bilde 4 er lånt fra (Reach Subsea, 2015c)

MMT deler på de ulike partene innenfor kontraktene (Reach Subsea, 2015e). Det vil være en WROV og en Surveyor mobilisert på Stril Explorer i 2015 (Reach Subsea, 2015g).

Viking Neptun (konstruksjon) leid inn fra Eidesvik Offshore for en tre års kontrakt (pluss et års opsjon) (Reach Subsea, 2014e). Etter leveringen i mars 2015 vil Viking Neptun gå rett ut i en Technip kontrakt for 180 dagers arbeid (pluss opsjoner) (Reach Subsea, 2014e). Det vil bli mobilisert to WROVer på Viking Neptun (Reach Subsea, 2015g).

2.1.6 Operasjonsområde (geografisk)

Per 2014 er det viktigste operasjonsområdet for Reach Subsea Nordsjøen (Reach Subsea, 2015a). Reach Subsea har utført operasjoner på både britisk, tysk og norsk sokkel i Nordsjøen (Reach Subsea, 2013b, 2015a). Med leveringen av Normand Reach i andre kvartal av 2014 har Reach Subsea disposisjonsrett på et av de fremste skipene for subsea aktivitet i Nordsjøen (Reach Subsea, 2013f). Selskapet har derimot planer om å ekspandere selskapet utviklingsaktiviteter til andre regioner og markeder enn Nordsjøen (Reach Subsea, 2015a).

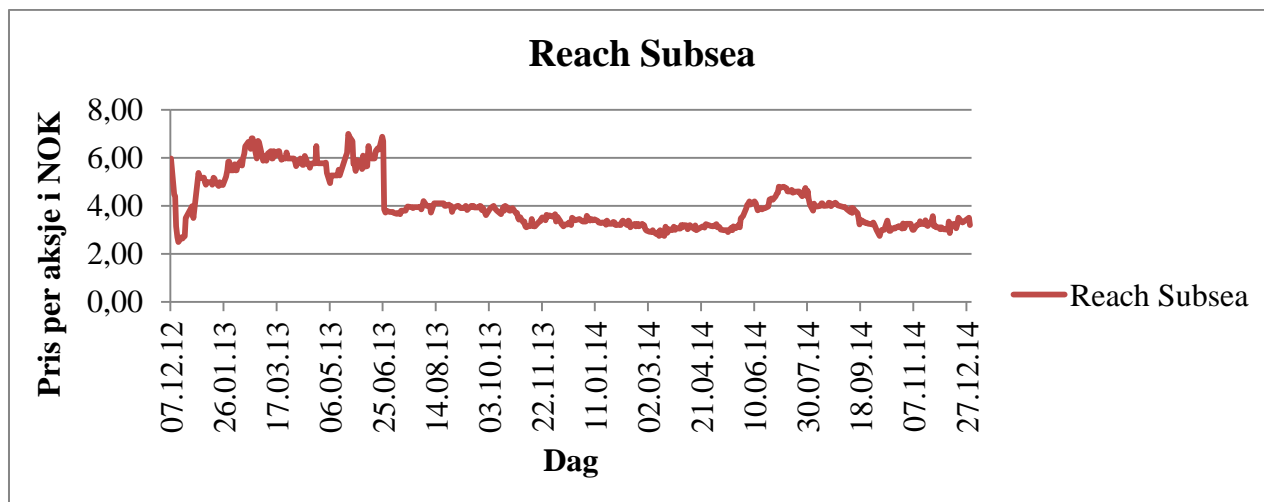
2.1.7 Reach Subsea aksjen

Reach Subsea er notert på Oslo Børs under tickeren REACH, der første børsnotering fant sted 7. desember 2012. Det er utstedt 77 204 138 aksjer per utgangen av 2014, hvor hver aksjer har en nominell verdi på NOK 1,-. Aksjene er fritt omsettelige og aksjonærene er i hovedsak norske. Største aksjonær er Accello Parters I AS, mens ledelsen og ansatte som gruppe utgjør nest største aksjonær (Reach Subsea, 2015a). For en fullstendig oversikt over selskapets største aksjonærer vises det til vedlegg 2.

Aksjene tilhører samme aksjeklasse, hvor alle aksjene har like rettigheter. Reach Subsea ønsker å trekke til seg både norske og utenlandske investorer for å fremme høy likviditet i aksjen. Bedriften ønsker å gi sine aksjonærer en avkastning som er minst like god som sammenlignbare investeringsmuligheter med tilsvarende risiko. Avkastningen skjer gjennom utbytte og økning i aksjekursen (Reach Subsea, 2015a). Dersom styret innvilger å øke kapitalen, skal eksisterende aksjonærer ha fortrinnsrett til å kjøpe aksjene, jf asal §10-4 (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2014).

I juni 2013 påtok aksjonærer med eierandel på 74.1% av aksjene seg en lock-up. Denne gjør det ikke mulig for aksjonærene å selge, pants sette eller på annen måte avhende aksjene uten samtykke fra selskapet. Lock-up perioden er to år for ca 50.9% av aksjene (Reach Subsea, 2014a).

Figur 4: Reach Subseas aksjekurs historiske aksjekurs



Kilde: (Oslo Børs, 2015f)

Grafen over viser at Reach Subsea hadde sin høyeste aksjekurs 23. mai 2013, med en aksjepris på 7.00kr. Videre har aksjeprisen hatt en negativ trend siden prisfallet juni 2013, der aksjen falt 43%. Av grafen kan man se at det var en liten topp i aksjekursen før nedgangen i oljeprisen sommeren 2014. Aksjeprisen endret seg i løpet av perioden fra 3.49 per 31. desember 2012 til 3.20 per 31. desember 2014 (3.35 per 31.12.13) (Oslo Børs, 2015f). I 2014 økte antall aksjer som følge av at en gruppe ansatte utnyttet seg av et opsjonsprogram Reach Subsea tilbyr personalet (Reach Subsea, 2015a).

Utbytte

Reach Subsea har ikke planlagt å utbetale noe utbytte på kort sikt. Dette på grunn av at etableringen fant sted for kort tid siden og fremtidige mål om videre vekst. For regnskapsåret 2014 foreslo styret å ikke utbetale utbytte (ikke utbetalt utbytte for 2013), men heller investere i nye anleggsmidler, samt å øke arbeidskapitalen i 2015 (Reach Subsea, 2015a).

2.2 Konkurrenter

Norge er en av de verdensledende nasjonene innenfor produksjon og handel av energisektoren (Braarud, 2015). Energisektoren har mange tilhørende bedrifter, men de aktuelle er kun de direkte konkurrentene som tilbyr samme tjenester som Reach Subsea. Det betyr bedrifter som inneholder både serviceskip og ROV-tjenester til olje- og gassnæringen.

I Reach Subsea sin årsrapport for 2013 er det oppgitt selskaper som de selv anser som sine største konkurrenter. De ideelle sammenlignbare selskapene har lignende driftsstrukturer og finansiell karakteristikk, med tilsvarende utsikter for vekst (Titman & Martin, 2014). Siden denne verdivurderingen bygger på offentlig tilgjengelig informasjon, må det analyseres konkurrenter som nødvendigvis ikke er de beste komparative selskapene eller best representerte for næringen, men som har data tilgjengelig.

Det legges vekt på forskjeller i flåte, strategi og finansiell situasjon.

Tabell 1: Oversikt over sammenlignbare selskaper:

Konkurrent	REACH	SUBC	DOF	EIOF	DESSC	FAR	SOFF
ROV	7	175	64	0	0	0	0
Skip	0	44	78	21	40	62	47
Driftsinntekter	311 151	51 039 376	10 196 000	984 749	654 532	4 368 938	3 880 173
Driftskostnader	290 130	52 924 963	7 747 000	492 576	586 181	2 742 490	2 628 622
Egenkapital/Gjeld	1,42	1,82	0,27	0,62	1,24	0,52	0,40
EBITDA	34 695	10 689 450	3 495 000	492 173	621 954	1 641 463	1 717 000
EPS	0,31	-7,58	0,73	-5,77	-0,04	-0,21	3,94

*Tall i tusen NOK^{9 10}

Kilde: (Deep Sea Supply, 2015; DOF, 2015a; Eidesvik Offshore, 2015; Farstad Shipping, 2015; Reach Subsea, 2015a; Solstad Offshore, 2015; Subsea 7, 2015)

I tabell 1 ser dere en oversikt over mulige sammenlignbare selskaper for Reach Subsea. Av disse velges de to selskapene: Subsea 7 og DOF som komparative selskaper videre i analysen. Bakgrunnen for valget er i hovedsak eierskap over ROVer, da disse selskapene vil presentere leverandørmarkedet best av de øvrige. Ved å benytte komparative selskaper fra samme bransje (basert på samme regnskapskonvensjoner) gjør at sammenligningen kan skje direkte. Både Reach Subsea og de to sammenlignbare selskapene har regnskaper basert på IFRS-standard (DOF, 2015a; Reach Subsea, 2015a; Subsea 7, 2015). Virksomheter innen samme

⁹ Valutakurs per 31.12.14 - 1NOK = \$0.1346 (DNB, 2014a)

¹⁰ Videre oppgis alle tall i 1 000NOK. Dette gjelder ikke for resultat per aksje og antall aksjer.

bransje har også mange av de samme risikotruslene og påvirkning av samme faktorer (Titman & Martin, 2014).

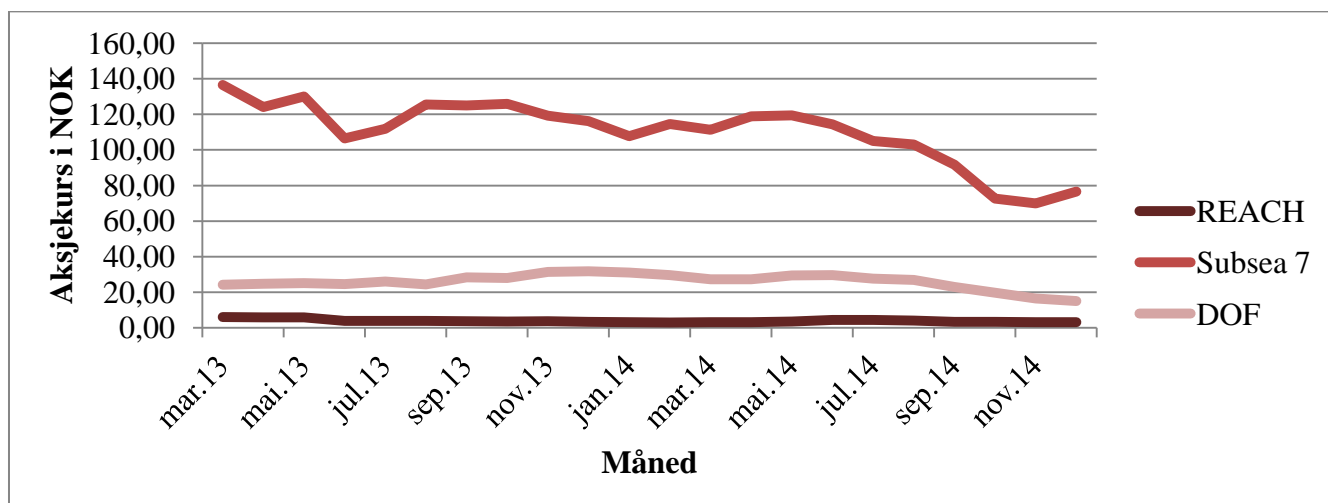
Subsea 7 SA (SUBC)

Subsea 7 ble etablert i 2011 som et resultat av en fusjon mellom de tidligere undervannsentreprenørene Acergy SA og Subsea 7 Inc. Subsea 7 har vært notert på Oslo Børs siden august 2005. Bedriftens kjerneformålet er å være en strategisk ledende partner i prosjektering fra havbunn til overflaten, konstruksjon og tjenester. Selskapet er lokalisert verden over, med kontorer i 26 forskjellige land og har globalt 13 000 ansatte. I 2014 oppnådde Subsea 7 rekordhøy omsetning på 51.3 milliarder, en økning på 9% i forhold til 2013. Operasjonsområdene som gav høyeste inntekter var Nordsjøen og Canada, som stod for 37% av selskapets totale inntektene. Selv med rekordhøye inntekter klarte selskapet allikevel ikke å oppnå et positivt resultat per aksje (-7.58kr per aksje). Per 31. desember 2014 har Subsea 7 er flåte bestående av 175 ROVER og 44 skip. Selskapet hadde en kontraktslogg på 61 210 millioner kr (Subsea 7, 2014, 2015).

DOF ASA (DOF)

Selskapet ble etablert i 1981 og er moderselskapet i det internasjonale konsernet DOF ASA. Bedriften har hovedkontor i Austevoll, Norge og er registrert på Oslo Børs, med første notering fant sted høsten 2000. DOF tilbyr en moderne flåte med aktivitet innenfor plattform forsyning, ankerhåndtering og undervannstjenester over hele verden (DOF, 2015b). Også DOF hadde god økning (8.3%) i driftsinntekter sammenlignet med 2013. Økningen skyldes i hovedsak økning i subsea relaterte prosjekter. Den største delen av selskapets driftsinntekter kommer fra arbeid relatert til operasjoner på norsk sokkel. I motsetning til Subsea 7 har DOF klart å snu en negativ EPS i 2013 til en positiv EPS i 2014 på 0.73kr. Global sysselsetter DOF 4 913 personer. Selskapets flåte består av 78 skip og 64 ROVER, som alle er under langsiktige faste kontrakter. DOF kan referere til en kontraktslogg på 65.6 milliarder kr (DOF, 2014a, 2015a).

Figur 5: Historiske aksjepriser for konkurrentene, månedlig avkastning



Kilde: (Oslo Børs, 2015a, 2015f, 2015h)

Som figuren over kan man se en at Reach Subsea holder en mer stabil aksjekurs enn hva konkurrentene har klart. Alle de tre selskapene har hatt nedgang i aksjeprisene. Reach Subseas aksjepris har gått ned med 8.3%, Subsea 7 har gått ned med 42.05%, mens DOF har gått ned 44.63%. Reach Subsea har også hatt svingninger i sine aksjekurser, men har per utgangen av 2014 (pris på 3.20) nesten samme aksjepris som ved 01. januar 2013 (pris på 3.49) (Oslo Børs, 2015a, 2015f, 2015h).

3.0 Presentasjon av bransjen

I kapittel 3 vil den norske subsea og offshore supply industrien presenteres. Viktige påvirkningsfaktorer på bransjen vil kartlegges og utdypes. Det vil også gis en analyse over situasjonen i den norske økonomien.

Kotler definerer en bransje som "*en gruppe foretak som tilbyr et produkt eller en gruppe produkter som er nære substitutter for hverandre*" (Kotler, 2005, s.199). Faktorer som påvirker klassifiseringen av bransjer er antallet tilbydere, nivå av produkt differensiering, kostnadsstruktur, grad av etablerings-, avviklings og mobilitetshindre, grad av globalisering og vertikal integrasjon (Kotler, 2005).

I følge Oslo Børs tilhører Reach Subsea energisektoren (sektorkode 10101020) (Oslo Børs, 2015e). Sektoren består av selskaper som deltar i "*leting, produksjon, markedsføring, raffinering, og/eller transport av olje- og gassprodukter, kull og andre typer drivstoff og selskaper hvor virksomheten er dominert av en av følgende aktiviteter: bygging eller leveranse av oljerigger, boreutstyr og andre energirelaterte tjenester og utstyr*" (Oslo Børs, 2015b).

Børsnoterte selskaper på Oslo Børs innen energisektoren tilhører "*OSLO Energy Index*" (OSLENX). Denne indeksen har en betydelig andel av internasjonale selskaper og utgjør omtrent 50% av markedet på Oslo Børs. Som verdens tredje største gasseksportør og femte største oljeeksportør er Norge i verdenstoppen når det gjelder produksjon og handel av energi. Internasjonale energi, sjømat og shipping selskaper noterer seg på Oslo Børs for å hente kapital, sikre omsetning for aksjene og å få avansert og verdensledende analytikerdekning. På Oslo Børs kan investorer få tilgang til norske og internasjonale kvalitetsselskaper (Braarud, 2015).

Reach Subsea leverer undervannstjenester til olje- og gassindustrien, denne bransjen kalles gjerne også offshore support service- eller leverandørmarkedet. I denne bransjen leverer bedriftene produkter eller tjenester til oppstrøms olje- og gassindustri. Leverandørmarkedet er den nest største næringen i Norge, kun slått av markedet for salg av olje og gass. De siste ti årene har leverandørindustrien hatt en eventyrlig vekst (Norsk Industri, 2015). I 2013 omsatte den norske leverandørindustrien for 524 milliarder kroner, hvor 40% av inntektene kom fra utlandet. I 2014 ble det investert rekordhøye 218.8 milliarder kroner i subseanæringen (Aarø & Nissen-Meyer, 2014). Offshoreservice- og subsea bedrifter har utviklet seg i takt med over 40 års petroleumsvirksomhet i Norge.

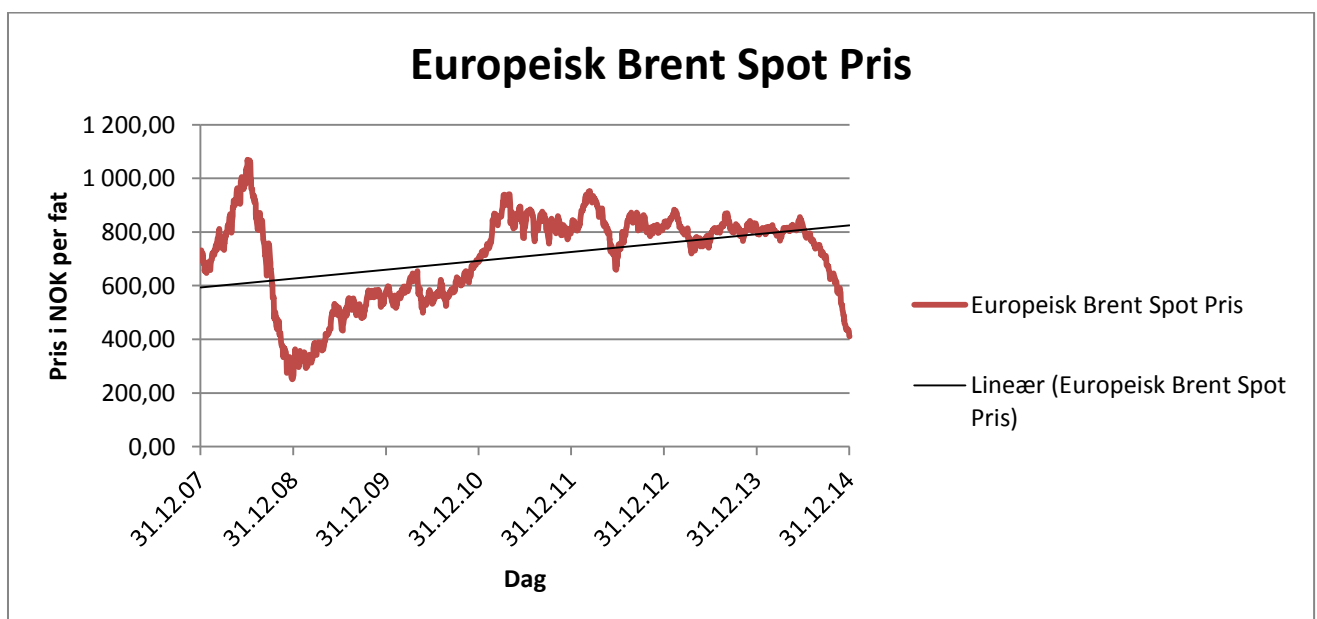
3.1 Etterspørselen etter ROV

Olje- og gassnæringen er og blir en bærebjelke for den norske økonomien (Regjeringen.no, 2013). Subsea selskapene er svært avhengige av at markedet har behov for deres tjenester, da etterspørselen korrelerer med bedriftenes driftsinntekter. Det finnes atskillige faktorer som har sterk innflytelseskraft på etterspørselen, der de viktigste drivkreftene er (Reach Subsea, 2015a):

- oljeprisutvikling
- svingninger i produksjonsnivåer
- resultater av leteaktivitet
- aktivitet i oljebransjen

Da halvparten av selskapene på Oslo Børs tilhører energisektoren, vil naturligvis det norske aksjemarkedet merke stor endring i etterspørselen ved store svingninger i oljeprisen (Hegnar.no, 2014). Oljeprisen¹¹ påvirker petroleumsvirksomhetene ved at bransjeaktiviteten justeres etter svingninger i prisen. Oljeprisen er en faktor for systematisk risiko som alle virksomheter utsettes for i større eller mindre grad, og er derfor ikke mulig å diversifisere bort usikkerheten (Norsk Petroleum, 2015a).

Figur 6 Historisk utvikling i NOK per fat Brent olje (daglig observert)



Kilde:(EIA, 2015b)

¹¹ Oljeprisene gjelder for europeisk Brent olje

Markedet i Nordsjøen har vært merkbart svakere i 2014 sammenlignet med 2013. Oljeprisen falt med hele 43,84% siste halvdel av 2014 (YCharts, 2015), og aktiviteten i petroleumsnæringen ser ut til å bli lavere enn tidligere. Oljeprisen er desember 2014 på 593kr per fat (EIA, 2015a), nesten 35% lavere enn første halvår 2014. I tillegg har Oslo Børs sin OSLENX energiindeks falt med en 33% for samme periode (Pareto, 2015). Oljeprisen har gått fra å være i backwardation til å bli i contango (The Norwegian Ministry of Petroleum and Energy, 2015). Forventet produksjonsvekst de neste seks månedene er estimert til en -2.7% nedgang for leverandørindustrien (Norges Bank, 2014).

Spotmarkedet har tidligere år vært preget av sesongvariasjoner, selv om markedet utviklet seg svakt mot slutten av 2014. I 2015 forventes det et mer normalisert år, der andre og tredje kvartal er høydepunktene (DOF, 2015a; Reach Subsea, 2015a). Periodekontraktene ratenivå er under stort press og få faste kontrakter har blitt delt ut siden 3. kvartal 2014 (DOF, 2015a). Dette resulterer i, på kort sikt, et svakere marked med redusert etterspørsel for subsea bedriftene (Aarø, 2014). Det antas dog at denne vesentlige aktivitets nedgangen ikke vil være bærekraftig over lengre tid, men et offshore subsea marked som ekspanderer på lang sikt for å møte den økte globale etterspørselen etter energi (Eidesvik Offshore, 2015; Subsea 7, 2015).

Siden sommeren 2014 har investeringsprognosene blitt kraftig nedjustert som en konsekvens av den lave oljeprisen og et høyt kostnadsnivå. En kombinasjon av disse to faktorene gav selskapene/prosjektene negativ kontantstrøm med tilhørende kapitalbegrensninger, både globalt og nasjonalt. Prisen per fat olje er den viktigste faktoren for hvor mye penger som går til investeringer. Det foreligger et klart behov for å redusere kostnadene, økte effektiviseringen, standardiseringen og industrialiseringen i bransjen for å gi konkurransekraften et løft. De store gevinstene ligger i å forbedre grensesnittene mellom samtlige aktører, leverandørindustrien og det enkelte selskap innenfor de ulike segmentene. Leverandørindustrien kan bidra med egne erfaringer rundt konsepter, teknologi og løsninger for å redusere kostnadene (Norsk Industri, 2015).

Utfordrende markedsforhold har resultert i utsettelse av prosjekter og lavere aktivitet for leverandørselskapene. Det kraftige oljeprisfallet intensiverer oljeselskapenes økte fokus på kostnadsreduksjoner og kapitalrasjonalisering. Dermed blir også nedbemanningen nødvendige. Reduserte investeringer blant oljeselskapene medfører lavere leteaktivitet og planlagte prosjekter blir utsatt. Petroleumsbedriftene har blitt mer forsiktige og beslutningsprosesser i forbindelse med kontraktstildeling og fornyelser tar lengre tid (DOF,

2015a; Norsk Industri, 2015). Lavere investeringer gir redusert etterspørsel etter subseatejenester (Hegnar.no, 2014). Leverandørselskapene, sammen med sysselsatte i petroleumsbedrifter, merker den største virkningen av fallet i petroleumsinvesteringer. Fortsatt etter 2015 er det stor usikkerhet om oljeprisen for årene fremover (Norsk Industri, 2015).

Det finnes flere årsaker til oljeprisens fall, men hovedårsaken må settes til lavere global oljeetterspørsel (fra eksempelvis Europa og Kina) og økt tilbud av olje fra OPEC og land utenfor OPEC. Deriblant gav høyere oljeproduksjon i USA en sterkere tilbudsvekst enn markedet hadde lagt til grunn (Norges Bank, 2014; Pareto, 2015). For å belyse tilbudet og etterspørselen i markedet var etterspørselsveksten etter olje 0.9% for fjerde kvartal 2014, mens tilbudet i samme periode var 2.9% (Pareto, 2015). Et sunt prisnivå i balanse for tilbud og etterspørsel er for Brent olje mellom 547.45kr til 608.27kr per fat (Infield Systems Limited, 2014). Oljeprisen vil derimot reduseres om det produseres for mye råolje som igjen vil ha negativ påvirkning på etterspørselen på ROV. En viss fare for overkapasitet innen ROV kan finne sted om oljeprisen synker (Hegnar.no, 2014).

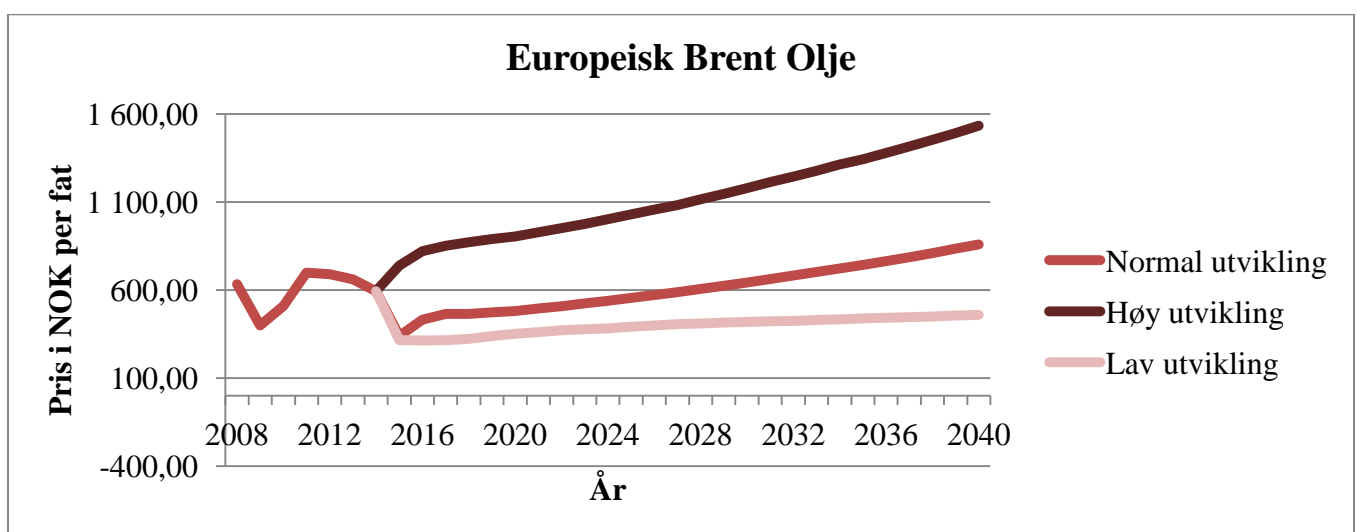
Den norske leverandørindustrien preges sterkt av det lave investeringsnivået på norsk sokkel. Segmentene vedlikehold, modifikasjoner, boring og leting er aktiviteter som det raskest settes en stopper for, reduseres eller fremskyves. Det er også disse som spesielt har merket lavere aktivitet siste halvdel av 2014. Selv om nye prosjekter stoppes må allikevel eksisterende felt vedlikeholdes, forsynes, modifiseres og driftes. Det er dette markedet som i utgangspunktet er grunnsteinen for mye av aktiviteten i den norske leverandørklyngen, spesielt på Vestlandet. De utsatte subsea prosjektene vil sannsynligvis komme til utførelse senere. Derfor forventes det en opptur for markedet over tid (Eidesvik Offshore, 2015; Norsk Industri, 2015).

Markedsendringene og skepsisen gjør at leverandørindustrien dreies mot andre markeder. Eksisterende teknologi og kunnskap fra petroleumsbransjen benyttes i nye fremvoksende markeder. Siden 2010 har markedet for fornybar energi vokst betraktelig. Offshore vindkraftverk er det mest modne markedet, der det satses på maritim fornybar energiproduksjon og havvind. Disse segmentene trenger aktører innen kabler, styringssystemer, fartøyer og maritimt design. Markedet for tidevann og havstrøms energiproduksjon er fremvoksende og innehar stort potensial for leverandørbransjen (Norsk Industri, 2015; Reach Subsea, 2015g).

I 2015 forventes det en redusert omsetning på 5% for leverandørindustrien. På norsk sokkel vil petroleumsfeltet *Johan Svedrup* redusere reaksjonen av lavere olje- og gass investeringer frem til 2018. Analytikere mener at prosjekter for 1 000 milliarder dollar kan stå i fare om oljeprisen blir liggende rundt 520kr fatet (Norsk Industri, 2015). Petroleumsinvesteringene var i 2014 på 220 milliarder kroner, mens det antas at nivået blir redusert mellom 12.8% og 15% i 2015. Globalt regner man med en tilsvarende nedgang i olje- og gass felt. I 2016 anslår Statistisk Sentralbyrå (SSB) en nedgang i oljeinvesteringen på 7.2%. Før den kraftige nedgangen var anslaget for 2016 en økning på 6.8% og et fall på 18.% for 2017 (Lorentzen & Aarø, 2014; Norsk Industri, 2015).

Verden trenger stadig mer energi og det forventes en videre etterspørsel de kommende årene (spesielt fra Kina og India). Globalt vil etterspørselen etter energi øke med en tredjedel fra 2011 til 2035. For alle typer energi vil merke økt etterspørsel, der eksempelvis Brent olje fra Nordsjøen vil vokse med 30% fra 2013 til 2040 (EIA, 2015a). Den økende etterspørselen tvinger oljeselskapene til å fortsette letingen og produksjonen (PGS, 2015). Økt energiforbruk har vært en del av de viktigste driverne til prisutviklingen de siste ti årene. I Norge produseres det daglig rett i underkant av 1.9 millioner fat olje (Norsk Petroleum, 2015a). Olje og gass vil også ha en sentral posisjon i alle scenarioer for verdens energimiks i mange tiår fremover. Produksjon på norsk sokkel vil på bakgrunn av dette fortsatt være stabil og en langsiktig leverandør av olje og gass (Norsk Petroleum, 2015a; Regjeringen.no, 2014b). Det forventes en økende pris frem mot 2014, og at den vil ligge mellom 432kr til 554kr fatet frem mot 2025 (EIA, 2015a).

Figur 7: Akkumulert utvikling i oljepris ved tre ulike senarioer frem til 2040



Kilde: (EIA, 2015a)

Som grafen over illustrerer er oljeprisen i konstant i bevegelse. Dog forventes det en fremtidig økning helt frem til 2040 (EIA, 2015a). En økende oljepris og det faktum at 50% av olje og gass produksjonen i 2030 ikke bygget ut enda gjør at på lang sikt vil selskaper med sterk påvirkning av oljeprisen ha positive framtidsutsikter. Dermed vil også Reach Subsea kunne forvente seg en økt etterspørsel. Olje- og energiminister Tord Lien mener at den norske sokkelen har grunnlag for verdiskapning i mange tiår fremover. For at dette skal være mulig må næringslivet i Norge jobbe for å komme med effektive og konkurransedyktige løsninger på utfordringen. Det må også satses på eksisterende felt og funn i nærheten av eksisterende infrastrukturer må realiseres og umodne områder må utforskes (Regjeringen.no, 2014a).

3.2 Norsk økonomi

Petroleumssektoren har stor påvirkning på Norges økonomi. I 2013 sto petroleumssektoren for 22 prosent av Norges bruttonasjonalprodukt, omtrent 30 prosent av statens totale inntekter og ca 50% av norsk eksport. Svingninger i denne næringen har direkte og indirekte ringvirkninger nasjonalt, regionalt og lokalt (Olje- og energidepartementet, 2015).

Kronekursens utvikling har i alle år vært en av de viktigste rammebetingelsene for løpende inntekter og fortsatt satsing på norsk industri. Nedgangen i oljeprisene gjorde at valutamarkedet reagerte med stigning i konkurransekursindeksen på 9.5% og dermed svekket den norske krona (Aarø, 2014). Kronekursens er svært volatil for en liten nasjon som Norge. I 2013 var kronekursen på sitt sterkeste siden 1980-tallet, men allerede desember samme år var den merkbart svakere (Norsk Industri, 2015). En ytterligere markant svekkelse av kronekursen fant sted i september 2014, gjorde krona svært svak frem til årsskifte. Den fallende kronekursen kan ses i sammenheng med en fallende oljepris. Kronen var ved utgangen av 2014 var 7% svakere enn den var sommeren 2014, målt i den importveide kronekursen I-44¹² (Norges Bank, 2014).

Det forventes at styringsrentas utvikling avspeiler redusert oljepris og svekket kronekurs. En svekkelse av krona vil trolig bidra til å holde inflasjonsnivået oppe. Styringsrenta justeres mot inflasjonsmålet på 2.5% for å opprettholde en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. I desember 2014 ble styringsrenta redusert fra 1,5% til 1,25%. Den lave renta skyldes blant annet markedsutsiktene, risikobildet og lave renter globalt sett. I 2015 antas det at styringsrenta blir satt ned ytterligere og vil ligge rundt 1.25% mot slutten av 2016. Videre

¹² Importveid kursindeks (I-44) er en gjennomsnittskurs benyttet av Norske Bank

antas det at styringsrenten vil økes gjennom 2017 og i årene fremover (Norges Bank, 2014). Styringsrenta justeres for å motvirke faren for markert nedgang i norsk økonomi. Faren ved en lavere rente er dog at gjelden kan vokse raskere enn inntektene.

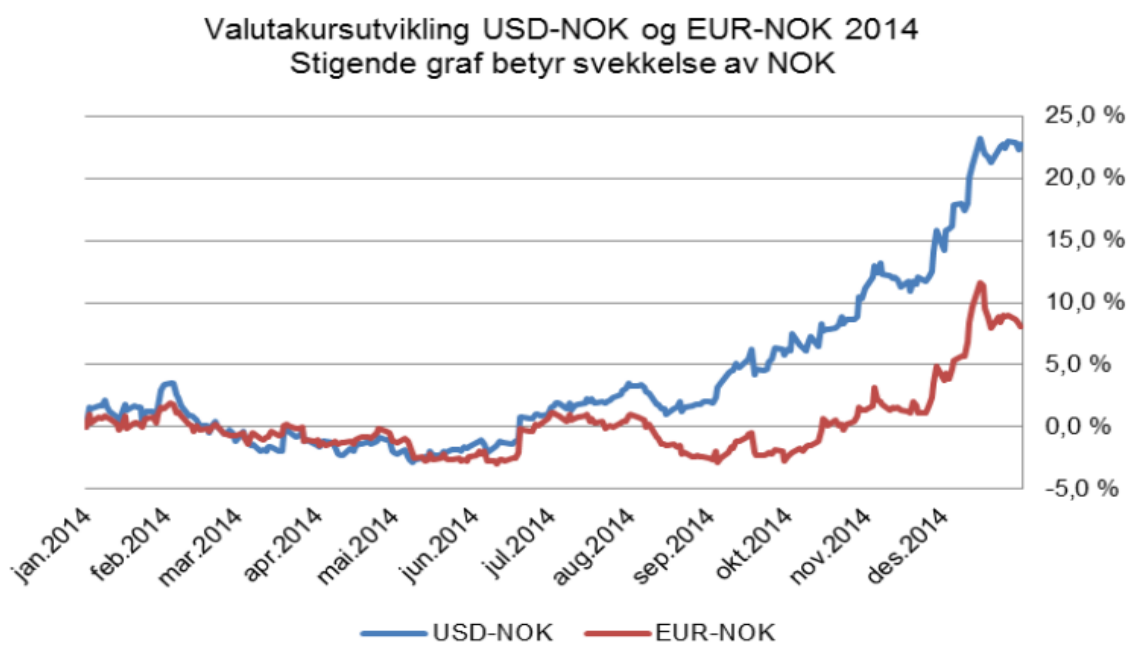
Med en lav oljepris, reduseres også utsiktene for den norske økonomien. En svekket kronekurs demper dog konsekvensen for norsk økonomi (Norges Bank, 2014).

Fastlandsøkonomien og arbeidsledigheten forventes en liten økning som et resultat av den lave oljeprisen. Fastlandsveksten spås å bli halvert i 2015 til 1.1%, og i 2016 og 2017 forventes henholdsvis en vekst på 2.2% og 2.4% (Pareto, 2015). Vekstraten i fastlandsøkonomien bestemmer velferdsutviklingen i Norge (Regjeringen.no, 2013). For verdiskapningen i den norske økonomien vil en lavere oljepris gjøre veksten betydelig svakere (Aarø & Nissen-Meyer, 2014). Verdensøkonomien vil ha en økende vekst fra 3% i 2015, til 3.3% i 2016, spår verdensbanken (Norsk Industri, 2015). Nasjonalt forventes lavere vekst i BNP ut i 2015. I 2015 vil oljeprisen medføre en nedgang i Fastlands-BNP på 0.2%. i 2016 vil tallet være 0.6% og 0.7% i 2017 (Aarø, 2014).

Som konsekvens av den svekkede kronekursen, bedres den kostnadmessige konkurranseevnen. En svakere krone bidrar til å øke lønnsomheten for norske eksportbedrifter og for norske importkonkurrerende virksomheter. Etter hvert som veksten i land utenfor Norge tar seg opp, vil etterspørselen etter norske produkter øke. Isolert sett bedres konkurranseforholdene ved hjelp av valutamarkedet om kronekursen er lav. Det gjør at norske eksportører klarer å holde på markedsandelene (Norges Bank, 2014). En redusert oljepris gjør kronen billig mot eksempelvis dollar og euro. Det er positivt siden det medfører bedre lønnsomhet i en sektor under hard konkurranse (Aarø, 2014).

Norges to viktigste oppgjørsv valutaer er US dollar og euro. Disse to valutaene har hatt en noe ulik utvikling, som avspeiler at det nå er fart i den amerikanske vekstmotoren. Stram finanspolitikk i OECD-områdene gjør at EU-landene fortsatt sliter med svak vekst, lav inflasjon og høy arbeidsledighet. Det betyr at det fortsatt vil være lave renter internasjonalt, men en ventet renteøkning fra 2016. (Eika, Benedictow, & Jansen, 2014). Ved utgangen av 2014 var den norske kronen svært svekket ovenfor handelsvalutaer som euro og dollar. Da måtte man betale 22% mer for en amerikansk dollar og 8% mer for en euro enn før oljeprisfallet (Pareto, 2015). Dette illustreres i figur 8.

Figur 8 Valutakurs utvikling for USD og EUR



Kilde: (Gjensidige, 2014)

4.0 Metodikk

For å finne verdien av Reach Subsea per 31. desember 2014 vil det bli benyttet ulike metoder for verdsettelse med utgangspunkt i markedsutsiktene og strategiske analyser. Videre vil disse bli benyttet for å prognostisere fremtidige kontantstrømmer, som igjen skal resultere i en estimert aksjekurs. I dette kapitelet vil det bli gitt en oversikt og presentasjon av ulike tilnærminer og teknikker for verdsettelse.

4.1 Metoder for verdsettelse

Å finne verdien av et selskap er av stort behov og er sentralt i mange sammenhenger. En slik analyse kommer til nytte ved mange anledninger, som for eksempel; kjøp eller salg av bedrifter og vesentlige eiendeler, fusjoner og fisjoner, emisjoner, kredittvurdering, rettssaker, eiendomstaksering, vurdering av egen verdiutvikling og lignende (Thoresen & Dahl, 2012). En verdsettelse av et selskap analyseres subjektivt gjennom en vurdering av verdiene som er skapt og hva som forventes skapt i fremtiden (Damodaran, 2012).

Alle eiendeler har en verdi. Men hva er egentlig den korrekte verdien? Ved en verdivurdering vil resultatet være tilknyttet stor usikkerhet, ofte begrunnet med størrelsen på parameterne som benyttes. Også synspunktet og hensikten av verdivurderingen kan ha innvirkning på resultatet (Dahl & Thorsen, 2012).

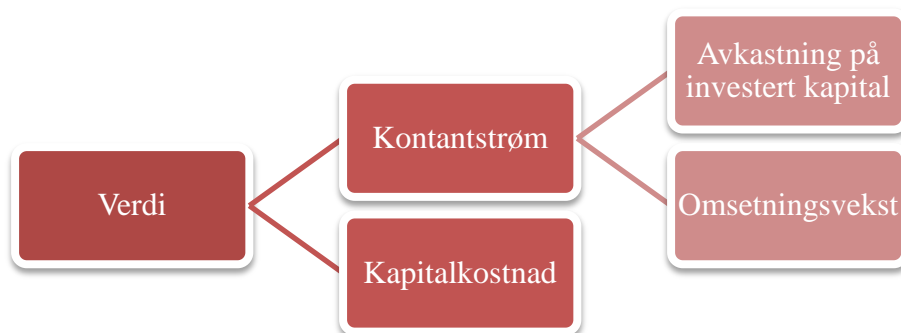
For en perfekt kontroll over eiendelen må man ha kunnskap om den eksakte verdien i tillegg til verdidriveren (Damodaran, 2012). Pris er "*det beløpet som en vare eller tjeneste omsettes for. Avhenger vanligvis av tilbud og etterspørsel*" (Lillebø, 2005, p. p.360). En investor vil aldri betale mer for aksjen enn det den er verdt. Prisen av aksjen bør være reflektert av den forventede kontantstrømmen den vil generere og ikke av hva en investor er villig til å betale for den (Damodaran, 2012).

Det er summen av alle markedsaktørenes totale oppfatning av rammebetingelser, selskapets sannsynlighet for å lykkes og antagelser om fremtidig utvikling som utgjør grunnlaget for hvordan prisen fastsettes i et effisient marked (Clausen, 2002).

I følge "hypotesen om effisiente markeder" vil "*et marked der prisene alltid fullt ut reflekterer tilgjengelig informasjon kalles "effisient"*" (Fama, 1970, p. 1). Det betyr at det vil være umulig å forutsi den eksakte prisutviklingen fremover. All relevant informasjon er allerede reflektert i

markedskursene på ethvert gitt tidspunkt. Om hypotesen er korrekt kan man ikke anslå om prisutviklingen fremover ut fra verdipapirets tidligere prisutvikling. Dermed vil aktiv forvaltning kun tilføre begrenset verdi (Fama, 1970). En slik kontinuerlig prisfastsettelse utgjør den virkelige verdien på et gitt tidspunkt. Det medfører at verdien i dag (nåverdien av fremtidige netto kontantstrømmer) er den virkelige verdien (Clausen, 2002).

Figur 9 Vekst og avkastning på investert kapital.



Kilde: (Koller, Goedhart, Copeland, & Wessels, 2010) s. 18

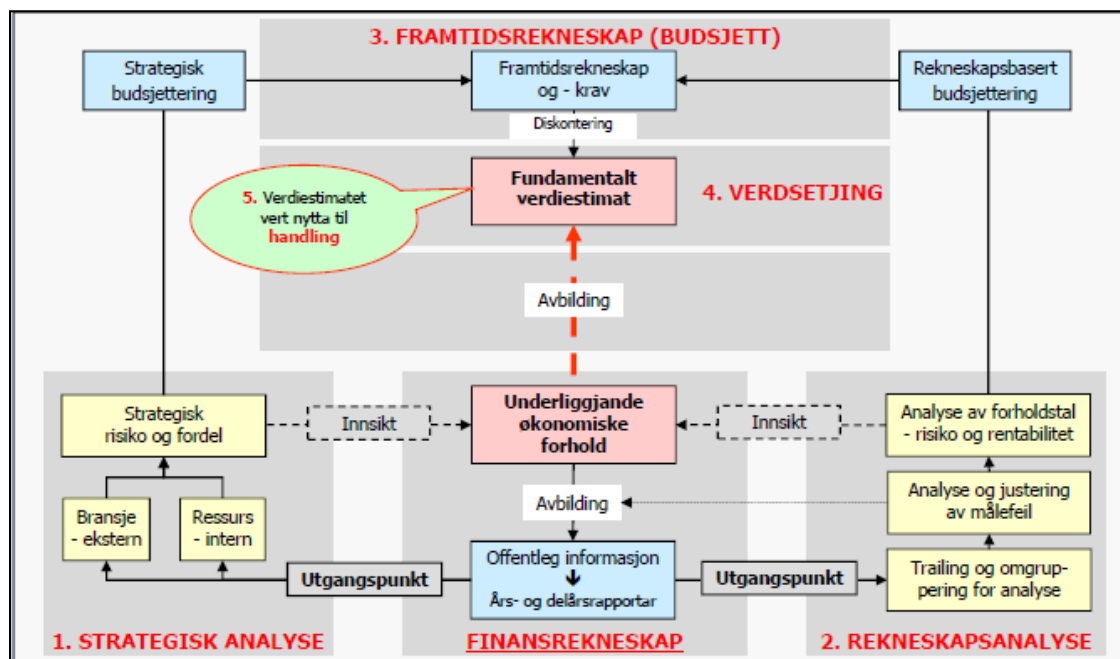
Det finnes mange metoder for å gjennomføre en verddivurdering av et selskap. De tre vanligste metodene for verdsettelse er; fundamental verdsettelse, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Selv om den mest brukte verdsettelsesmetoden i næringslivet er den relative verdsettelses metoden, er det den diskonterte kontantstrømverdsettelsen som er grunnlaget for alle verdsettelsesmetoder (Damodaran, 2012; Titman & Martin, 2014).

4.1.1 Modell 1 - Fundamental Verdsettelse

Diskontert kontantstrøm verdsettelse (DCF) tar utgangspunkt i å finne verdien av selskapet ut fra kontantstrømmen det forventes å ha. Informasjonsgrunnlaget er historiske hendelser og aktiviteter, støttet opp av markeds- og strategiske analyser for budsjettperioden. Ved bruk av DCF må det prognostiseres kontantstrømmer for den eksplisitte perioden, ut fra underliggende og fundamentale forhold basert på regnskapsanalysen, krav og framtidsregnskap. Den fundamentale verdien metoden gir, er prisen velinformerte investorer er villige til å betale for eiendelen i et fritt og konkurransedyktige marked. Det forventes at markedsprisen er lik den fundamentale verdien, noe de ikke er, grunnet transaksjonskostnader og uenighet. Er prisen forskjellig fra den fundamentale verdien finnes det investorer som ønsker å kjøpe eller selge den. Markedskreftene, tilbud og etterspørsel, vil derimot hele tiden skyve prisene mot den fundamentale verdien. (Ødegaard, 2014d).

Rammeverket for en fundamental verdsettelse er illustrert i figur 10.

Figur 10 Rammeverk for fundamental verdsettelse



Kilde: (Knivsflå, 2015)

Punkt nummer en er en strategisk analyse som kartlegger Reach Subsea sine styrker, svakheter, muligheter og trusler i markedet. Punkt nummer to illustrerer analysen av regnskapet som baseres på årsrapportar fra tidligere år. Regnskapsanalysen skal vise verdidrivere som har innvirkning på selskapets kontantstrøm. Punkt en og punkt to danner grunnlaget for punkt nummer tre. Punkt nummer tre viser budsjettet av fremtidige kontantstrømmen. Denne kontantstrømmen tas så i bruk i punkt nummer fire for å utføre den fundamentale verdsettelsen. Derifra estimeres aksjeprisen for Reach Subsea.

DCF er oppbygd rundt nåverdiregelen. Nåverdiregelen sier at verdien av enhver eiendel er nåverdien til dens fremtidige kontantstrømmer. For å finne den estimerte verdien, må den forventa kontantstrømmen diskonteres med en risiko-justert rente. Den forventa kontantstrømmen vil være de estimerte kontantstrømmene, pluss terminalverdien (Gjesdal, 2012; Ødegaard, 2014c). Neddiskonteringen er nødvendig for å reflektere risikoen og usikkerheten kontantstrømmen innehar. Diskonteringen representerer en usikkerhet som gir en høyere verdi dersom risikoen er høy, og lavere verdi dersom usikkerheten er lav. Diskonteringsrenten er en funksjon av risikoen til den estimerte kontantstrømmen, med høyere renter for eiendeler med høyere risiko og lavere rente for sikrere prosjekter. Det forventes at høyere kontantstrøm, lavere risiko og høyere vekst øker verdien av bedriften.

Dermed kan verdien av et selskap kalkuleres ved hjelp av formelen (Damodaran, 2012):

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

n = eiendelens levetid, CF_t = forventa kontantstrøm i periode t , r = diskonteringsrente reflektert av risikoen til den estimerte kontantstrømmen.

De mest brukte rammeverkene for en fundamental verdsettelse er:

- **verdsettelse av totalkapitalen** (hele selskapet) - denne metoden passer best ved verdivurdering av prosjekter, forretningsenheter og i virksomheter hvor forholdet mellom egenkapital og gjeld er konstant (selskapet styrer kapitalstrukturen etter gitte mål)
- **verdsettelse av egenkapitalen** - metoden egner seg best for finansielle institusjoner. Denne metoden inkluderer kapitalstrukturen i kontantstrømmen, og er dermed vanskelig å implementere korrekt.
- **verdsettelse ved hjelp av justert nåverdimetoden** (adjusted present value approach) - metoden passer best for selskaper som forventer å påta seg mer gjeld. APV estimerer og verdsetter enhver kontantstrøm tilknyttet kapitalstrukturen separat, og dermed vil endringer i kapitalstrukturen lettere belyses. Til forskjell fra de andre rammeverkene benyttes den gjeldsfrie egenkapitalkostnaden som diskonteringsfaktor og ikke kapitalkostnaden (Koller, Wessels, & Goedhart, 2010).

I denne verdsettelsen vil totalkapitalen verdivurderes ettersom det er selskapet Reach Subsea som skal verdsettes. Oppbygningen av denne verdsettelsesprosessen vil være basert på rammeverket presentert i figur 11. Analysen vil ta utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon om Reach Subsea.

Figur 11 Verdsettelse av selskaper



Kilde: (Damodaran, 2012, s.13)

Ved å benytte total kapitalmetoden finnes verdien av selskapet ved å diskontere bedriftens forventede kontantstrøm med den vektet gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC) som representerer total kapitalkravet (Ødegaard, 2014c). Selskapets forventede kontantstrøm defineres som restkontantstrømmer etter å ha gjort opp for alle driftskostnader, reinvesteringer, skatter og avgifter, men før eventuelle utbetalinger til andre kreditorer og investorer. WACC er kostnaden av de forskjellige komponentene av finansiering brukt av selskapet, vektet på dens proporsjonerte markeds verdi. Ved bruk av total kapital metoden må det tas hensyn til egenkapitalen og de andre aktører med krav mot bedriften. Selskapets verdi kan finnes ved hjelp av formelen (Damodaran, 2012):

$$\text{Verdien av bedriften} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF til bedriften}_t}{(1 + \text{WACC}_e)^t}$$

n = bedriftens levetid, $\text{CF til bedriften}_t$ = forventede kontantstrøm til selskapet i periode t , WACC = vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad.

4.1.2 Modell 2 - Relativ Verdsettelse

Relativ verdsettelsesmetode kjennetegnes ved at det benyttes markedsinformasjon om sammenlignbare eiendeler for å estimere verdiene. Verdien av de fleste eiendeler vurderes ut

fra markedsprisen på sammenlignbare enheter (Damodaran, 2012). En multiplikator er et forholdstall av prisen på aksjen i et selskap eller verdien av selskapet, dividert med et mål på en kritisk ressurs eller resultat-, balanse- eller kontantstrømstørrelse (Dyrnes, 2004). For å kunne benytte modellen må det brukes selskaper fra samme bransje som sammenligningsgrunnlag. Sammenlignbare selskaper er bedrifter med tilsvarende lik finansiell risiko og størrelse innenfor samme bransje. Finnes det ingen selskaper som er hundre prosent sammenlignbare, kan modellen fortsatt brukes, men må da kontrollere for eksplisitte eller implisitte forskjeller mellom virksomhetene i forhold til vekst, risiko og størrelsen på kontantstrømmer. Av komparativ verdsettelsesmetoden finnes det to metoder; substantiv- og multiplikatormodellen (Kaldestad & Møller, 2011).

Substantivmodellen sammenligner hvor like eiendeler og gjeld er prislagt i markedet. (Damodaran, 2012; Titman & Martin, 2014). Forskjellen fra DCF modeller er at substantivmodellen ser bort fra nåværende bruk, og verdien kan ikke defineres som nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2011). Egenkapitalens substantiv-verdi avgrenses til eiendelenes markedsverdi minus gjeld (inkl. skattegjeld). En verdsettelse basert på denne modellen egner seg best under tilfellene (Boye & Dahl, 2002):

- når andrehåndsmarkedet for eiendelene er velfungerende (eksempelvis innen shipping og eiendom)
- type virksomhet som drives i selskapet har ingen betydning for eiendelens verdi
- når det er alternativt å kjøpe foretaket i stedet for eget anlegg

I den andre metoden, *multiplikatormetoden*, brukes forholdstall som grunnlag for å finne markedsverdier som videre benyttes i verdsettelsen. Denne metodens fordel er at den er frigitt for substantive oppfatninger som har betydning for verdsettelsen. Dette skyldes at verdsettelsen bygger på markedsverdiene til sammenlignbare selskaper. Børsnoterte selskaper er allerede verdsatt basert på deres fremtidige kontantstrømmer, som kan indikere at multiplikatormodeller er en avledning av kontantstrømbaserte metoder (Kaldestad & Møller, 2011). Verdien av selskapet fastsettes med at regnskapsstørrelse multipliseres med en skaleringsfaktor, hos verdsettelsesobjektet med en tilhørende multiplikator. Størrelsen på multiplikatoren avhenger av de sammenlignbare selskapene (Dyrnes, 2004).

Multiplikatorer basert på resultat og EBITDA er mest brukt, men kan være nytteløse å bruke om selskapet har null eller negativt resultat. Multiplikatorens teller og nevner bør være

konsistente - dersom prisen/verdien i teller er en egenkapitalstørrelse, så må nevner gjenspeile en faktor av firmaet som er direkte knyttet til aksjekursen (Titman & Martin, 2014).

Når man skal velge riktige multiplikatorer står en overfor to valg; valg av verdigrunnlag (teller) og valg av skaleringsfaktor (nevner).

Multiplikatorene kan deles inn i to hovedgrupper:

1. *Egenkapitalmultiplikatorer*. Disse tar utgangspunkt i markedsverdien av egenkapitalen eller pris per aksje. Denne gruppen av multiplikatorer kjennetegnes ved at teller i brøken er bokstaven P. Disse egenkapitalmultiplikatorene er svært enkle å bruke, i tillegg til at nødvendig data for kalkuleringen er enkelt tilgjengelige. På en annen siden bør ikke to like selskaper, men med ulik finansieringsstruktur ha samme P-multiplikator. Selskapet med høyest egenkapitalandel bør ha høyest P-multiplikator, fordi selskapet har den laveste finansielle risikoen. Når det verdsettes et selskap med helt annen finansieringsstruktur enn gjennomsnittet i bransjen, vil disse forskjellene svekke gyldigheten til multiplikatorene (Dyrnes, 2004).

- P/E raten er en populær multiplikator. Denne raten er enkel å bruke, samtidig som den også enkelt kan benyttes feil da grunnlagsberegningen fort kan estimeres feil. Metoden egner seg for selskaper med positivt resultat og som ikke har signifikante utgifter uten kontanter. Multiplikatoren er forholdet mellom aksjens markedspris og resultat per aksje.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

Markedsprisen per aksje er verdien av egenkapital per aksje. Resultat per aksje baseres på resultat til egenkapital (Titman & Martin, 2014; Ødegaard, 2014d). Et gjennomsnitt av samtlige selskaper i bransjens P/E rate utgjør industriens P/E rate:

$$\text{Industriens P/E rate} = \frac{\frac{P}{E} \text{ selskap 1} + \frac{P}{E} \text{ selskap 2} + \dots + \frac{P}{E} \text{ selskap n}}{n}$$

Selskapets estimerte aksjepris finnes ved å kalkulere Reach Subseas resultat per aksje multiplisert med P/E ratioen (Titman & Martin, 2014). Det kan være vanskelig å bruke P/E

multiplikatoren siden det kan være utfordrene da metoden vanligvis beregnes ut fra selskaper i samme bransje. Norge har få bedrifter innen samme bransje og dermed begrenset antall selskaper som kan benyttes som sammenligningsgrunnlag, dermed har man grunn til å være kritiske til resultatet (Dahl, 2011). Det er vanlig at selskapene er diversifiserte, noe som fører til at bedriftsspesifikke forhold kan slå ut på relevansen av P/E multiplikatoren (Kaldestad & Møller, 2011).

I praksis kan det også være vanskelig å bruke P/E multiplikatoren i leverandørbransjen fordi konkurrentene jobber i spotmarkedet eller i et langsiktig marked. Multiplikatoren klarer ikke å ta hensyn til disse forskjellige forholdene, noe som bør tas hensyn til.

- Pris/bokført verdi raten er en viktig indikator for investorer. Bokført verdi blir benyttet i verdsettelsessammenhenger fordi den gir stabile og intuitive verdimål som kan sammenlignes med markedsprisen. Forholdstall mellom pris og bokført verdi kan sammenlignes på tvers av lignende selskaper, og dermed illustrere over-/ underprising av aksjen. Også selskaper med negativt resultat kan benytte seg av disse forholdstallene. Metoden egner seg best for selskaper som har gode reflekterte balanser av eiendelenes markedsverdi. Tilnærmingen viser forholdet mellom markedsverdien til egenkapitalen og den bokførte verdien av egenkapitalen.

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokført verdi av egenkapitalen per aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Bokført verdi av egenkapitalen}}$$

Denne metoden krever positiv egenkapital og at de sammenlignbare selskapene bruker samme regnskapsstandard (Damodaran, 2012). For å finne selskapets estimerte verdi må den bokførte verdien av egenkapitalen multipliseres med P/BV multiplikatoren (Titman & Martin, 2014). En multiplikator større enn 1, tilsier at den bokførte verdien er lavere enn den markedsbaserte verdien. Svakheter med denne multiplikatoren er at den påvirkes av forskjellig regnskapsmessig behandling hos Reach Subseas konkurrenter.

Leverandørbransjen har hyppige sykluser. Det påvirker anskaffelseskosten på eiendeler ut fra tilbud og etterspørsel, samt hvor langt man har kommet i syklusen. Ulik anskaffelseskost er ulik avskrivningsprofiler. Derfor kan denne multiplikatoren være en utfordring ettersom dette er en bransje med store verdier av anleggsmidler i balansen.

- Inntekter er også en mye brukt multiple, ofte kalt pris-til-salg ratio. Inntektsmultiplikatoren måler verdien av bedriften i forhold til inntektene som den genererer. Multiplikatoren ser på

netto kontantstrøm (som EBITDA multiplikatoren) fordi inntekter fra kontanter er ikke en del av omsetningen. Bedriften med lavt forholdstall anses som billige i forhold til virksomheter med høyt forholdstall. Det er vanskelig å manipulere inntektene og den er heller ikke særlig påvirket av volatilitet. Dermed er det mindre sannsynlig å bli påvirket av år-til-år svingninger. Denne metoden er spesielt godt egnet for nye selskaper og andre virksomheter med negativt overskudd. For å finne verdien av egenkapitalen for Reach Subsea må multiplikatoren multipliseres med Reach Subseas inntekter.

$$\frac{P}{\text{Inntekter}} = \frac{\text{markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{inntekter}}$$

(Damodaran, 2012; Titman & Martin, 2014)

2. *Totalkapitalmultiplikatorer*. Denne typen multiplikatorer tar utgangspunkt i den totale markedsverdien av egenkapitalen og netto rentebærende gjeld. Kjentegn ved totalkapitalmultiplikatorer er at telleren i brøken inneholder bokstavene EV¹³, og det er vanlig med driftsresultat eller en driftsressurs i nevneren. Verdien av driften er i hovedsak uavhengig av finansieringsstrukturen og derfor eliminerer disse multiplikatorene feilen ved ulik finansieringsstruktur. Som et resultat vil ikke EV- multiplikatorer være påvirket av forskjeller i kapitalstruktur eller i hvilken grad selskapene besitter finansielle eiendeler (Dyrnes, 2004). Selskapsverdien (EV) er definert som summen av bedriftens rentebærende gjeld og egenkapitalen minus firmaets kontantbeholdning, dagen for verdsettelsen (Titman & Martin, 2014).

- EV/EBITDA raten ser på bedriftens underliggende drift. Multiplikatoren ignorerer investeringsbehovet og bør derfor benyttes sammen med andre multiplikatorer (Kaldestad & Møller, 2011). EBITDA blir mye brukt som multiplikator, da den gir et urent mål på selskapets kontantstrøm før skatt fra selskapets eksisterende eiendeler. Metoden bør benyttes av firmaer som har betydelige utgifter uten kontanter (Titman & Martin, 2014).

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(\text{pris per aksje} \cdot \text{antall utestående aksjer}) + \text{rentebærende gjeld} - \text{kontanter}}{\text{resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger}}$$

¹³ EV (Enterprise Value): selskapsverdien

EV er selskapsverdien fra markedets side, med unntak av kontanter. Kontanter medregnes ikke for å unngå overvurdering av multiplikatoren ettersom renteinntekter fra kontanter ikke medregnes i EBITDA. EBITDA er et mål på overskudd før medregnet gjeld. Derfor kan denne multiplen enkelt måles mot andre selskaper.

Ut fra formelen ses det at multiplikatoren kalkuleres fra selskapsnivå, noe som er ulikt i forhold til de andre metodene (de bruker felles multiplikator basert på industrinivå) (Damodaran, 2012). For å finne selskapsverdien må P/E multiplikatoren multipliseres med Reach Subseas EBITDA (Titman & Martin, 2014). Denne multiplikatoren er en godt grunnlag for sammenligning med andre selskaper fordi den ikke tar inn kapitalstrukturen, men fokuserer på den underliggende driften.

Metoden inneholder ikke komponenter som er varierende hos de ulike selskapene, som eksempelvis regnskapsmessig behandling av poster. Den tar heller ikke hensyn til uforutsette poster som kan være betydelige beløp og ville gitt en kunstig multiplikator.

På bakgrunn av dette bør multiplikatoren allikevel justeres etter forholdene og brukes sammen med en annen for å få et korrekt perspektiv (Koller et al., 2010).

I forhold til DCF modellen, baserer relativ verdsettelse seg på at markedet har rett. Derfor er en viktig antakelse for modellen at aksjekursene er korrekt priset, på gjennomsnittet. Det antas også at markedet ikke klarer å gi en korrekt pris av individuelle aksjer. Ved å sammenligne multiples skal det gjøres mulig å finne disse feilene, slik at markedet kan korrigere feilene over tid. Denne modellen skal derimot skal gjøre denne korrigeringsprosessen kortere og lettere å identifisere feilene som markedet gjør (Damodaran, 2012; Titman & Martin, 2014).

4.1.3 Modell 3 - Opsjonsbasert Verdsettelse

For å kunne ta i bruk opsjonsbasert verdsettelses metoden må eiendelen ha karakteristikker som en opsjon. En eiendel kan vurderes som en opsjon om utbetalingene er en funksjon av verdien av den underliggende eiendelen.

Denne metoden bruker modeller for opsjonspriser til å måle verdien av eiendelen som deler felles opsjonstrekk. Ved bruk av denne metoden blir potensielle verdier i selskapet synliggjort. Dette på grunn av at en verdsettelse av mulige realopsjoner kan gi merverdi til et selskap. Realopsjoner kan skape merverdi når det oppstår endringer i den opprinnelige

kontrakten. Endringer som kan gi merverdi er eksempelvis forlengelser, utvidelser, utsetteleser eller terminering av kontrakter.

Kjøpsopsjoner kan skape merverdi om verdien overstiger det forhåndsbestemte utgangspunktet, mens ved en salgsoption må verdien bli mindre enn den forhåndsdefinerte verdien for å øke verdien til selskapet. Denne metoden brukes oftest som et tillegg eller supplement til den fundamentale verdsettelsen (Damodaran, 2012; Titman & Martin, 2014).

4.2 Valg av verdsettelsesmetode

Det finnes mange faktorer som påvirker valget av verdsettelsesmetoden. For å finne den metoden som passer best for selskapet må det kartlegges hvor langt bedriften har kommet i livssyklusen, hvilken bransje den opererer innenfor og planer for fremtiden. Faktorer knyttet til modellen som må vurderes er hvor mye informasjon selskapet har tilgang på, hvor lang tid det tar å gjennomføre analysen og hvor mye ressurser analysen krever (Damodaran, 2012).

Fase i Livssyklusen

Reach Subsea har hatt stor vekst siden etableringen i 2012. Driftsinntektene har vokst til 311 150kr per 31. desember 2014, fra 62 000kr i 2013. Selskapet har også gått fra å være et konsulentfirma til å bli et fullt integrert offshore serviceselskap. Noe som reflekteres av økningen i personalkostnadene, det var tre ansatte ved etableringen og har 59 ansatte ved utgangen av 2014. Første offshoreoperasjoner ble gjennomført sommeren 2013 og har fortsatt en økende kontraktsbok. Den innovative Surveyor Interceptor forventes internt og eksternt å skape stor etterspørsel som videre vil føre til enda høyere vekst.

På bakgrunn av dette må Reach Subsea anses for å være i vekststadiet. Dette spesielt på grunn av den kraftige etterspørselen, økning av sortiment og et mer tilgjengelig produkt.

En fundamental verdsettelse egner seg for modne selskaper og god inntjening. En komparativ verdsettelse passer best for nye selskaper med få regnskapstall og lave inntekter.

Bransje

Selskapene i subsea industrien opererer under lange og stabile kontrakter, men også korte spotavtaler basert på dagrater. Ved lange kontrakter er det mest hensiktsmessig å bruke

fundamental verdsettelse. Samtidig bør det også gjennomføres en komparativ verdsettelse for å supplere den fundamentale verdsettelsen, for å få et bedre estimat med tanke på de kortere avtalene. Dette lar seg gjøre ved at det finnes andre selskaper innenfor subsea industrien som er børsnoterte og kan brukes som sammenlignbare selskaper.

Framtidsutsikter

Reach Subsea har ingen planer om nedleggelse, da selskapet er nytt. Selskapet har og vil investere i mange nye prosjekter og fartøyer som skal bidra til fremtidig drift. Surveyor Interceptor er snart klar for operasjonell drift etter gode testresultater. Den forventes å bli svært ettertraktet på markedet og vil hjelpe til å holde etterspørselen oppe da overflod av WROVer kan forekomme.

Forutsetninger for videre drift er tilstrekkelig til stedet. Av årsresultatet fra 2013 til 2014 ser vi en betydelig forbedring av driftsresultat og resultat. En økning i kontraktsbanken for de kommende årene gjør at videre vekst er en naturlig antagelse.

Tilgang på informasjon

Tilgangen på informasjon til Reach Subsea er lett tilgjengelig på deres hjemmesider. Der finnes prospekter, års- og kvartalsrapporter tilbake til etableringen. Energisektoren er et viktig og stort segment, finnes det mange konjunkturrapporter, analyser og prognoser av denne bransjen. Disse faktorene bidrar til å kunne estimere en solid fundamental verdsettelse.

Konklusjon

På bakgrunn av at Reach Subsea er et lite og nytt selskap, med en relativ liten flåte er det vanskelig å finne lignende selskaper i størrelsesomfang. Som følge av utredningen og påvirkningsfaktorene diskutert over, vil Reach Subsea bli verdsatt ved hjelp av en fundamental verdsettelse, komplementert med en komparativ verdsettelse. Metoden vil gi en estimert aksjekurs i tillegg til å gi en indikasjon på om selskapet er feilvurdert, i forhold til bedriftene i bransjen.

5.0 Strategisk analyse

Det er nødvendig med en situasjonsanalyse (SWOT) for å finne ut hvor Reach Subsea står i forhold til konkurrenter og markedsforhold. Resultatet brukes som en basis for videre antagelser om kontantstrømmer. Analysen beskriver og kartlegger ramme- og arbeidsbetingelser for bedriften. Det analyseres interne og eksterne faktorer for å finne ut hvordan det skapes verdi, kartlegge sentrale ressurser i verdiskapningen og omgivelsene. Analysen overveier bedriftens sterke og svake sider i forhold til konkurrentene, men den analyserer også ytre faktorer og hvilke muligheter og trusler som finnes i markedet. En slik analyse gir verdifull informasjon og kunnskap om egen bedrift, både internt og eksternt. Hensikten med analysen er å kunne opprettholde styrken, redusere svakhetene, utnytte mulighetene og styre unna truslene. Deretter å kartlegge hvor godt organisasjonen er i stand til å møte truslene, utnytte mulighetene, bevisstgjøre styrker og minimere svakheter, samt kunne fastsette mål og strategier for videre utvikling og forbedring (Kotler, 2005).

For å få en oversikt over disse faktorene benyttes en VRIO-analyse for å analysere de interne forholdene, mens en PESTEL-analyse brukes for å se på de eksterne faktorene. En PESTLE-analyse bør være en del av en SWOT-analyse siden den kartlegger makrofaktorer som representerer trusler og muligheter for selskapet (Shami, 2015).

Figur 12 Oppbygningen av den strategisk analysen



5.1 VRIO-analyse

For å gjennomføre en ressursbasert analyse av en virksomhet er en strukturert tilnærming basert på å kartlegge ressursenes egenskaper en passende metode (Barney, 1991). En VRIO-analyse er av slikt design. Hver bokstav står for ulike kategorier for ressursene; verdifull (valuable), sjelden (rare), lett kopierbar (imitate) og organisasjon (organized) (Chapman, 2011). Ressursbasert teori (RBV) sier at selskaper med verdifulle, sjeldne og enestående ressurser har mulighet for å oppnå overlegen prestasjon. For å kunne oppnå disse

konkurransfordelene må organisasjonen være hensiktsmessig organisert for å kunne dra nytte av sine ressurser (Barney, 1991, 1995).

VRIO-analysen ser på interne faktorer for å konkretisere Reach Subseas sterke og svake sider. Dermed vil selskapets ressurser kartlegges, samt avdekke hvor godt eksisterende ressurser utnyttes. Reach Subsea vil bli satt i lyset av konkurrentenes prestasjoner og kundenes forventninger. Videre skal VRIO-analysen kunne vise til styrker som må opprettholdes og svakheter som må forbedres og utvikles til konkurransefortrinn. Deretter legger analysen grunnlaget for den videre veien mot best mulig organisering for å oppnå optimal konkurransedyktighet (Chapman, 2011; Wiklund & Shepherd, 2003).

Bedriftens ressurser kan deles inn kategorier etter om de baseres på egenskap eller kunnskap. De eiendomsbaserte ressursene dreier seg om materielle ressurser, mens kunnskapsbaserte ressurser er måten virksomheten kombinerer og transformerer disse materielle ressursene. Kunnskapsbaserte ressurser er i mange sammenhenger svært verdifulle da disse kan være vanskelige å imitere. De kan legge til rette for konkurransefortrinn og bærekraftig differensiering, som kan resultere i økt ytelse og slagkraft (Wiklund & Shepherd, 2003).

Ikke alle ressurser gir konkurransemessige fordeler. Ressurser og kompetanser som er sjeldne, vanskelige å kopiere og som det dras godt nytte av i den organisatoriske sammenhengen, anses for å være svært viktige for selskapet (Knutsen, 2012). Det er disse som gir langsiktige konkurransefortrinn og bør derfor inngå i verdiskapningsaktivitetene. Humankapitalen anses i dag som et svært viktig og avgjørende konkurransemiddel. Av verdiene på aksjebørsene ligger omtrent 80% i humankapitalen. For noen ressurser er outsourcing til andre selskaper med lavere produksjonskostnader et alternativ for å kunne øke verdiskapningen og kvalitet (om ikke for store transaksjonskostnader) (Knutsen, 2012).

Analysen skiller mellom:

- Verdifulle ressurser: menes om en ressurs som tilfører selskapet økte verdier og lønnsomhet og er derfor verdifulle.
- Sjeldne ressurser: ikke tilgjengelig for alle konkurrentene og skal gi konkurransefortrinn.
- Ressurser vanskelige å kopiere: ressurs det er vanskelig å etterligne grunnet kostnad, tid, omfang og teknologi.
- Organisatoriske ressurser: selskapets evne til å utnytte de tilgjengelige, sjeldne og vanskelig kopierbare ressursene selskapet har til disposisjon.

Menneskelige ressurser anses i dagens marked som et av de viktigste konkurransemidlene. Det er personale som er selskapets ansikt utad, og dermed representerer hva selskapet står for. Det er de menneskelige ressursene som skal tilfredsstillende kundenes behov og bygge relasjoner med eksisterende og potensielle kontakter. Kunnskap og erfaring anses også som svært verdifullt. Dermed er det viktig med et kunnskapsrikt og motivert personell med gode intensjoner for virksomheten. Reach Subsea har ved utgangen av 2014 51 ansatte, en forøkelse av staben på 22 personer siden inngangen av året (Reach Subsea, 2015a).

Ledergruppen består av syv erfarne og dyktige ansatte (to kvinner). Disse syv har til sammen hele 100 års erfaring fra subsea industrien. Dette utgjør et gjennomsnitt på 14 års erfaring per hode. Reach Subsea ønsker å ha et erfarent og høyt kvalifisert personell både offshore og onshore. Offshore personalet får utmerket støtte fra onshore ingeniørressursene. Kjernekompetansen i bedriften bygges opp rundt den gode erfaringen de ansatte i Reach Subsea har med seg. Det legges vekt på utdanning og erfaring for å skape et kvalifisert personell (Reach Subsea, 2015a).

Selskapets styre representerer medlemmer med bred nasjonal og internasjonal erfaring fra relevante industrier og fagområder. Ingen av styrets medlemmer tar del i den daglige ledelsen av selskapet, og ses derfor som uavhengige fra selskapets vesentlige forretningsforbindelser. 60% av medlemmene i styret er total uavhengige av selskapet. Styret innehar lovpålagte oppgaver som forsvarlig organisering, regnskap- og formuesforvaltning. Det betyr at styret har ansvar for Reach Subseas overordnede beslutninger og innehar dermed stor påvirkningskrav for bedriftens helhet. Styrets avgjørelser og valg av strategi gir selskapsledelsen styringslinjer for daglig drift. Disse retningslinjene skal resultere i en stabil og konkurransedyktig virksomhet (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2014; Reach Subsea, 2015a).

Selv om de menneskelige ressursene i Reach Subsea er innovative, kunnskapsrike, erfarne og svært verdifulle er de ikke sjeldne eller vanskelige å kopiere. Selskapets ansatte har i lengre tid utviklet Surveyor Interceptor, parallelt med forbedrende finansielle resultater er det naturlig å anta at Reach Subsea kan hente ut det beste fra sine menneskelige ressurser.

For en oversikt over selskapets styre og ledelse henvises det til vedlegg 3.

Fysiske ressurser er grunnlaget for forsyninger som kan benyttes til å skape goder eller nytteverdi for selskapet (Miller & Spoolman, 2012). Ved utgangen av 2013 hadde Reach Subsea en flåte bestående av fire WROVer. Flåten har økt til seks WROVer (to under konstruksjon) og en Surveyor Interceptor ved utgangen av 2014. Det betyr en ung ROV-flåte, som i subseabransjen kan være en kilde til konkurransefortrinn (Reach Subsea, 2015a).

Bedriften er også i besittelse av fem skip i 2015. For de fire skipene som er blitt levert per 31. desember 2014 er gjennomsnittsalder kalkulert til 4.5år. Edda Fonn trekker opp alderen da fartøyet ble bygget i 2003, mens de tre øvrige er fra 2010 og nyere (Reach Subsea, 2014a, 2015a). Nybygget Viking Neptun er fortsatt med i Skipsrevyens konkurranse om å bli "årets skip". Konkurransen legger vekt på nyskaping, verdiskaping og teknologisk kraft. (Meling, 2015). Det kan konkluderes med ung skipsflåte da levetiden per skip er estimert til å være 10-25år (Subsea 7, 2015).

Arbeids ROVene og skipene er hverken sjeldne eller vanskelig å kopiere. Dog er den nye Surveyor Interceptor innovativ med gode testresultater. ROVen er ansett som svært verdifull og sjelden. Den er derimot ikke vanskelig å kopiere.

Lokaliseringen av hovedkontoret til Reach Subsea er strategisk plassert etter hvor subseatjenester er etterspurt. Stavanger-regionen har flest sysselsatte innen olje- og gass, mens Bergens-regionen er Norges hovedstad for vedlikehold av plattformer og undervannsutstyr. Hordaland har alltid hatt en sentral rolle i og for utviklingen av den norske olje- og gass suksessen. Det betyr at lokaliseringen av Reach Subsea i Haugesund er svært sentralt, både når det gjelder olje- og gassnæringen, men også plattformindustrien og egen bransje (Norsk Petroleum, 2015b).

Den gunstige lokaliseringen gjør at Reach Subsea kan dra nytte av lokal kunnskap ved relasjonsbygging, rekruttering og utvikling i markedet. Dette er ikke noe særegen fordel for selskapet i forhold til sine konkurrenter. Ressurser er ikke sjelden eller vanskelig å kopiere.

Finansielle ressurser dreier seg om de finansielle verdidriverne i Reach Subsea. I 2014 hadde Reach Subsea driftsinntekter på 311.15 millioner, en kraftig økning fra driftsinntektene i 2013 på 62.276 millioner. Denne økningen tilsvarer nesten 400% fra 2013 til 2014.

Totale driftskostnader økte fra 82.46 millioner i 2013 til 290.13 millioner i 2014. Ved utgangen av 2014 hadde Reach Subsea en egenkapitalen på 154.177 millioner. Resultat før skatt økte fra -18.747 millioner i 2013 til 24.831 millioner i 2014. Vekst og forbedring av den økonomiske situasjonen kan bidra til økt kapasitet for å ekspandere utstyrspoolen og tilpasning ved etterspørselen i markedet.

Selskapets driftsmargin har gått fra å være negativ i 2013 til 7.57% i 2014. Den samme trenden finnes igjen i resultat- og EBITDAmarginen også da disse også var negative i 2013, men oppnådde henholdsvis 7.57% og 11.15% i 2014.

For Reach Subsea er ikke de finansielle ressursene sjeldne eller vanskelig å kopiere. På den andre siden er Reach Subsea godt stilt, finansielt sett og må dermed anses som verdifulle.

Relasjonsbaserte ressurser fokuserer på relasjoner og omdømme av virksomheten. Gode forhold mellom Reach Subsea og sine kunder/leverandører/konkurrenter er svært viktig. Partnerskap er populært og dannes mellom konkurrenter eller mellom kunde og leverandør. Slike partnerskap skal øke effektiviteten og kunnskapen, samt høy produktutvikling og lavere kostnader. Etableringen av JV, mellom Reach Subsea og MMT om utviklingen av Surveyor Interceptor er et godt eksempel på dette .

I omegn er Reach Subsea kjent for å være kunnskapsrike og dyktige innenfor sitt fagfelt. Dette gjelder både for offshore og onshore personellet. Selskapet kan vise til tilfredse kunder for operasjoner som Reach Subsea har gjennomført. Omdømmet forbedres også proporsjonelt med utviklingen av den nye ROVen Surveyor Interceptor som utfører undervannstjenester på en helt ny måte.

Reach Subsea er blant annet sponsorer for lokale arrangementer i Haugesund og omegn. Selskapet har eksempelvis støttet opp om Skudenesfestivalen på Karmøy og er faste utstillere på studenttreff i Haugesund og Bergen (Reach Subsea, 2014a, 2015a, 2015g).

Et godt omdømme på markedet er svært viktig for videre drift og for å kunne skaffe seg kontrakter i fremtiden. Det kan konkluderes med at selskapets relasjoner er verdifulle. Dette spesielt for eksempelvis rekruttering, omdømme og kan gi fordeler ved kontraktstildelinger. Ressursene er derimot ikke sjeldne og er også enkle å kopiere.

Tabell 2: Oppsummering av VRIO-analysen

Kategori	V	R	I	O	Konkurransedyktige om de utnyttes
Ressurs	Verdifull	Sjelden	Kopierbar	Utnyttet av oss	
Menneskelige ressurser	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet ¹⁴
Fysiske ressurser	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Finansielle ressurser	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Relasjonsbaserte ressurser	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet

Som tabellen over presenterer har Reach Subsea flere ressurser som er verdifulle og enkle å kopiere, men som derimot ikke er sjeldne. Ressursene blir dog godt utnyttet av selskapet. Surveyor Interceptor vil gi en midlertidig fordel på konkurransen som vil ha en positiv påvirkning på de økonomiske resultatene. I SWOT analysen må denne kategoriseres som en styrke. Totalt sett vil Reach Subseas ressurser ha normal påvirkning på de økonomiske resultatene. De menneskelige-, fysiske-, finansielle- og relasjonsbaserte ressursene kan kategoriseres som en styrke for selskapet.

5.2 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse undersøker de eksterne faktorene som finnes eller kan ha påvirkning på et selskap. En slik makroanalyse innebærer innhenting og fremstilling av politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, juridiske og miljømessige sammenhenger der et firma opererer. Reach Subsea sammenlignes mot sine kunder, konkurrenter, andre markedsaktører og egen situasjon for å kartlegge muligheter og trusler som allerede foreligger og eventuelle fremtidige muligheter/trusler. Resultatet av analysen skal gi et totalt bilde av de ytre faktorene rundt bedriften (Rothaermel, 2013).

Politiske faktorer (P) og juridiske faktorer (L): disse makroforholdene påvirkes hovedsaklig av staten. Den norske stat er politisk og rettslig stabil med forutsigbarhet og

¹⁴ Paritet: Reach Subsea er i bisettelse av en verdifull ressurs, men er fortsatt likestilt med konkurrentene. Ressursen er viktig for konkurransedyktigheten og men gir ikke selskapet konkurransefortrinn.

indirekte demokrati (Snl, 2015). Regjeringen vektlegger frihet og tillitt, med verdiforankring i rettstatens og demokratiets prinsipper heter det av Sundvolden-erklæringen av 2013 (Regjeringen.no, 2013). *Olje- og energidepartementets hovedoppgave er å tilrettelegge en samordnet og helhetlig energipolitikk* (Regjeringen.no, 2012). De politiske faktorene utvikles i samsvar med regjeringens energipolitiske målsetninger (Regjeringen.no, 2012).

I Norge har, som nevnt i kapittel 3, olje- og gassnæringen vært en bærebjelke for økonomien i flere tiår. Solberg-regjeringen har derfor satt petroleumsnæringen som et av sine viktigste områder og energipolitikken er svært sentral. Den norske velferden, vekst og verdiskapning har hatt grunnlag i norske energiressurser i over hundre år (Regjeringen.no, 2014a). Det skal tildeles nye områder for petroleumsaktiviteter forutsigbart og under høyt tempo. Tildeling av nye konsesjoner og operatørskap skal sikre økt mangfold og konkurranse på norsk sokkel. Det skal også foreligge stabile rammeverk og energiforsyninger for konkurransefortrinn for norsk næringsliv. For at den maritime næringen skal kunne utvikles videre, må det kontinuerlig tilrettelegges for konkurransedyktige forhold. Norge og dens maritime næringsklynge må lede an for å holde størst mulig kommersiell og driftsmessig offshore- og shippingvirksomhet. Dette vil gjøre at verdiskapningen styrkes i de maritime næringene, som vil komme det norske samfunnet til gode (Norges Rederiforbund, 2014a). Den norske regjeringen ønsker å gjøre den norske økonomien mindre sårbar for svingninger i oljeprisen (Regjeringen.no, 2013).

Innad i energinæringen foreligger konkurransefordeler med små barrierer mellom bransjene, leverandørindustri, myndigheter, forskningsmiljø og kapitalmiljø. Dette for å kunne utvikle en global attraktiv klynge (Regjeringen.no, 2013). Staten legger til rette for global konkurransedyktige og moderne virksomheter. Det kan gi fordeler for det norske markedet og konkurransedyktige olje- og offshore entreprenørselskaper. Selskapene gis dermed mulighet til å eies og drives fra Norge (Norges Rederiforbund, 2014a).

Den norske regjeringen har 10 bud for oljepolitikken som regnes som grunnlaget for videreutviklingen av lovverket og politikk i praksis for petroleumssektoren (Bayern Gas Norge, 2015). Leverandørindustrien står overfor en rekke utfordringer i form av politiske reguleringer og krav til spesialisert teknologi.

Norge er en del av EØS-avtalen av 1994 sammen med EU, Liechtenstein og Island. Avtalen gir fri flyt av kapital, arbeidskraft og tjenester på tvers av landegrensene. I tillegg for norske produkter til det indre markedet i EU (Innovasjon Norge, 2015).

Økonomiske faktorer (E): Regjeringen lovet i den politiske plattformen fra 2013 å ha fokus på å redusere arbeidsledigheten i landet (Regjeringen.no, 2013). Tall fra OECD viser at i 2014 var den norske arbeidsledigheten på 3.49%, en liten økning fra 01. januar 2013 på 3.42%. Totalt innenfor OECD var arbeidsledigheten på 7.3% i 2014, mens ledigheten var i USA, Storbritannia og EU på henholdsvis 6.2%, 6.1% og 10.1% i 2014 (OECD, 2015c). Lønnsveksten forventes å være den laveste på 20år som følge av dårlige markedsforhold i petroleumssektoren. Denne sektoren har stått for stor lønnsvekst de siste årene, men for 2015 ventes det "kun" en lønnsvekst ned mot 3%. Dette er under halvparten av reallønnsveksten siden årtusenskiftet (Bakkeli, 2015).

Fra 01. januar 2014 ble den norske skattesatsen nedjustert fra 28% til 27% (NARF, 2013). Den nye skattesatsen er over både gjennomsnittet for EU (21.34%), Europa (19.68%), OECD-landene (24.11%) og verden generelt (23.64%). I forhold til oljenasjoner som USA (40%), Storbritannia (21%), Saudi-Arabia (20%) og Brasil (34%), ligger den norske skattesatsen på et rimelig nivå (KPMG, 2015). Skatt skal blant annet finansiere fellesgoder, bidra til å holde eierskap over selskapene i Norge og gjøre forholdene for det norske næringslivet bedre. Reduksjonen av skatter og avgiftige, i tillegg til konsesjonsbestemmelser så regjeringen som nødvendig for å sikre langsiktige og forutsigbare regler for å ivareta næringslivets- og fellesskapets interesser. Lavere skattesatser skal gi bedre ressursforvaltning samtidig som utvinningsgraden i felt i drift og nærliggende marginale felt økes (Regjeringen.no, 2013).

Formuesskatten er under stor debatt. Statsministeren ønsker å redusere formuesskatten og etter hvert fjerne den helt. En høy formuesskatt bremser konkurransekraften og handlefriheten til norske selskaper og stimulerer til utenlandsk- og offentlig eierskap. Høy formuesskatt kan hindre at fornyelse av flåter og utbytter ikke kan bli en realitet. Problemet ligger i mangelen på kapital. Det medfører at verdiskapningen og nytenkningen hos norske selskaper svekkes. Den nye regjeringen fra 2013 ønsker at selskaper skal være norske og privateide. En reduksjon i formuesskatten vil være et godt steg på veien i forhold til internasjonal konkurranse med nøytral skatte- og avgiftsregler. Rederier går over til å drive mer subsea relatert, ettersom tilbudssiden av skip er høyere enn etterspørselssiden internasjonalt (Regjeringen.no, 2013).

Også innad i petroleumsbransjen finnes "diskriminering" som vil påvirke konkurransekraften for Reach Subsea. Dette skyldes at børsnoterte selskaper verdsettes høyere enn selskaper som ikke er noterte på Oslo Børs når formuesskatten beregnes. Børskursen avgjør hva som skal

betales. Dagens situasjons rundt formuesskatten stimulerer til at kapitalen må flyttes ut, i tillegg til at norsk private eierskapet sliter konkurransemessig (Segrov, 2014).

Inflasjonsnivået (CPI) ved utgangen av 2014 var på 2.07%, en reduksjon i løpet av året fra 2.27% ved inngangen. Det samme gjelder for Storbritannia (inn - 1.9%, utgang - 0.5%), USA (inn - 1.58%, utgang - 0.76%), og Saudi Arabia (inn - 2.88%, utgang -2.41 %). OECD-landene viser derimot til en økning fra 1.67% ved inngangen og 1.07% ved utgangen. Det samme gjør Brasil med en økning fra 5.59% ved inngangen til 6.41% ved utgangen av 2014 (OECD, 2015b).

BNP i Norge ligger i 2014 på ca 408 291 kroner per innbygger. For USA ligger tallet på 278 972 kroner (Tradingeconomics.com, 2015b), mens Storbritannia ligger på 240 645 kroner per innbygger og i Brasil på 35 419 kroner (Tradingeconomics.com, 2015a). For EU ligger BNP per innbygger på 221 319 kroner (OECD, 2015a).

Den norske regjeringen ønsker å tilrettelegge for et robust, konkurransedyktig og mangfoldig næringsliv med fokus på lavere kostnader. Næringspolitikken skal styrke private eierskap, tilrettelegge for verdiskapning og fremtidsfokus skal gjøre norske bedrifter konkurransedyktige i den globale konkurransen. Det norske næringslivet kjennetegnes ved at det har globale ambisjoner, stor grad og evne av innovasjon, i tillegg til høy omsetningsevne (Regjeringen.no, 2013).

I 2014 omsatte leverandørindustrien for 524 milliarder kroner, der 40% var internasjonal omsetning. Segmentet for undervannsutstyr- og installasjon hadde i 2014 en omsetning på 26 milliarder kroner (Regjeringen.no, 2015). Prosentvis har leverandørindustrien hatt størst vekst internasjonalt i løpet av de siste ti årene. Dette indikerer på sterke konkurransedyktige virksomheter og viser store muligheter for norske selskaper i leverandørindustrien internasjonalt (Regjeringen.no, 2014b)

Sosiale faktorer (S): Den største kommersielle kunnskapsbasen i Norge er petroleumsklyngen (Regjeringen.no, 2013). Kunnskapsnivået i Norge er høyt og ligger rundt gjennomsnittet i OECD-landene (OECD, 2012a, 2012b)¹⁵. I 2013 hadde hele 24% av den norske befolkningen utdanning fra universitet/høyskole, noe som ser ut til å øke i årene fremover (SSB, 2014a, 2014b).

¹⁵ Målt i matematikk og vitenskap

Regjeringen mener at kunnskap er avgjørende for konkurransekraft og bygging av landet. Regjeringen lover å satse på høyere kompetanse og kunnskap for å styrke velferdsordningen. Kunnskap gir sosial mobilitet og muligheter for alle. For å kunne opprettholde aktivitetsnivået på den norske sokkelen må kompetansen og teknologien utvikles kontinuerlig. Regjeringen skal tilrettelegge for at leverandørindustrien skal kunne vokse og utvikles videre for å opprettholde sin lederposisjon i det internasjonale markedet (Regjeringen.no, 2013).

Etterspørselen etter havvind er økende. Det gir den norske leverandørindustrien en fordel. Videreføring av offshorekompetansen benyttes når prosjektene blir mer komplekse og mobilisert på dypere vann og lengre fra land. Kunnskap, erfaring og relasjoner fra offshore petroleum vil legge grunnlag for konkurransefortrinn i det europeiske markedet for havvind (Hansen & Steen, 2011)

Teknologiske faktorer (T): olje- og energiminister Tord Lien mener at en nøkkelårsak til leverandørindustrien har lyktes på norsk sokkel. Innen havbunnsteknologi er Norge en ledende klynge globalt (Regjeringen.no, 2015). Tøffe værforhold, krevende selskaper og strengt regelverk er noe av det som kan forklare utviklingen i den teknologisk verdensledende norske leverandørindustrien (Norsk Petroleum, 2015b).

Regjeringen satser på forskning, utvikling, innovasjon og nytenking. Et av regjeringens mål fra 2013 er at Norge skal være i Europa-toppen av mest innovative land. Den nasjonale og internasjonale konkurransen er høy, og selskapene i bransjen er dermed nødt for å inneha en høy grad av innovasjon og effektivitet for å kunne være konkurransedyktige (Norges Rederiforbund, 2014a, 2014b). Økt satsning på forskning og nytenkning skal medføre et bedre grunnlag for verdiskapning. I Europa foregår det en omlegging av energiforsyningen. Dette gir store muligheter for økt verdiskapning på norsk sokkel. Regjeringen tilrettelegger for at videreutvikling av energibransjen skal være innovativ og konkurransedyktig ved hjelp av teknologiutvikling. Regjeringen anser et bærekraftig nivå innenfor petroleumsnæringen som særdeles viktig. Dette for å unngå at den teknologiske fagkunnskapen forsvinner, og heller derimot gjøres bredere. Derfor vil regjeringen styrke forskning innenfor petroleumsområdet. I Nordsjøen kreves teknologi som kan driftes under lave temperaturer og krevende omgivelser. Den nyeste teknologien foretrekkes av kundene som gir selskapene tidspress for å bli valgt som leverandør. Økonomisk levetid for en ROV er ansett fra å være 5-

8 år, men på bakgrunn av tidspresset må oppgraderinger utføres underveis (Reach Subsea, 2015a; Regjeringen.no, 2013).

Regjeringen lovte i 2013 å forbedre og bygge ut infrastrukturen og kystforvaltningen, samt legge til rette for tilstrekkelig nettkapasitet over hele landet (Regjeringen.no, 2013). 2.75 milliarder kroner ble formidler til dette formålet som gir styrket godstransport fra sjø til land. En viktig investering for fremtidig god kystforvaltning og styrking av konkurransekraften for sjøtransporten (Norges Rederiforbund, 2014c).

Miljømessige faktorer (E): den geografiske plasseringen Norge har, er strategisk god for subseatjenester. Global sett er norsk sokkel et av de største markedene for offshorevirksomhet. Den suksessrike oljenæringen skyldes store mengde olje i Nordsjøen og Barentshavet (Norsk Petroleum, 2015b).

Værforholdet på den norske sokkelen kan være svært tøft og utfordrene. Selskaper har derfor brukt Nordsjøen som et laboratorium for testing av utstyr og teknikker. Dette gir norske selskaper hjemmebanefordel, for å teste og løse teknologiske utfordringer. Å være i stand til å utnytte sokkelens ressurser er en avgjørende forutsetning for at den norske leverandørbransjen skal kunne være konkurransedyktig (Norsk Petroleum, 2015b).

Norge har også store havområder med gode forhold for tidevannsenergi og havvind. Offshore vindkraft er en ny bransje i vekst, med økende etterspørsel etter fornybar energi. Staten jobber med å finne de beste områdene for å kunne bygge offshore havvindparker. Når disse blir satset på avhenger av teknologisk utvikling, etterspørsel og kostnadene det innebærer (Olje- og energidepartementet, 2013). I Europa er dette markedet i ferd med å bli et betydelig energi- og industrisatsning. De første vindparkene ble mobilisert på grunt vann, men tendenserer nå mot å bygge på dypere vann (Hansen & Steen, 2011).

Den norske stat har i oppdrag å forvalte energiressursene på en effektiv og miljøvennlig måte. Energipolitikken må derfor ha fokus på miljømessige og forsvarlige rammer ved utnyttelse av ressurser (Regjeringen.no, 2012). Oljeindustrien må dermed ta hensyn til natur og miljøvern ved videre utvikling (Bayern Gas Norge, 2015). Den norske energipolitikken skal også ha fokus på hvordan energiforsyning, klimautfordringer og utvikling av næringslivet ses i sammenheng. Utvinning av olje og gass skal skje på mest mulig miljøvennlig måte. Det stilles strenge krav til beredskap, sikkerhet og miljø ved utvinning i nye områder. Regjeringen

skal legge til rette for miljøvennlig adferd blant norske selskaper. Dagens regjering har organisert et utvalg med hovedformål å vurdere hvordan oljevernberedskapen kan styrkes innenfor følgende feltområder; teknologi, produktutvikling, industribygging og kompetanse innen oljevernberedskap. Miljøpolitikken er i vinden. Stadig flere og mer omfattende miljøkrav pålegges bransjer og selskaper noe som fører til økte kostnader. Ny teknologi må skaffes og flere avgifter må betales (Regjeringen.no, 2013).

Fra PESTLE-analysen konkluderes det med at Reach Subsea står ovenfor en rekke krav fra reguleringer og teknologisk tidspress. Bransjen er følsom for svingninger i oljeprisen og drar med seg usikkerhet som kan resultere i store tap eller høy lønnsomhet. Andre muligheter i markedet finnes i alternative energikilder som offshore havfelt. Tidspunktet for investeringer eller nye satsningsområder kan være svært avgjørende for utfallet. Analysen belyser bransjens rammevilkår, trender og hendelser i de makroøkonomiske forholdene. Rammevilkår og makrofaktorer påvirker Reach Subseas mulighet for å generere profitt, og vil dermed være svært relevant i verdsettelsen av selskapet.

6 Regnskapsanalyse

Dette kapitlet vil bygge på Reach Subsea sine års- og kvartalsrapporter. Rapportene, bransjepresentasjonen i kapittel 3 og den strategiske analysen i kapittel 5 vil danne grunnlaget for budsjetteringen av fremtidige kontantstrømmer. Kapitlet inneholder også vekstanalyse og risikoanalyse av virksomheten.

Hensikten med regnskapsanalysen er å systematisk bearbeide historisk regnskapsinformasjon, for å kunne predikere fremtiden basert på underliggende økonomiske forhold. Det er den underliggende verdiskapningen og lønnsomheten regnskapsanalysen skal gi informasjon om (Fladstad & Tofteland, 2006). Et regnskaps hovedformål er å optimalisere ressursallokeringen. Offentlig informasjon og den strategiske analysen av Reach Subsea vil være utgangspunktet for dette arbeidet. Dette understøttes av emiriske undersøkelser som tilsier at selskaper med høy lønnsomhet har en tendens til å ha høy lønnsomhet fremover. Det motsatte gjelder for selskaper med lavere lønnsomhet, som vil trenge mer tid på å finne løsninger på problemene (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Informasjon fra regnskapet er relevant for prising i aksjemarkedet. Dette fordi historiske resultater vil reflektere fundamentale faktorer som eksempelvis ansattes og ledelsens kompetanse, selskapets teknologiske nivå og konkurranseforholdene i markedet (Gjesdal, 2007). Historisk lønnsomhet kan fortelle mye om selskapets fremtidige lønnsomhet seks til ti år frem i tid (Penman, 1991).

Om regnskapet skal omgrupperes finnes det forskjellige synspunkter på. Det kan diskuteres hvorvidt regnskapet har investor- eller kreditorperspektiv. En kreditor vil ha mest fokus på kredittverdigheten, mens investorene er mer opptatt av verdien av virksomheten. Penman (2011) og Gjesdal (2007) omgrupperer regnskapet før de utarbeider prognoser. Derimot foretas det ikke omgrupperinger i bøkene til Damodaran (2012) og Titman & Martin (2014). På bakgrunn av dette vil det ikke foretas noen omgrupperinger av regnskapet i denne vurderingen.

6.1 Analysenivå

Analysen omfatter konsernet Reach Subsea ASA. Årsaken er at det vil gi et mer fullstendig bilde av selskapet, enn kun regnskapet til moderselskapet. Alternativt kunne det også blitt analysert de ulike forretningsområdene, men per tilgjengelig informasjon vil dette medføre en

del problemer underveis. Tilgjengelig informasjon er ikke fordelt etter forretningsområder, og derfor vil en slik analyse være vanskelig.

6.2 Analyseperiode

Total analyseperiode vil være fra regnskapsåret 2013 til og med regnskapsåret 2014, totalt to år. Denne perioden er valgt på bakgrunn av at selskapet ble etablert mot slutten av året 2012, og dermed vil disse tallene ikke være sammenlignbare med resten av perioden.

En kortere analyseperioden kan være en aktuelt ettersom at leverandørindustrien er sterkt påvirket av oljeprisen og etterspørsel etter oljen. Som tidligere beskrevet svinger oljeprisen og etterspørselen fort, noe som fort slår ut i fremtidsutsiktene til bedriftene. Analyseperioden bør inneholde perioder av høy- og lavkonjunkturer for å kunne representere bransjens hyppige sykluser. Derfor vil bransjesnittet estimeres fra 2011-2014, for å dekke ulike markedsforhold.

I vedlegg 4 finnes en oversikt over resultatregnskap, balanse og endring i egenkapitalen for analyseperioden 2013-2014. Dette er offentlig tilgjengelig informasjon, hentet fra årsrapporter. Tallene oppgis i NOK 1 000. Reach Subsea utarbeider konsernregnskapet etter internasjonale regnskapsstandarder (IFRS) og fortolkninger fra IFRS fortolkningskomite (IFRIC), som fastsettes av EU (Reach Subsea, 2014a).

6.3 Justering av målefeil

Finansregnskapet må av og til justeres for målefeil. Målefeil skyldes at regnskapsførte verdier ikke stemmer overens med virkelig verdi, der differansen mellom rapportert og virkelig verdi karakteriseres som målefeil. Måleproblemer i regnskapet skjer ofte i forbindelse med (Kristoffersen, 2012):

- Periodisering av inntekter og kostnader i regnskapet i forbindelse med års avslutningen
- Skillet mellom vedlikehold og påkostning av varige driftsmidler
- Beregning av avskrivninger
- Beregninger knyttet til forventet tap på kundeordringer
- Beregning av ukurans i varelager

- Bruk av historisk kostpris kan føre til skjulte reserver i regnskapet dersom bokført verdi avviker fra virkelig verdi
- Kreativ regnskapsføring.

Disse kan videre fordeles på de tre kildene til målefeil (Fladset & Gjendem, 2013):

1. *Avvik mellom virkelig verdi og korrekt historisk kost.* Målegrunnlaget for finansregnskapet er historisk kostpris. Målefeilen kan oppstå om eiendeler og gjeld ikke verdsettes til virkelig verdi, slik at det vil oppstå skjulte reserver i regnskapet (Kristoffersen, 2008).

2. *"Korrekt historisk kost" og "god regnskapsskikk" stemmer ikke overens.* Målefeilen oppstår når regnskapsloven og historisk kost avviker fra hverandre. Eksempelvis vil en slik målefeil forekomme ved periodisk balanseføring og direkte kostnadsføring (Finansdepartementet, 1998a, 1998b; Fladset & Gjendem, 2013).

3. *Rapporterte tall og god regnskapsskikk utgjør et avvik,* gjennom manipulasjon av tall i resultat og balanse. Slik kreativ regnskapsføring kan skape målefeil ved å legge frem en falsk fremstilling av selskapets økonomiske situasjon. Dette gjøres av ulike hensikter, men som regel for å få inn mer kapital i selskapet. Det er liten sannsynlighet for at denne målefeilen er til stede, så lenge statusautorisert revisor godkjenner årsregnskapene (Fladset & Gjendem, 2013).

Reach Subsea benytter PricewaterhouseCoopers AS (PWC) som sin revisor. Revisor beretter at selskapets årsregnskap er i henhold til internasjonal standard for attestasjonsoppdrag ISAE 3000, som samsvarer regnskapsloven og god regnskapsskikk. Revisor konkluderer med at ledelsen har gitt ordentlig og oversiktlige selskapsopplysninger i samsvar med lov og god norsk bokføringsskikk (Reach Subsea, 2015a). Dette eliminerer sjansen for kreativ regnskapsføring. Reach Subsea utarbeider som tidligere nevnt konsernregnskapet etter IFRS, noe revisor godkjenner at har blitt gjort. Derfor vil mulighetene for feilperiodisering være lave, samt at nedskrivninger og avskrivninger er korrekte. Som et resultat av dette vil det ikke være noen vesentlige avvik mellom regnskapsførte verdier og virkelig verdi på anleggsmidler og gjeld (Kristoffersen, 2012). Derfor er det naturlig å konkludere med at regnskapet for Reach Subsea er troverdig og uten vesentlige målefeil.

6.4 Historisk Vekst

Et tilbakeblitt på den historiske veksten til noen av de viktigste verdidriverne vil være med på å danne grunnlaget for fremtidige kontantstrømmer.

6.4.1 Driftsinntekter

I løpet av analyseperioden har driftsinntekter til Reach Subsea vokst fra 62 millioner til 311 millioner, en økning hele på 400%. Det er en enorm vekst i forhold til bransjegenomsnittet på 16,15%. Denne store forskjellen skyldes hovedsaklig at bransjeutvalget har hatt operasjonell aktivitet i flere år før denne analyseperioden. Reach Subsea hadde derimot oppstart av operasjonell drift i 2013 (fire måneder), mens i 2014 hadde bedriften sitt første hele år med full aktivitet. I tillegg var salgsinntektene positivt påvirket av en sterk dollar.

Første halvdel av 2013 hadde selskapet driftinntekter på ca 2 729kr, mens tredje kvartal alene dro inn 35 457kr og fjerde kvartal 24 090kr i driftsinntekter. Med andre ord stod andre halvdel av 2013 for 96% av driftsinntektene det året. I 2014 var driftsinntektene jevnere fordelt med 40% i første halvdel og 60% i andre halvdel (Reach Subsea, 2013c, 2013d, 2013e, 2014b, 2014c, 2014d, 2014e, 2015a, 2015e).

Tabell 3: Vekst i driftsinntekter

Driftsinntekt	Endring
Reach Subsea	399.63 %
Bransjen	16.15 %

Kilde: (DOF, 2012, 2013, 2014b, 2015a; Reach Subsea, 2014a, 2015a; Subsea 7, 2012, 2013, 2014, 2015)¹⁶

6.4.2 Driftskostnader

I likhet med driftsinntektene hadde også driftskostnadene en kraftig økning fra 82 460kr i 2013 til 290 130kr i 2014. Veksten på 250%, er i likhet med driftsinntektene en refleksjon av selskapets aktivitetsøkning og konsernets vekst. Bransjen derimot hadde en vekst på 22% i analyseperioden.

Kvartalsvis har driftkostnadene påløpt parallelt med inntektene. De to første kvartalene hadde driftskostnader på 11 241kr, mot de siste to kvartalenes 67 778kr. Fordelingen av kostnadene er 14% første halvdel og 86% i siste del. I 2014 ble påløpingen av driftskostnader jevnere

¹⁶ Valutakurs per 31.12.11 - 1NOK = \$0.1665 (DNB, 2012)
Valutakurs per 31.12.12 - 1NOK = \$0.1789 (DNB, 2013)
Valutakurs per 31.12.13 - 1NOK = \$0.1644 (DNB, 2014b)

fordelt, med henholdsvis 15%, 24%, 33% og 28% i kvartalene (Reach Subsea, 2013c, 2013d, 2013e, 2014b, 2014c, 2014d, 2014e, 2015a, 2015e).

Tabell 4 Vekst i driftskostnader

Driftskostnad	Endring
Reach Subsea	251.84 %
Bransjen	21.73 %

Kilde: (DOF, 2012, 2013, 2014b, 2015a; Reach Subsea, 2014a, 2015a; Subsea 7, 2012, 2013, 2014, 2015)

Reach Subsea har ikke overraskende hatt kraftige økninger i postene som utgjør totale driftskostnader. Dette dreier seg om salgskostnad, personalkostnad, avskrivninger og annen driftskostnad. Salgskostnaden har hatt en økning på 600%, mot bransjens økning på 38%. Ikke like stor økning for personalkostnaden, men en økning på 121%. Dette er den laveste positive økningen selskapet har hatt i løpet av perioden. Bransjens vekst for personalkostnader ligger i analyseperioden på 13%. Avskrivninger har økt med 275% i perioden. Dette kan tyde på at Reach Subsea har gjennomført en del kjøp av anleggsmidler som må avskrives. Bransjen har også hatt en positiv økning i avskrivninger på 13%. Reach Subseas andre driftskostnader har hatt en positiv vekst på 256.90% i løpet av analyseperioden. Bransjens annen driftskostnad har økt med 28%.

Tabell 5 Vekst i salgskostnader

Salgskostnad	Endring
Reach Subsea	599.43 %
Bransjen	38.18 %

Tabell 7 Vekst i avskrivninger

Avskrivninger	Endring
Reach Subsea	274.76 %
Bransjen	13.13 %

Tabell 6 Vekst i personalkostnader

Personalkostnad	Endring
Reach Subsea	121.16 %
Bransjen	13.04 %

Tabell 8 Vekst i andre driftskostnader

Annen driftskostnad	Endring
Reach Subsea	256.90 %
Bransjen	27.76 %

Kilde: (DOF, 2012, 2013, 2014b, 2015a; Reach Subsea, 2014a, 2015a; Subsea 7, 2012, 2013, 2014, 2015)

Totalt sett har bransjen hatt en økning i samtlige poster innenfor driftskostnadene.

6.4.3 Driftsmargin

Driftsmarginen er en nøkkeldriver, og kalles gjerne EBIT-margin. Nøkkeltallet viser forholdet mellom bedriftens driftsresultat (EBIT) og driftsinntekter. Driftsmarginen er en god indikator fordi den gir en bedre og enklere presentasjon av den operasjonelle situasjonen til et selskap, økonomisk sett.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}_t}{\text{Driftsinntekter}_t} = \frac{21\,020}{311\,150} = 0,0676$$

Reach Subseas driftsresultat i løpet av året er ca 6.76% av periodens salgsinntekter. Det betyr at for hver krone som omsettes går 93 øre med til å dekke kostnader relatert til drift (Fladstad & Tofteland, 2006). I forhold til 2013 har Reach Subsea også hatt en stor forbedring i driftsmargin. Forholdet har gått fra å være negativt i 2013, til 6.76% i 2014. Dette skyldes igjen at driftsinntektene har økt (nesten femdoblet) og selskapet har oppnådd et positivt driftsresultat.

Bransjen har hatt en annen utvikling. Bransjen hadde i 2013 en driftsmargin på 10.91%, men ved utgangen av 2014 hadde forholdet blitt redusert til 0.92%. Nedgangen skyldes hovedsaklig en negativ EBIT for den ene representanten av bransjeutvalget (DOF, 2012, 2013, 2014b, 2015a; Reach Subsea, 2014a, 2015a; Subsea 7, 2012, 2013, 2014, 2015).

Sett i forhold til bransjen ligger Reach Subsea over bransjegjennomsnittet for 2014, og bruker dermed mer av hver omsatt krone til å dekke driftskostnader.

6.5 Risikoanalyse

Reach Subseas risiko og lønnsomhet vil analyseres ved hjelp av forholdstall. Analysen vil deles inn i to: part en vil være en analyse av kortsiktig likviditetsrisiko (inntil et år) og en langsiktig soliditetsrisiko. Hensikten med analysen er å få en god oversikt over selskapets utvikling og økonomiske situasjon. Analysen vil også gi oversikten over likviditetsstyringen. Ved å benytte forholdstall får man innsikt i underliggende økonomiske forhold, men må ses i sammenheng med eksempelvis størrelsen på kapitalen som har generert resultatet for å kunne gi mening (Fladstad & Tofteland, 2006).

Forholdstallene vil sammenlignes med Reach Subseas konkurrenter presentert i kapittel 2.2. Konkurrentene brukes som grunnlag for å kalkulere bransjegjennomsnittet, som igjen benyttes

for å vurdere Reach Subseas forholdstall. Metoden skal kartlegge verdifull innsikt om selskapets posisjon i markedet (Fladstad & Tofteland, 2006).

Leverandørindustrien karakteriseres som svært volatil med hyppige sykluser. I lavkonjunkturer kan ratene være under "break-even" punktene, noe som betyr at selskapene er nødt til å tåle lengre perioder med tap og fortsatt være i stand til å stå til rette for sine forpliktelser. Derfor vil det utføres analyser på kort sikt (likviditetsanalyse), og for lengre tidsaspekter (soliditetsanalyse). Resultatet av disse analysene oppsummeres i en syntetisk rating bakerst i kapitlet.

Figur 13 Risikoanalyse



6.5.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen vil kartlegge Reach Subseas kortsiktige kredittrisiko og vise dens evne til å betale sin gjeld etter hvert som den forfaller til betaling (Boye, Heskestad, & Holm, 2010).

Varelager, fordringer, investeringer og kontantbeholdning inkluderes i omløpsmidler.

Kortsiktige forpliktelser er selskapets totale kortsiktige gjeld med forfall innen et år etter balansetidspunktet (Fladstad & Tofteland, 2006).

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er en indikator på hvor god evne selskapet har til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (normalsituasjonen). Dette nøkkeltallet viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Man sammenligner omløpsmidler og kortsiktig gjeld på bakgrunn av at den kortsiktige gjelden ofte dekkes ved at det frigjøres kapital bundet i

omløpsmidler. Likviditetsgrad 1 bør være større enn 2 (Fladstad & Tofteland, 2006; Kristoffersen, 2012).

$$\text{Likviditetsgrad 1}_{2014} = \frac{\text{omløpsmidler}}{\text{kortsiktig gjeld}} = \frac{98\,967}{49\,266} = 2.01$$

Tabell 9 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1	Gjennomsnitt
Reach Subsea	4.84
Bransje	1.11

Kilde: (DOF, 2012, 2013, 2014b, 2015a; Reach Subsea, 2014a, 2015a; Subsea 7, 2012, 2013, 2014, 2015)

Tabellen viser Reach Subseas likviditetsgrad 1 i forhold til konkurrentenes i løpet av analyseperioden. Reach Subsea har ligget over bransjegjennomsnittet samtlige år, med 7.67 i 2013 og 2.01 i 2014. Gjennomsnittlige likviditetsgrad 1 for Reach Subsea er på 4.84, mens gjennomsnittet for bransjen var 1.11. For Reach Subsea er likviditetsgraden tilfredsstillende siden verdien er større enn 2. Det betyr at Reach Subsea hatt kapasitet til å dekke selskapets kortsiktige gjeld med sine omløpsmidler i hele analyseperioden.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 kalles også for "syretesten". Nøkkeltallet tar for seg forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. Omløpsmidler som anses som mest likvide er bankinnskudd, kontantekvivalenter, fordringer og aksjer for videre salg. Varelager anses som det minst likvide omløpsmiddelet. Dette gjøres siden varebeholdningen kan være vanskelig å få raskt omgjort til kapital. Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1 (Fladstad & Tofteland, 2006).

$$\text{Likviditetsgrad 2}_{2014} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{kortsiktig gjeld}} = \frac{98\,967 - 0}{49\,266} = 2.01$$

Tabell 10 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2	Gjennomsnitt
Reach Subsea	4.84
Bransje	1.10

Kilde: (DOF, 2012, 2013, 2014b, 2015a; Reach Subsea, 2014a, 2015a; Subsea 7, 2012, 2013, 2014, 2015)

Reach Subsea har ikke varelager, og derfor blir likviditetsgrad 2 identisk med likviditetsgrad 1. Gjennomsnittet for Reach Subseas likviditetsgrad 2 er på 4.84, mens bransjen ligger på et gjennomsnitt på 1.10. Likviditetsgrad 2 i 2014 er tilfredsstillende med en verdi på 2.01. Dette indikerer at Reach Subsea har mulighet til å betale kortsiktig gjeld med sine mest likvide omløpsmidler. Dette gjelder for hele analyseperioden.

6.5.2 Soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen skal kartlegge Reach Subseas evne til å betale sine forpliktelser over et lengre tidsperspektiv. Soliditetsanalysen vurderer utviklingen i selskapets evne til å bære tap. For å belyse soliditeten vil nøkkeltallene egenkapitalandel, rentedekningsgrad og driftsrentabilitet analyseres. Til slutt vil det presenteres et finansieringsskjema som viser en oversikt over virksomhetenes finansieringsstruktur (Fladstad & Tofteland, 2006).

Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser forholdet mellom egenkapitalen og totalkapitalen. Dette nøkkeltallet belyser hvor mye av totalkapitalen som er finansiert av egenkapital (soliditet).

Egenkapitalandelen kan også være et kjennetegn på selskapets soliditet. Høyere egenkapitalandel viser mulighet for god håndtering av fremtidig usikkerhet. Totalkapitalen defineres som summen av virksomhetens eiendeler (Fladstad & Tofteland, 2006).

$$\text{Egenkapitalandel}_{2014} = \frac{\text{egenkapital}}{\text{totalkapital}} = \frac{154\,177}{262\,961} = 0.59$$

Tabell 11 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel	Gjennomsnitt
Reach Subsea	0.60
Bransje	0.49

Kilde: (DOF, 2012, 2013, 2014b, 2015a; Reach Subsea, 2014a, 2015a; Subsea 7, 2012, 2013, 2014, 2015)

I gjennomsnitt har bransjen hatt en egenkapitalandel på 0.49, mens Reach Subsea har hatt et gjennomsnitt på 0.60. I 2014 kunne Reach Subsea finansiere eiendelene med 60% egenkapital, og tilsvarende 61% i 2013. Bransjen oppnådde en egenkapitalandel i de respektive årene på 0.50. Med dette har Reach Subsea hatt en egenkapitalandel litt over

gjennomsnittet for bransjen gjennom hele analyseperioden. Dette betyr at Reach Subsea kan tåle mer tap enn bransjeutvalget. At Reach Subsea har en høyere egenkapitalsandel enn bransjen, viser at Reach Subsea oppnår en høyere verdi på kredittverdigheten og bedre håndtering av fremtidig usikkerhet.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden uttrykker selskapets evne til å betale sine renteforpliktelser ved forfall, med utgangspunkt i selskapets ordinære drift. Dette nøkkeltallet indikerer graden av risiko forbundet med kapitalstrukturen, og muligheten selskapet har for å påta seg tyngre gjeldsforpliktelser. Ved å benytte dette forholdstallet får man målt både soliditet og rentabilitet. Rentedekningsgraden bør være større enn 3 (Fladstad & Tofteland, 2006).

$$\text{Rentedekningsgrad}_{2014} = \frac{\text{resultat før skatt} + \text{rentekostnad}}{\text{rentekostnad}} = \frac{24\,831 + 6\,081}{6\,081} = 5.08$$

Tabell 12 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad	Gjennomsnitt
Reach Subsea	-5.89
Bransje	-0.58

Kilde: (DOF, 2012, 2013, 2014b, 2015a; Reach Subsea, 2014a, 2015a; Subsea 7, 2012, 2013, 2014, 2015)

I 2013 hadde Reach Subsea en utilstrekkelig rentedekningsgrad på -16.85, noe som skyldtes et negativt resultat før skatt. Reach Subsea har i 2014 en rentedekningsgrad på 5.08, noe som medfører at selskapet ikke har problemer med å betale sine rentekostnader (rentedekningsgrad > 3). Det ligger også til rette for at Reach Subsea kan påta seg mer gjeld og mulighet for å handle mer med den. Det gir god sikkerhetsmargin for Reach Subseas kreditorer for betaling av forpliktelser som fremgår av avtalen.

6.5.3 Driftsrentabilitet

Reach Subseas driftsrentabilitet kan uttrykkes som forholdet mellom driftsresultatet (EBIT) og gjennomsnittlig netto driftskapital. Dette skyldes at resultatmålene i formelen ikke er justert for skatt. Netto driftskapital er selskapets driftseiendeler fratrukket kontanter og gjeld.

Driftseiendeler er eiendeler som direkte relateres til selskapets hovedaktivitet. Finansiell gjeld er forpliktelser der det eksplisitt ikke er avtalt renter som kompensasjon mellom selskapet og kreditor (Fladstad & Tofteland, 2006). Det betyr at driftsrentabiliteten kartlegger hva avkastningen på selskapets reelle driftskapital bidrar med.

$$\text{Driftsrentabilitet}_{2014} = \frac{\text{driftsresultat}}{\text{gjennomsnittlig netto driftskapital}} = \frac{21\,020}{\frac{(105\,789 + 152\,667)}{2}} = 0.16$$

Tabell 13 Netto driftsrentabilitet

Netto Driftsrentabilitet	Gjennomsnitt
Reach Subsea	4.24
Bransje	4.10

Kilde: (DOF, 2012, 2013, 2014b, 2015a; Reach Subsea, 2014a, 2015a; Subsea 7, 2012, 2013, 2014, 2015)

Rentabiliteten til Reach Subsea var på 0.16 i 2014, mens bransjen hadde en verdi på 0.54. I løpet av analyseperioden var Reach Subseas netto driftsrentabilitet på 4.24, mens bransjen hadde et nivå på 4.10. Dette betyr at i gjennomsnitt har Reach Subsea hatt høyere lønnsomhet enn bransjen, uavhengig av finansielle eiendeler og finansiering. Det motsatte var tilfellet i 2014, da bransjen hadde større driftsrentabilitet enn Reach Subsea.

6.5.4 Syntetisk rating

På bakgrunn av at Reach Subsea ikke har obligasjoner, må det estimeres syntetiske ratinger for å kunne beregne gjeldskostnaden. Dette gjøres ved å se på Reach Subseas kalkulerte nøkkeltall og deretter tilordne selskapet en klassifisering og risikoklasse. Når en systematisk rating er gjennomført, kan denne brukes til å anslå gjeldskostnaden før skatt (Damodaran, 2012).

Den syntetiske ratingen vil ta utgangspunkt i Standard & Poors ratingssystem. Dette systemet uttrykker kredittverdigheten til selskapet (relativt sett) gjennom fremtidsrettede antagelser. Rangeringen hensyntar både den nåværende situasjonen og den potensielle effekten av kredittrisiko for fremtidige hendelser (Standard & Poor, 2014b). En slik rating kartlegger kredittrisiko og rangeringen indikerer kredittkvalitet. Kreditt-begrepet viser til spørsmålet om

et finansielt instrument vil bli betalt i henhold til avtalevilkår (Standard & Poor, 2012). Systemet tar for seg nøkkeltallene; likviditetsgrad 1, egenkapitalandel, rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet. I systemet vil klasse "AAA" er høyeste vurdering og betyr at selskapet har ekstremt sterk evne til å oppfylle økonomiske forpliktelser. Klasse "D" er derimot av laveste vurdering og betyr betalingsmislighold på finansielle forpliktelser (Knivsflå, 2009). Vedlegg 6 inneholder rating-tabellen denne vurderingen er basert på. Den syntetiske ratingen for Reach Subsea er presentert i tabell 14:

Tabell 14 Syntetisk Rating

Syntetisk rating	2013		2014	
Likviditetsgrad 1	7,67	AA	2,01	BBB
Rentedekningsgrad	-16,85	D	5,08	AA
Egenkapitalandel	0,61	A	0,59	A
Netto driftsrentabilitet			0,16	BBB
Gjennomsnitt Reach	BB		A	
Gjennomsnitt Bransje	BBB		BBB	

Kilde: (DOF, 2012, 2013, 2014b, 2015a; Reach Subsea, 2014a, 2015a; Subsea 7, 2012, 2013, 2014, 2015)

Av tabellen kommer det frem at Reach Subsea hatt en høyere rating i 2013 og 2014 enn det markedet har hatt. I 2013 hadde selskapet en gjennomsnittlig rating på BB, mot bransjegjennomsnittets BBB rating. Klasse BB gir Reach Subsea en årlig konkurssannsynlighet på 1.36% og en kredittrisiko på 0.6.

Året 2014 var det beste for Reach Subsea sett ut fra ratingperspektivet. I 2014 oppnår Reach Subsea en rating-score på A. Dette medfører at selskapet karakteriseres som et selskap medhørende lav risiko og et sikkert investeringsobjekt. Sannsynligheten for konkurs og kredittrisiko reduseres til henholdsvis 0.24% og 0.25.

I gjennomsnitt oppnår både Reach Subsea og bransjen den samme ratingen på BBB.

Klasse BBB anses for å ha lav grad av spekulative egenskaper (Standard & Poor, 2014a). Selskapet og bransjen holder seg så vidt inne i kategorien lavrisiko, der denne grensen ligger på BBB eller bedre.

Kredittvurderingen om kredittrisiko uttrykker meninger om evne og vilje til Reach Subsea for å møte sine finansielle forpliktelser i samsvar med vilkårene i disse forpliktelsene.

Kredittvurdering illustrerer kredittkvaliteten til forpliktelser, og den relative sannsynligheten for at de kan misligholdes (Standard & Poor, 2014b).

6.5.7 Finansiell markedsrisiko

Reach Subsea eksponeres for flere ulike markedsrisikoer gjennom arten av virksomheten. Operasjonell finansiell risiko gjennom fraktrater, valutakurser og rentesatser kan påvirke selskapets eiendeler, forpliktelser og fremtidige kontantstrømmer. Eksponeringen for rente- og valutarisiko er stort sett gjennom finansiering og kontrakter med kunder (Reach Subsea, 2015a).

Rentesatser

Reach Subsea eksponeres for endringer i markedsrenten, spesielt for gjeldsrenta på de langsiktige forpliktelsene selskapet har. Av årsrapporten fremkommer det at Reach Subsea har i hovedsak to gjeldsposter, gjeld til kredittinstitusjoner og banklån. For posten gjeld til kredittinstitusjoner foreligger årlig gjennomsnitts kupongrente på 5.4%, mens for banklån er rentekostnaden basert på NIBOR pluss fast rentesats for hele lånets løpetid. Fast rente reduserer eksponeringen for renteendringer, i motsetning til flytende renteordninger (Reach Subsea, 2014a, 2015a).

Valuta

Risiko vedrørende valuta oppstår fra fremtidige handelstransaksjoner og balanseførte eiendeler eller forpliktelser. Fremtidige kontantstrømmer, lønnsomhet, konkurranseevne, samt evnen til å betjene gjeld kan påvirkes av valutavolatilitet ved handel av utenlandsk valuta (Hill, Cronk, & Wickramasekera, 2011). Rapporteringsvalutaen for Reach Subsea er norske kroner (NOK). Bedriften utsettes for valutaeksponeringer primært til NOK, USD og EUR gjennom sine internasjonale operasjoner. Dette betyr at Reach Subsea påvirkes av svingninger i valutakurser og derfor har selskapet satt seg som mål å ha inntekter og utgifter i samme valuta (NOK).

Salgsinntektene var i 2014 sterk påvirket av en sterk dollar. Dette gjenspeiles i regnskapet av en (realisert) valutagevinst, som resulterte til 3.9 millioner i netto finansresultat. Reach Subsea sikrer seg mot valutasvingninger gjennom finansielle derivater og bokfører valutaposter etter regnskapslovens §5-9. Eventuelle valuta gevinster/tap posteres som finansinntekter.

Ledelsen vurderer jevnlig markedsrisikoen for å redusere og håndtere de viktigste risikofaktorene. Deretter fastsettes tiltak for å redusere trusselen når en stor risikofaktor identifiseres. Løpende vurderes metoder for sikringer (hedge) og risiko for å kontrollere og minimere de mulige negative effektene på selskapets finansielle resultater. Reach Subsea har utarbeidet en styringsplan med fokus på uforutsigbarheten i finansmarkedet som tiltak for dette (Reach Subsea, 2015a).

I tredje og fjerde kvartal ble det merket lavere aktivitet sammenlignet med andre kvartal, grunnet oljeselskapenes revurdering av investeringsplaner for fremtiden. Verdien på utestående tender er dog fortsatt på et fornuftig nivå, ca 250 millioner NOK for arbeid hovedrelatert til 2015 (Reach Subsea, 2015e).

7 Fremtidig Kontantstrøm/Vekstprognoser

Prognostisering av fremtidige kontantstrømmer er nødvendig for alle verdsettelsesmetoder (Gjesdal, 2012). Derfor vil det estimeres spesifikke prognoser for analyseperioden, der det antas konstant vekst fra og med terminaltidspunktet. Analysene fra tidligere kapitler vil danne grunnlaget for når det i dette kapitlet skal kalkuleres vekstrater for de viktigste verdidriverne. Videre vil et tilbakeblikk på den historiske veksten til disse verdidriverne danne grunnlaget for fremtidige kontantstrømmer. For å få et reelt bilde av bransjeendringer utvides analyseområdet til å gjelde fra 2008-2014 for de sammenlignbare selskapene. Dette intervallet er representativt da det inneholder oppgangstider og nedgangstider som preger leverandørmarkedet. Dette kapitlet vil være grunnlaget for budsjettingen av fremtidige regnskaper og kontantstrømmer for Reach Subsea. Viser til rammeverket i figur 10.

7.1 Budsjetthorisont

Horisonten for budsjettet avhenger av tiden selskapet bruker for å oppnå stabile inntekter og kostnader som er på nivå med generell vekst i økonomien. Reach Subsea er som tidligere diskutert (kapittel 4) i vekststadiet. Budsjetthorisonten settes til 10 år, og budsjettet vil lages for samtlige år frem til 2024. Dette skyldes i hovedsak selskapets korte eksistensperiode og derfor vil en langsiktig plan være naturlig. De påfølgende årene etter 2024 antas det at kontantstrømmen vil følge en konstant gitt vekstrate. Nåverdien av kontantstrømmen etter budsjettperioden beregnes som terminalverdi.

7.2 Verdidrivere

En verdidriver har en avgjørende betydning for selskapets inntektsnivå og lønnsomhet, og gir gjerne en direkte indikator på hvordan omsetning og lønnsomhet vil utvikle seg (Lederkilden.no, 2015). For Reach Subsea er sentrale verdidrivere som påvirker selskapets kontantstrøm ansett å være:

- driftsinntekter
- driftskostnader (inkl salgskostnader, personalkostnader, avskrivninger og andre driftskostnader)
- kapital investering
- endring i arbeidskapital

Reach Subseas oppgir i bedriftspresentasjonen av fjerde kvartal 2014 en justert og realistisk vekstplan for sentrale inntekts- og kostnadsfaktorer for en fireårs periode. Denne vekstplanen bygger på forutsetninger om markedets redusert aktivitet som følge av lavere aktivitet i olje- og gass-segmentet en kommende periode, samt revurderinger av selskapenes utgifter og satsningsområder for de neste to årene (Reach Subsea, 2015g). Disse antagelsene stemmer overens med markedsanalysen utført i kapittel 3 og PESTEL-analysen i kapittel 5. Her kom det frem at på kort sikt vil markedet oppleve redusert etterspørsel, men på lengre sikt vil aktiviteten og etterspørselen ta seg opp i takt med forventet økende oljepris frem til 2040. Regjeringen skal også tilrettelegge for bedre konkurransedyktige forhold for den norske leverandørindustrien. Reach Subsea påtar seg helst kontrakter av moderat risiko for å sikre omsetningen og lønnsomheten parallelt med økning i flåte, portefølje og antall ansatte (Reach Subsea, 2015g).

Tabell 15 illustrerer selskapets vekstplan, justert for driftsmidler som faktisk var i drift og faktisk antall ansatte. For 2015 er antall skip og ROV-systemer basert på forventet flåteliste for året fra, jf kapittel 2.1.7. Tallene oppgitt er per 31. desember for de respektive årene.

Tabell 15 Justert vekstplan for Reach Subsea

Vekstpost	2013	2014	2015E	2016E
Skip	1	4	5	6
ROV-system	2	4	9	12
Ansatte	29	51	100	250
Ingeniører	15	25	60	80

Kilde: (Reach Subsea, 2015g)

Denne oppdaterte vekstplanen legges til grunn for prognostiseringen av fremtidig kontantstrøm. For en oversikt over de estimerte multiplikatorene vises det til vedlegg 8.

7.2.1 Vekst i driftsinntekter

Etterspørselen etter subseatjenester vil være avgjørende ved prognostiseringen av driftsinntekter. Aktiviteten i oljenæringen er fortsatt høy, men det forventes som beskrevet i

kapittel 3 at oljeprisen vil fortsette å være lav en stund fremover før den vil vokse mot 539kr fatet i 2024 (EIA, 2015a). Det medfører at aktivitetsnivået i oljebransjen vil reduseres over tid og kan føre til overkapasitet på kort sikt. På lengre sikt vil markedet ta seg opp i takt med oljeprisen og utsatte prosjekter vil bli satt i gang. Globalt vil fortsatt etterspørselen øke, og i 2034 vil energietterspørselen være 33% høyere enn i 2011, se kapittel 3.

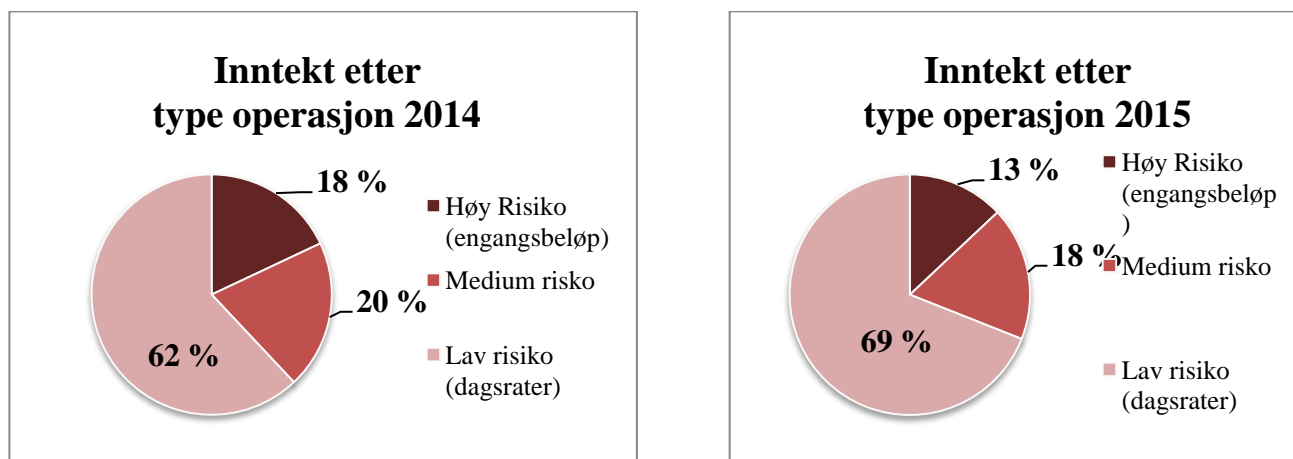
Anbudene Reach Subsea fremlegger for sine kunder er avtaler der Reach Subsea gir en pakkeprise på båt, mannskap, ROVer og engineering tjenester for at oppdraget kan bli utført. Det velges å bruke det antallet ROVer selskapet har i drift som målestokk for oppdragene.

I 2014 hadde selskapet driftsinntekter på 311 150kr og fire ROVer i drift. Det betyr at hver ROV genererer 77 787.5kr i året og 213.12kr per dag. Tilsvarende hadde selskapet driftsinntekter på 62 276kr i 2013 og to ROVer i drift i fire måneder, som gir en daglig inntekt på 255.23kr. Sammenlignet med 2014 var dette en tilsvarende dagsinntekt, men litt høyere noe som kan skyldes bedre markedsforhold da kontraktene ble inngått.

Basert på dette velges det å legge til grunn den daglige inntekten fra 2014, da det forventes at dette er et mer normalisert år enn 2013. Året 2014 representerer også større svingninger i markedet som må hensyntas. Bedriften kan vise til en kontraktslogg på ca 500 000kr (pluss opsjoner), der omtrent 335 000kr (pluss opsjoner) relateres til arbeid i 2015 (Reach Subsea, 2015a, 2015g). Videre antas det at inntektene vil reduseres med 25% i 2015. Dette fordi det antas 15% lavere petroleumsinvesteringer for året og 5% lavere omsetning for leverandørindustrien (se kapittel 3). Basert på få tildelinger av kontrakten (kapittel 3), selskapsstørrelsen, fortsatt lav oljepris og en resterende kontraktslogg på 165 000kr antas det at dette vil gi ringvirkninger på totalt 25% for selskapets inntekter. Dette fører til at selskapet vil ha en driftinntekt på 525 066kr i 2015.

På bakgrunn av antagelsene om markedet for 2015, vil Reach Subsea øke andelen av prosjekter med lav risiko fra 62% til 69%. Samtidig skal andelen av risikofylte prosjekter reduseres fra 18% til 13%, se figur 14. Dette vil medføre at inntektene og lønnsomheten sikres, mens risikoen reduseres.

Figur 14 Driftsinntekter etter risikoprofil

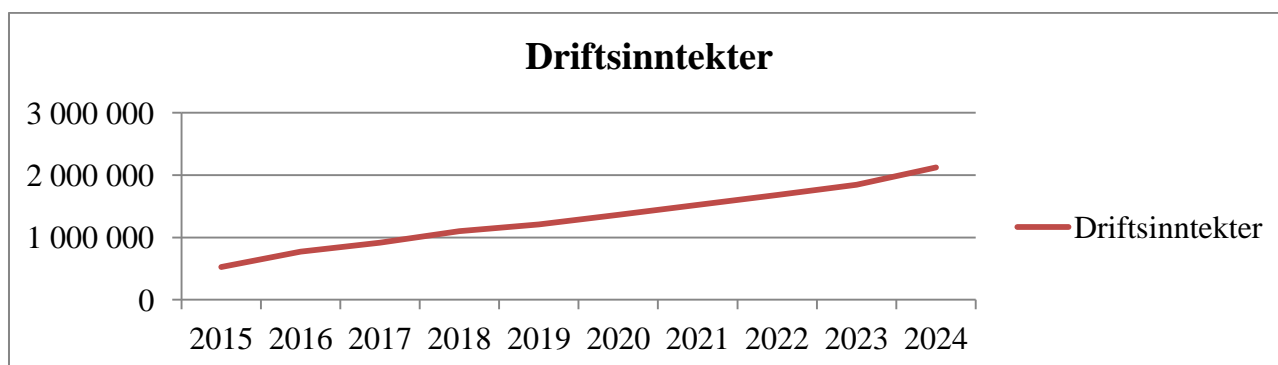


Kilde:(Reach Subsea, 2015g)

For 2016 er det som beskrevet i kapittel 3 forventet 7.2% lavere petroleumsinvesteringer enn i 2014. Også for dette året legges til en ytterligere 10% reduksjon av driftsinntektene som følge av lavere oljepris, få tildelinger og liten nåværende kontraktslogg. Dette gir totale inntekter på 772 897kr for 2016.

For årene etter 2016 forventes det at markedet tar seg opp, større satsning på maritim fornybar energi og økende etterspørsel etter energi. Utsatte prosjekter antas vil bli iverksatt og oljeprisen økes. Derfor forutsettes det at driftsinntektene vil øke gradvis og proporsjonelt med investeringene fra 2016. Det gir inntekter i 2024 på 2 123 599kr, som kun er justert 2.5% fra optimale driftsinntekter. Denne 2.5% er en refleksjon av markedets vekst i oljeprisen fra 2017 til 2024. Justeringen hensyntar utnyttelsesgraden for den økende flåten.

Figur 15 Vekst i driftsinntekter



Totalt sett vil dette bety økende driftsinntekter gjennom hele budsjettperioden, men med en fallende rate. Under et vanskelig og utfordrende marked ligger fokuset på å tilby en rimelig pris, uten at det påvirker effektiviteten og sikkerheten. Raske manøvreringer vil også være nødvendige for å kunne overleve i markedet (Reach Subsea, 2015a).

7.2.2 Driftsmargin

Under presenteres noen av de viktigste driverne for driftskostnadene. Disse vil videre bli brukt til å budsjettere netto driftsmarginer. Driftskostnadene er påvirket av veksten i konsernet, i henhold til budsjett (Reach Subsea, 2014a).

Salgskostnader

Salgskostnadene hadde fra 2013 til 2014 en økning på 599% og med dette størst vekst av alle driftskostnadspostene. Bransjen hadde på sin side en økning i salgskostnader på 33.18%. De høye vekstratene skyldes i hovedsak økte inntekter fra både Reach Subsea og bransjeutvalget.

For prognostiseringen av salgskostnadene vil forholdet mellom bedriftens historiske salgskostnader og driftsinntekter ligge til grunn for estimeringen av fremtidige salgskostnader. Dette forholdet legges til grunn da det er naturlig å anta at salgskostnadene vil øke ved en økning i driftsinntekter.

Selskapets historiske forhold mellom salgskostnaden og driftsinntekten er presentert under i tabell 16.

Tabell 16 Multiplikator salgskostnad

Salgskostnad	2013	2014	Gjennomsnitt
Salgskostnad	6 100	42 665	
Driftsinntekter	62 276	311 150	
Multiplikator	0,0980	0,1371	0,1175

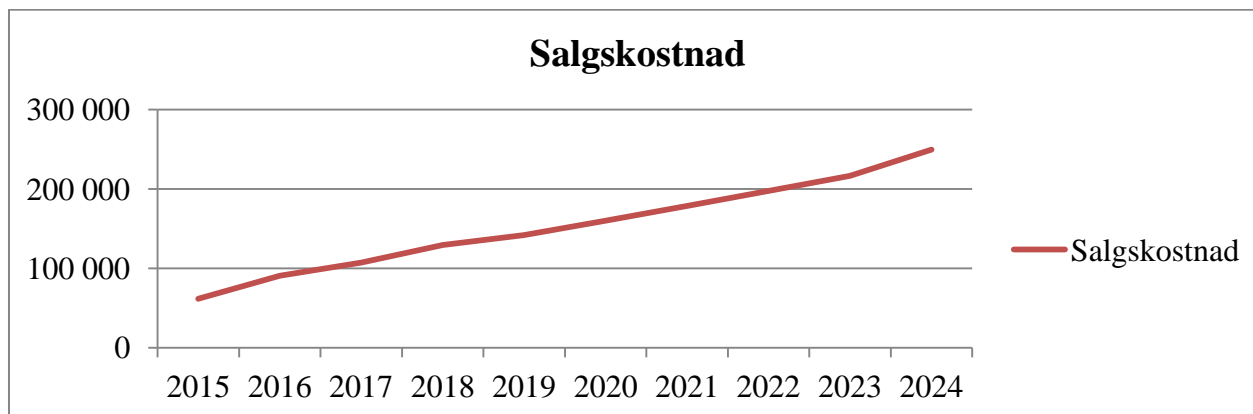
Kilde: (Reach Subsea, 2014a, 2015a)

Tabellen viser en økning i multiplikatoren som følge av økningen i salgskostnader og driftsinntekter. Ved estimeringen av selskapets kontantstrøm for 2015, vil gjennomsnittet på 0.1175 benyttes som multiplikator.

Fremtidige salgskostnader antas vil være voksende ettersom selskapet planlegger å utvide utstyrspoolen og å øke inntektene således. Ved periodens slutt i 2024 vil salgskostnaden være på 249 599kr.

Nedenfor finnes en illustrasjon av fremtidige salgskostnader.

Figur 16 Fremtidige salgskostnader



Kilde: (Reach Subsea, 2014a, 2015a)

Personalkostnader

Fra 2013 til 2014 har personalkostnadene økt med 121.16%. For bransjen har personalkostnadene derimot økt med 13.04%. Det antas voksende rate, men noe lavere vekst etter hvert (0.3%). Dette grunnet antagelser om lavere lønnvekst i de kommende årene, se kapittel 5. Kostnadsøkningen skyldes først å fremst at det må ansettes mer personell i tråd med investeringene i nye skip/ROV og krav til engineeringstjenester i inngåtte kontrakter, for å kunne bemanne og tilby kundene disse nyinvesteringene. Videre antas det også at personalets lønninger vil øke noe og utvidet kontraktslogg.

For å bemanne en stk klasse 3 WROV antas det at det er nødvendig med 18 ansatte. Per skift trengs det 6 stykk (3 på dag og 3 på natt) (Norsok Standard, 2012). Videre må ytterligere to skift dekkes for at det skal utgjøre en turnus. Dette medfører 18 ansatte totalt. Gjennomsnittlig årslønn for ROV-piloter ligger på ca 900 kr (6.7 per dag¹⁷), mens gjennomsnittslønn per supervisor er 1 100kr (8.2 per dag) og en gjennomsnittslønn for superintendens er på 1 225kr (9.1 per dag) (Tuen, 2015). Dette forutsetter følgelig et døgnbasert mannskap. Det antas at det ligger til grunn samme behov av personell ved nyinvesteringer i Surveyor Interceptor

¹⁷ Antall arbeidsdager per offshoreansatt er 134 dager á 12 timer.

ROV. Det må også ansettes et visst antall nye medarbeidere på land i tråd med kapitalinvesteringer.

Følgelig er personellbehovet tatt hensyn til i vekstplanen til Reach Subsea. Derfor vil et gjennomsnitt av selskapets forhold mellom personalkostnader og driftsinntekter ligge til grunn for prognostiseringen av fremtidige personalkostnader.

Tabell 17 Multiplikator personalkostnader

Personalkostnader	2013	2014	Gjennomsnitt
Personalkostnader	18 945	41 899	
Driftsinntekter	62 276	311 151	
Multiplikator	0,3042	0,1347	0,2194

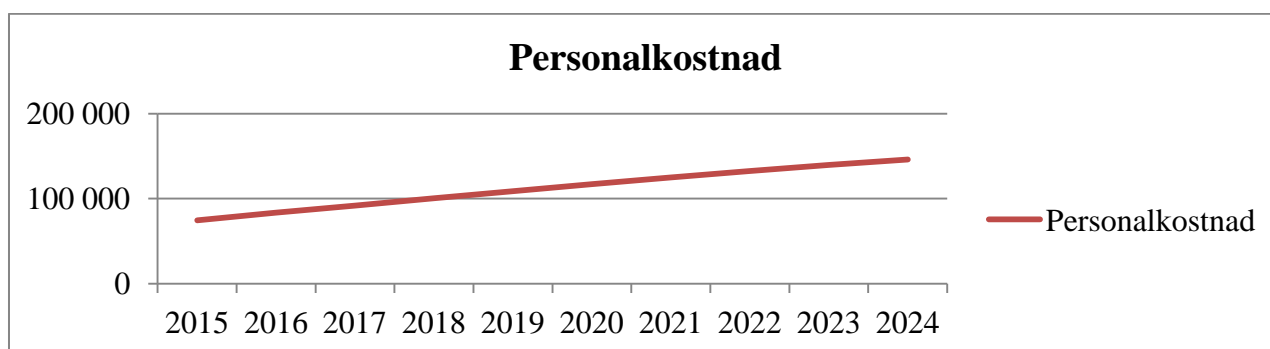
Kilde: (Reach Subsea, 2014a, 2015a)

Forholdet mellom personalkostnader og driftsinntekter viser en reduksjon i multiplikatoren som følge av femdoblede driftsinntekter, og ikke tilsvarende økning i personalkostnader. For beregningen av kontantstrømmen for 2015 benyttes en multiplikator på 21.94%, hvor vi antar at denne faktoren reduseres etter hvert.

Personalkostnadene settes til 21.94% av driftsinntektene for 2015 og 2016, men vil reduseres med 0.3% for å reflektere lavere fremtidig lønnsvekst fra og med 2017, slik at i 2024 vil personalkostnadene utgjøre 19.54% av driftsinntektene.

Nedenfor finnes en illustrasjon av fremtidige personalkostnader.

Figur 17 Fremtidige personalkostnader



Kilde: (Reach Subsea, 2014a, 2015a)

Andre Driftskostnader

Andre driftskostnader omfatter vedlikeholds-, leie-, konsulent- og administrasjonskostnader. Gjennomsnittlig vekst for Reach Subsea var på 256.90%, mens bransjen hadde en økning på 27.76%. Dette er den største kostnadsposten innen driftskostnader.

Leiekostnadene omfatter leasingavtalene som selskapet inngår og regnskapsføres som andre driftskostnader. For å finne en vekstrate for andre driftskostnader velges det å dele opp driftskostnaden i poster som påvirkes av investeringene i skip og kostnader som ikke er like påvirkbare. Variable resultatposter forutsettes er leie- og konsulentkostnader, ettersom disse har vokst mye i løpet av årene. Vedlikeholdskostnaden har også hatt en økning det siste året, noe som kan begrunnes med flere og eldre ROVer. Administrasjonskostnader har vært relativt stabile og det vil dermed ikke være nødvendig med like stor endring i denne posten.

Leie- og konsulenttjenester utgjorde 43 113kr i 2013. Dette var inntekter opptjent i løpet av selskapets fire måneder med operasjonell drift, noe som utgjør en daglig kostnad på 353.39kr. I 2013 var det kun et skip i drift slik at det kan antas at dette skriptet krevde disse kostnadene.

I 2014 utgjorde leie- og konsulentkostnadene 177 383kr, en økning på 311% fra 2013. Daglig kostnad er kalkulert til 485.98kr. Dette året hadde Reach Subsea fire skip i drift, som betyr at kostnaden per dag per skip er på 121.5kr (Reach Subsea, 2015a). Kostnaden for 2014 er nesten tre ganger mindre enn kostnaden for 2013. Dette kan skyldes at båten som ble benyttet i 2013 var en kortsiktig kontrakt som gjaldt ut 2013, noe som i praksis er dyrere enn langsiktige kontrakter (Tuen, 2015). Andre årsaker til de høye kostnadene kan være at Reach Subsea var villige til å betale en høyere pris for første kontrakt, og markedsforholdene var bedre.

Tabell 18 Multiplikator andre driftskostnader

Andre driftskostnader	2013	2014	Gjennomsnitt
Leie- og konsulentkostnad	43 113	177 383	311,44 %
Vedlikeholdskostnad	0	1 550	155000 %
Administrative kostnader	10 653	12 957	21,63 %

Kilde: (Reach Subsea, 2015a)

For å beregne leie- og konsulentkostnaden for skipsinvesteringen analyseres leieavtalene for de kjente kontraktsverdiene Reach Subsea har inngått med rederiene. Leieavtalen på 5 år (pluss opsjoner) mellom Solstad og Reach for skipet Normand Reach har en kontraktsverdi på

650 000kr totalt sett, noe som gir et gjennomsnitt per år på 130 000kr (365.16kr per dag). Viking Neptun avtalen med Eidesvik Offshore (3 år + opsjoner) beløper seg totalt til 30 200kr (Eidesvik Offshore, 2015). Det medfører et årlig gjennomsnitt på 10 067kr per år (27.58kr per dag). Avtalen med Myklebusthaug for Dina Star er en et års avtale (pluss opsjoner) som har en kontraktsverdi på ca 10 000kr (27.4kr per dag) (Urvik, 2014). Subseabransjen preges av både korte og langsiktige kontrakter. Kontraktene er også veldig forskjellige da omfanget, nødvendige ressurser, markedsutsikter og tidsperspektivet har innvirkning på kontraktsprisen. På bakgrunn av dette settes investeringene i skip til et gjennomsnitt av disse kjente kontraktsverdien. Verdien beløper seg til 50 022.22kr per år (137.05kr per dag).

Av kontraktsanalysen ser man at dagsraten på 137.05kr er ganske tilsvarende den gjennomsnittlige dagskostnaden for leie- og konsulenttjenester på 121.5 kr per dag. Dermed legges kostnadene fra 2014 til grunn for, da dette er forutsatt til å være et mer normalt år enn 2013.

For investeringer i fartøyer settes veksten til et skip per år. Dette er identisk med hva selskapet anser som realistisk vekst, gitt markedsforutsetningene (se vekstplan i kapittel 7.1). Derfor antas det at selskapet øker sine leie og konsulentkostnader med 44 347.5kr per år for hvert skip de investerer i.

Vedlikeholdskostnaden forventes å være økende ettersom flere ROVer blir eldre og som diskutert står leverandørbransjen ovenfor et stort teknologisk press mot driftsmidlene. Denne kostnadene er da vanskelig å forutse, men vil anta økende og avtagende vekst. Posten er varierende og vil noen år være høy og noen år være lav, det avhenger av markedet, arbeidsoppgaver og ROVens alder. Det antas at denne posten henger sammen med investeringene gjort i ROV'er. For vedlikeholdskostnadene tas det utgangspunkt i antall ROVer selskapet allerede har investert i, og ikke antall ROVer i drift. Dette skyldes at nye ROVer også kan trenge en oppdatering av systemet, slik som ved WROV leveringene i fjerde kvartal 2013 (Reach Subsea, 2014b).

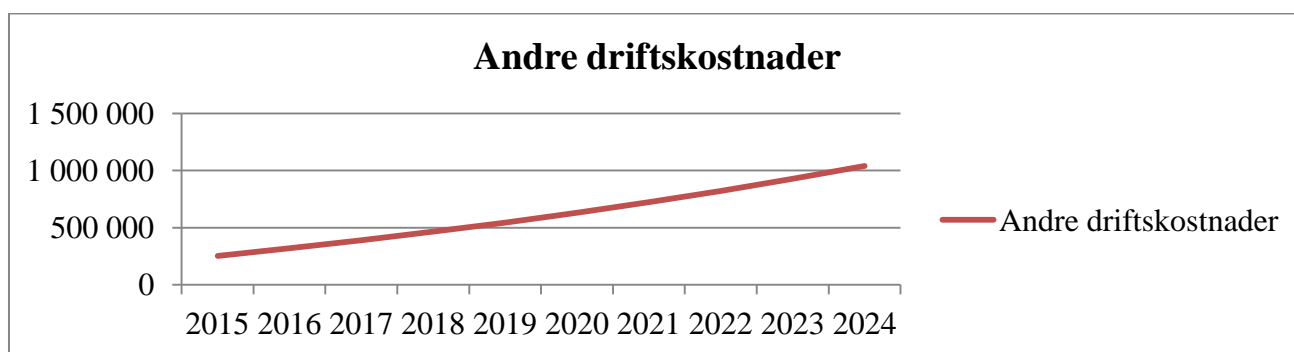
I 2014 eide selskapet 7 ROVer og det ble bokført vedlikeholdskostnader for 1 550kr, med andre ord 221.43kr per stykk. Denne posten settes dermed til å øke med antall investeringer i ROVer. Det antas at det investeres i to nye ROVer per år, dermed vil vedlikeholdskostnader øke med 442.86kr per år.

Administrasjonskostnadene antas å utgjøre 7% av de overstående andre driftskostnadene. Dette grunnet en mer stabil kostnad i løpet av årene. I 2014 utgjorde administrasjonskostnadene 7% av andre driftskostnader, derfor legges dette forholdet til grunn.

Summen av alle postene i driftskostnader vil danne grunnlaget for fremtidige andre driftskostnader. Totalt vil andre driftskostnader i 2015 utgjøre 253 249kr, mens den i 2024 vil utgjøre 1 040 048kr.

Figur 18 viser utviklingen i andre driftskostnader gjennom perioden.

Figur 18 Fremtidige andre driftskostnader



Kilde: (Reach Subsea, 2014a, 2015a)

Avskrivninger

Avskrivningskostnadene forventes å øke som en konsekvens av økte kapitalinvesteringer vedrørende kjøp og påkostninger av nye ROVer. En ROV har en avskrivningsperiode på 3-8 år (Reach Subsea, 2015a). Leasingavtalene for skipene trenger ikke å avskrives, da disse kostnadsføres. En gjennomsnittlige vekst i avskrivninger i løpet av analyseperioden for Reach Subsea ble kalkulert til 275%. Denne veksten skyldes som nevnt betydelige investeringer i anleggsmidler i 2014. Bransjen hadde en vekst i avskrivninger på 13.13%.

Inngående ROV-flåte per 01. januar 2013 var på fire ROV, men hadde økt til syv stk per 31. desember 2014 (1 ROV er JV-eierskap). Dette gir en vekst på ca to ROVer per år. I Reach Subseas vekstplan presenteres det en ROV-flåte på 12 ROVer i 2016. Det gir en gjennomsnittlig årlig vekst fra 2013 til 2016 på nettopp 2 ROVer.

Det betyr at Reach Subsea vil for året investere i to nye ROVer. For ROV investeringene antas det at det investeres i en Surveyor ROV hvert andre år, totalt fire ganger. Slik at i 2022 innehar selskapet fem stk Surveyor Interceptorer. De øvrige investeringene i ROVer antas å være arbeids ROVer, slik at flåten i 2024 består av 23 WROVer og 5 Surveyor Interceptorer (Reach Subsea, 2015a, 2015g).

Å øke ROV-flåten med to ROVer i snitt per år anses som realistisk.

For å budsjettere avskrivningene benyttes det en multiplikator basert på et gjennomsnitt av analyseperioden. Multiplikatoren viser forholdet mellom årets avskrivninger og gjennomsnittet av årets bokførte verdi av anleggsmidler før avskrivninger.

$$\begin{aligned} \text{multiplikator}_t &= \frac{\text{avskrivninger}_t}{(\text{anleggsmidler}_{t-1} + \text{anleggsmidler}_t + \text{avskrivninger}_t)/2} \\ &= \frac{13\,675}{(93\,904 + 163\,995 + 13\,675)/2} = 0.1007 \end{aligned}$$

Tabell 19 Multiplikator avskrivninger

Avskrivninger	2013	2014	Gjennomsnitt
Multiplikator	7,17 %	10,07 %	8,62 %

(Reach Subsea, 2014a, 2015a)

Ut fra analyseårenes gjennomsnitt blir multiplikatoren estimert til å være 8.62%.

Multiplikatorens utvikling har vært positiv i løpet av perioden, noe som kan forklares av økte investeringer i driftsmidler i 2014. Multiplikatorens gjennomsnitt på 8.62% vil benyttes for kalkulering av fremtidige avskrivninger. Årets forventede gjennomsnittlige anleggsmidler før avskrivninger multipliseres med 8.62% for å finne årets avskrivninger.

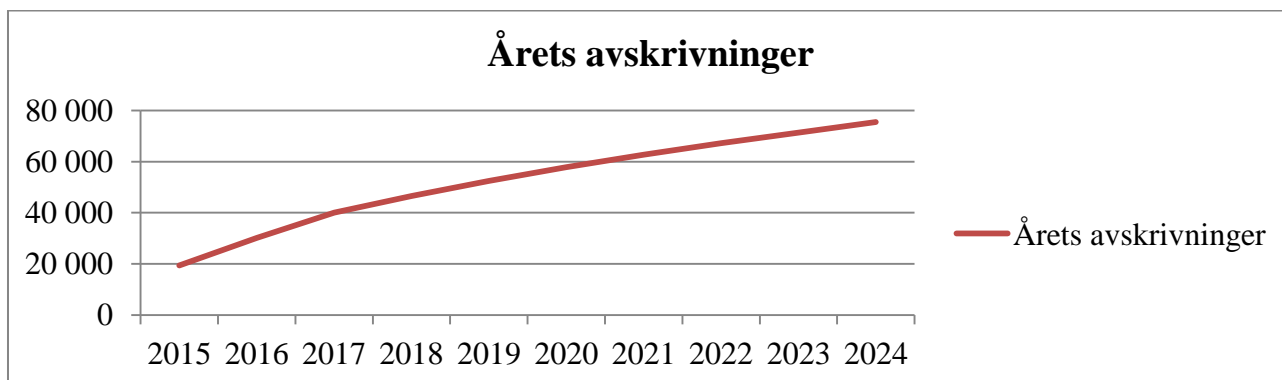
$$\begin{aligned} \text{Avskrivninger}_t &= \frac{\text{anleggsmidler}_{t-1} + (\text{anleggsmidler}_{t-1}) + \text{kapitalinvesteringer}_t}{2} \\ &\quad * 8.62\% \end{aligned}$$

Avskrivninger forklares som antatt verdi på årets gjennomsnittlige anleggsmidler per 31. desember, multiplisert med multiplikatoren som representerer det gjennomsnittlige

forholdet mellom faktiske avskrivninger og årets gjennomsnittlige anleggsmidler før årets avskrivninger

For en detaljert oversikt over selskapets fremtidige avskrivninger vises det til vedlegg 7. Figur 19 viser en illustrasjon av Reach Subseas fremtidige avskrivninger.

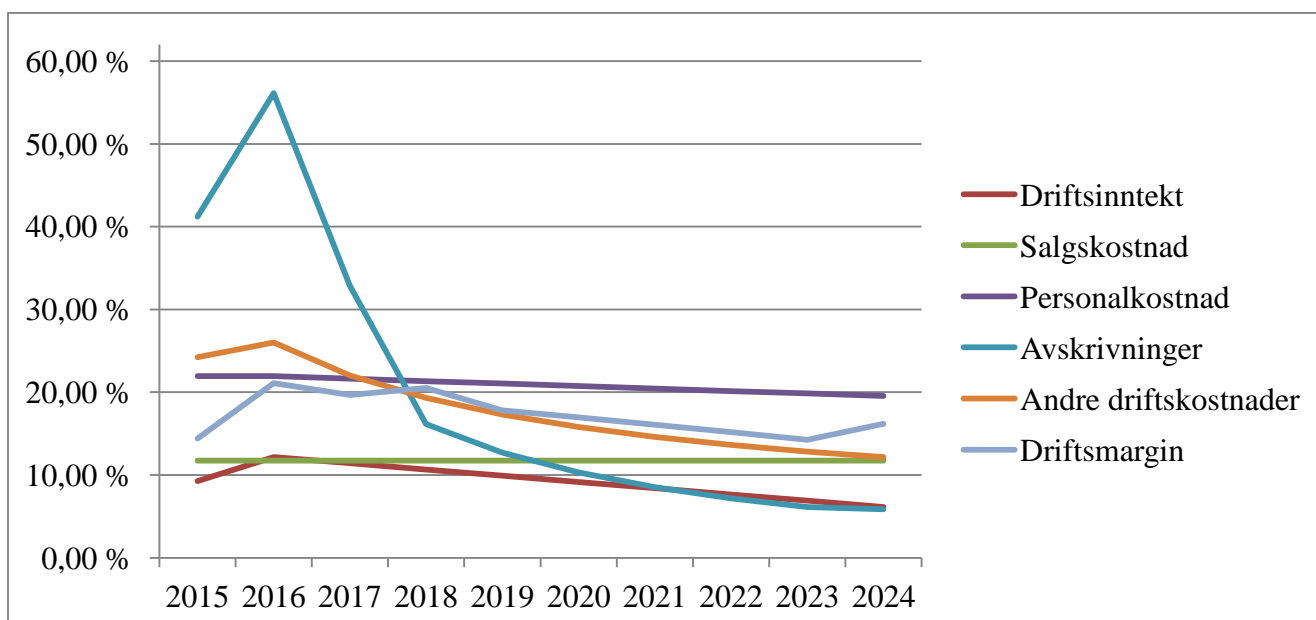
Figur 19: Fremtidige avskrivninger



Kilde: (Reach Subsea, 2014a, 2015a)

Utviklingen til driftskostnadens verdidrivere i forhold til hverandre er illustrert i figur 20.

Figur 20: Årlige vekstrater



Driftsinntekter og salgskostnader har samme vekstrate. Dette skyldes at salgskostnadene er satt til å utgjøre 11,75% av driftsinntektene gjennom hele perioden.

Personalkostnaden ar avtagende vekstprosent jo lengre ut i budsjettperioden den kommer. Kostnadsposten har større vekst enn driftsinntektene etter som disse kostnadene i 2015 utgjør 22% mens i 2024 utgjør 49%. Dette betyr at forholdet mellom personalkostnader og driftsinntekter er økende.

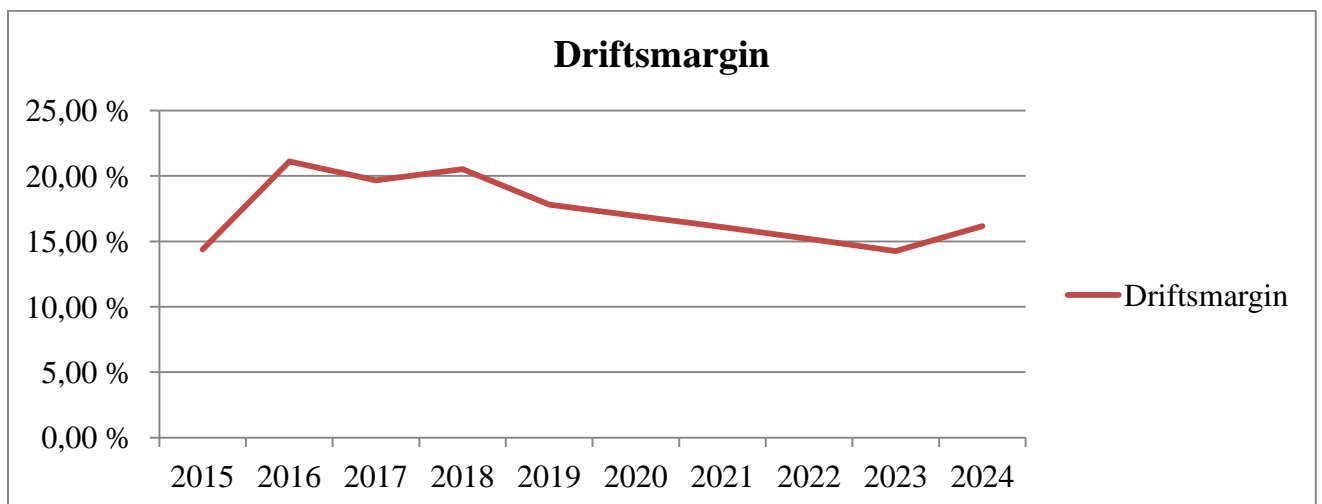
Andre driftskostnader har i snitt en økende, men negativ utvikling i sine kostnader. I 2015 utgjør andre driftskostnader 48% av driftsinntektene, mens i 2024 utgjør kostnadene 49% av driftsinntektene. Det betyr at andre driftskostnader har hatt tilnærmet lik vekst som driftsinntektene. Årsaken til dette er at begge resultatpostene avhenger av investeringene selskapet foretar.

Avskrivningene øker frem til 2016 og har en fallende kurve etterpå. Dette skyldes at ulike forventninger til flåten, flere nyinvesteringer og at lengre ut i budsjettperioden vil driftsmidlene bli ferdig avskrevet. Utviklingen i avskrivninger er naturlig ettersom ROVene følger en lineær avskrivningsplan med levetid mellom 3-8 år (Reach Subsea, 2015a).

Driftsmargin

Reach Subsea har i 2014 en driftsmargin på 6.76%, i forhold til bransjens gjennomsnitt for 2014 på 20.33%. Det antas at Reach Subsea vil ligge på et høyere nivå fra 2015 av enn hva som var tilfellet i 2014. Nivået vil synke litt fra 2018 til 2023 før marginen vil snu oppover igjen. Gjennomsnittlig i budsjettperioden vil Reach Subsea ha en driftsmargin på 17.22%, en positiv utvikling fra 2014. Dette oppsummeres i figur 21.

Figur 21 Prognostisert driftsmargin



7.2.3 Driftsskatt

Driftsskatten anses for å være 27%

7.3 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital defineres som omløpsmidler minus kortsiktig gjeld (Damodaran, 2012). En økning av arbeidskapitalen vil redusere kontantstrømmene tilgjengelig for investorene, mens en reduksjon av arbeidskapitalen vil drenere selskapets kontantstrøm. Arbeidskapitalen viser bedriftens driftslikviditet. Om selskapet har omløpsmidler lavere enn kortsiktig gjeld, indikerer dette underskudd/mangel i arbeidskapitalen. Det betyr at om selskapet skal ha mulighet for å fortsette sin virksomhet må den oppnå positiv arbeidskapital.

I verdivurderingen er vi interessert i effekten endringen i arbeidskapitalen har på kontantstrømmen. Derfor vil det bare analyseres endringer i ikke-kontanter for å få kontantstrømeffekter (Damodaran, 2012).

Et realistisk estimat av endingen i arbeidskapital vil medføre et estimat av hver enkel post som inngår i arbeidskapitalen.

Omløpsmidlene består av kundefordringer og andre kortsiktige fordringer. For estimeringen av fordringene benyttes det gjennomsnittlige prosentvise forholdet mellom fordringer og driftsinntekter.

Kortsiktig gjeld består av leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter, kortsiktig pantegjeld, og annen kortsiktig gjeld. Prognostiseringen av kortsiktig gjeld er estimert ut fra en multiplikator med grunnlag i det gjennomsnittlige forholdet mellom hver enkel post og totale driftskostnader.

Endringen i arbeidskapitalen presenteres i figur 22, men en fullstendig oversikt over multiplikatorene finnes i vedlegg 9.

Figur 22: Endring i arbeidskapital over analyseperioden

	Driftsrelaterte omløpsmidler	Driftsrelatert kortsiktig gjeld	Driftsrelatert arbeidskapital	Endring
2015	48 710	47 088	1 622	-10 399
2016	61 176	49 565	11 611	9 989
2017	77 731	52 190	25 541	13 931
2018	99 937	54 971	44 967	19 426
2019	129 995	57 917	72 078	27 111
2020	171 013	61 041	109 972	37 894
2021	227 388	64 352	163 036	53 063
2022	305 351	67 864	237 487	74 451
2023	413 741	71 588	342 152	104 665
2024	565 110	75 540	489 570	147 418
2025	777 298	79 732	697 566	207 996

7.4 Kapitalinvesteringer

Kapitalinvesteringer menes kjøp og salg av varige driftsmidler, pluss utgifter til periodisk vedlikehold. Investeringer i kapital skal generere fordeler over flere perioder, men må avskrives over utnyttbar levetid (i forhold til å generere fordeler). Kapitalinvesteringer må trekkes fra netto inntekt, da de representerer utbetalinger (Damodaran, 2012).

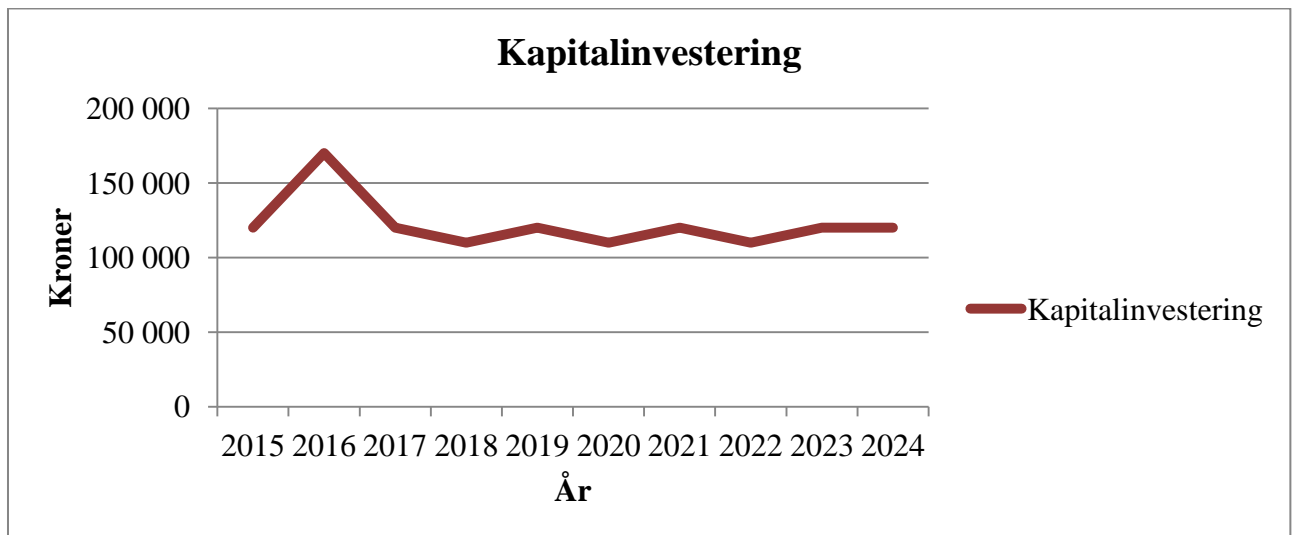
Varige driftsmidler regnskapsføres til anskaffelseskost, minus akkumulerte av- og nedskrivninger. Driftsmidlene anskaffelseskost er beregnet ut fra kjøpspris og kostnader relatert til kjøpet. Investeringer i periodisk vedlikehold og reparasjoner kostnadsføres som driftskostnader i perioden de påløper. Kostnaden for skipsleie regnskapsføres som annen driftskostnad og er derfor ikke en del av kapitalinvesteringene som beskrevet i kapittel 7.2.2 (Reach Subsea, 2014a, 2015a).

Det vanligste er at en båt huser to ROV'er inkludert spreads (Tuen, 2015). Dette er for at båtene skal være mer fleksible og skal kunne påta seg flere typer arbeid. Av Reach Subseas flåte per 31. desember 2014 er det kun Dina Star som ikke har to ROVer ombord, men skipet er dog bygget for å kunne mobilisere flere ROVer (Reach Subsea, 2015b). Derfor antas det at for hver investering av skip vil det investeres i tilhørende to nye ROVer.

I forbindelse med investeringer i ROVer antas at det investeres i en Surveyor ROV hvert andre år, totalt fire ganger. Slik at i 2022 innehar selskapet fem stk Surveyor Interceptorer. De øvrige investeringene i ROVer antas å være arbeids ROVer, slik at flåten i 2024 består av 23 WROVer og 5 Surveyor Interceptorer. Så i 2024 vil selskapet lease 14 båter, å samtidig ha eierskap over 28 ROVer. Flåten for 2015 vil bestå av 5 skip og 9 ROVer (Reach Subsea, 2015a, 2015g). Disse antagelsene stemmer godt overens med selskapets vekstplan presentert i kapittel 7.2.

For investeringer i WROV antas det at hver investering inneholder en stykk ROV og LARS, altså komplett ROV-system. Anskaffelseskost per WROV settes til 60 000kr (Tuen, 2015). For en Surveyor Interceptor antas det en anskaffelseskost på 50 000kr. Det antas at det ikke vil bli solgt noen ROVer i løpet av perioden.

Figur 23 Fremtidige kapitalinvesteringer



7.5 Fremtidig kontantstrøm

En fremtidig kontantstrøm for årene frem til 2024 kan settes opp basert på estimatene gjort i dette kapitlet. Kontantstrømmen er presentert i tabell 20. Kapitalinvesteringer trekkes ut da disse representerer utbetalinger, mens avskrininger legges tilbake fordi de ikke er kontantkostnader.

Tabell 20: Reach Subseas fremtidige kontantstrøm

Kontantstrøm	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<i>Antall ROVer</i>	9	12	14	16	18	20	22	24	26	28
+Driftsinnt.	525 066	772 897	914 781	1 101 720	1 209 751	1 362 837	1 519 657	1 680 210	1 844 497	2 123 599
-Salgskost.	-61 714	-90 843	-107 519	-129 491	-142 189	-160 182	-178 614	-197 485	-216 794	-249 599
-Personalkost.	-115 217	-169 600	-197 990	-235 145	-254 573	-282 699	-310 670	-338 452	-366 011	-415 024
-A. driftskost.	-253 249	-319 139	-389 405	-464 589	-545 035	-631 114	-723 217	-821 768	-927 218	-1 040 048
-Avskrivninger	-19 309	-30 144	-40 045	-46 506	-52 410	-57 806	-62 736	-67 241	-71 358	-75 551
=Driftsresultat	75 576	163 171	179 822	225 989	215 543	231 037	244 420	255 264	263 116	343 376
-Driftsskatt	20 406	44 056	48 552	61 017	58 197	62 380	65 993	68 921	71 041	92 712
=NOPAT	55 171	119 115	131 270	164 972	157 347	168 657	178 426	186 343	192 075	250 665
+Avskrivninger	19 309	30 144	40 045	46 506	52 410	57 806	62 736	67 241	71 358	75 551
ΔArbeidskapital	-10 399	9 989	13 931	19 426	27 111	37 894	53 063	74 451	104 665	147 418
-Kapitalinvest.	-120 000	-170 000	-120 000	-110 000	-120 000	-110 000	-120 000	-110 000	-120 000	-120 000
=Kontantstrøm	-35 121	-30 730	37 384	82 053	62 646	78 568	68 099	69 133	38 768	58 798

7.6 Vekst etter 2024

Etter 2024 forventes det at selskapet fortsatt vil være påvirket av faktorene beskrevet i analysene i kapittel 3 og 5. Dette vil i hovedsak dreie seg om investeringer i oljeindustrien, konkurransesituasjonen og etterspørsel.

For å holde et konsistent vekstforhold etter 2024 antas det at kapitalinvesteringene, arbeidskapitalen, avskrivningene og inntektene vil øke med 3%, i likhet med vekstraten benyttet i estimeringen av terminalverdien (se kapittel 9.1.1).

Veksten på 3% reflekterer Norges Banks inflasjonsmål på 2.5% og ventet vekst i BNP beskrevet i kapittel 3 og kapittel 5.

Investeringer i oljeindustrien

Selv etter 2024 antas det økende vekst for Reach Subsea. Dette grunnes satsningen på alternative energi-klider og fortsatt aktivitet innen tradisjonell olje- og gassutvinning. Dette kan begrunnes med fokus på alternative energikilder og fortsatt økt etterspørsel etter energi, som analysert i kapittel 3 og kapittel 5. Det forventes at fra 2024 til 2035 vil oljeprisen øke med 55.03% fra 554.31kr fatet til 859,34 fatet i 2040 (EIA, 2015a).

Det antas at etterspørselen etter olje og gass vil reduseres, da satsningen på alternative energikilder vil overta noe av etterspørselen. Som nevnt i kapittel 5 er hav-vindmøller noe Norge vil satse på i fremtiden. For slikt arbeid trengs det subsea-leverandører for at slike vindmøller skal kunne bli en realitet. Dog vil etterspørselen etter energi øke med en tredjedel fra 2011 til 2035, i tillegg vil etterspørselen etter Brent olje fra nordsjøen øke med 30% frem til 2040. I kapittel 3 ble det også nevnt at 50% av olje- og gassproduksjonen i 2030 enda ikke er utbygget.

Det anslås også at rentenivået også vil være økes etter 2024, se kapittel 5. Det medfører at verdensøkonomien svekkes og høyere krav avkastning på investeringer. Dette kan gjøre at mindre lønnsomme prosjekter ikke lenger er lønnsomme og ikke får investorer. Et resultat av renteøkning er lavere investeringsvillighet blant investorene.

Konkurransesituasjonen

Reach Subsea har hverken til nå eller planer om å utbetale utbytte til sine investorer. Dette medfører at selskapet kan tjene høye avkastninger på å reinvestere disse pengene i eget selskap, som videre kan medføre til vekst i aksjekursen. Reinvesteringer av egne kontantstrømmer i selskapelige eiendeler kan være med på å forlenge selskapets levetid (Ødegaard, 2014c).

Det blir også vanskeligere for Reach Subsea å opprettholde et høyt vekstnivå ettersom selskapet blir større og vokser. Etter hvert vil selskapet oppnå en vekstrate lik eller lavere enn økonomien selskapet opererer i. Vekstraten defineres som stabil og økningen kan opprettholdes uendelig. Derfor kan det antas at verdien av alle kontantstrømmer utover dette punktet inngår i terminalverdien for videre drift (Ødegaard, 2014c).

Etterspørsel etter olje og oljeprisen har, som diskutert i kapittel 3, stor betydning for investeringer i oljeindustrien og igjen videre vekst for leverandørbransjen. Derfor vil veksten i oljeprisen legges til grunn for fremtidig langsiktig vekst. Utgangspunktet for den langsiktige vekstraten for oljeindustrien og leverandørbransjen legges til International Energy Acergys foreslåtte realvekst i oljeprisen. Det forventes at oljeprisen i 2040 vil være på 859.34kr. Prisen per fat europeisk Brent olje var per 31. desember 2014 på 410.62kr, beskrevet i kapittel 3. Årlig realvekst (mengdevekst) i oljeprisen vil kan estimeres til:

$$\text{Realveksten} = \sqrt[26]{\frac{859.34}{410.62}} = 2.88\%.$$

Norges bank estimerer et inflasjonsmål på 2.5% (Norges Bank, 2015a). Med dette som grunnlag, vil Fisher-ligningen kunne gi oss den nominelle veksten (verdivekst) ut fra formelen (Bernhardsen & Kloster, 2002):

$$\text{Nominell vekst} = \text{real vekst} + \text{inflasjon} = 2.88\% + 2.5\% = 5.38\%$$

Årlig nominell vekst frem til 2040 er estimert til 5.38%.

8.0 Avkastningskrav

På bakgrunn av at markedet inneholder systematisk risiko krever selskapets investorer avkastning på sin kapitalleveranse. Dette avkastningskravet skal reflektere hva aksjonærene kunne fått ved alternativ og tilsvarende pengeplassering av samme risiko. En lavere avkastning enn avkastningskravet vil ikke være lønnsomt fra investors ståsted. Ved risikofri investering forventes det et lavere avkastningskrav, men uansett vil avkastningskravet være vesentlig høyere enn ved risikofri sparing (Bredesen, 2011). Usystematisk risiko, også omtalt som bedriftsrisiko, skal ikke påvirke avkastningskravet til aksjonærene da denne kan reduseres ved diversifikasjon. Den systematiske risikoen (markedsrisikoen) kan ikke diversifiseres og påvirker de fleste eller samtlige investeringer. Derfor må denne formen for risiko tas hensyn til i avkastningskravet (Berk & DeMarzo, 2014; Bredesen, 2011). Avkastningskravet fungerer som en "benchmark" for beslutnings- og kontrollformål. Om avkastningskravet er større enn en investerings avkastning, bør investeringen ikke gjennomføres, da investorens formue reduseres (Bredesen, 2011). Avkastningskravet skal ta hensyn til risiko, inflasjon og tidsverdi (Kaldestad & Møller, 2011).

Avkastningskravet er svært sentralt i forbindelse med verdsettelse. Ved beregningen av netto nåverdi benyttes kravet som diskonteringsfaktor. I kapittelet vil hvert av elementene i avkastningskravet enkeltvis presenteres og estimering av relevante krav. Videre i kapittelet vil det estimeres et avkastningskrav for Reach Subsea aksjen.

8.1 Egenkapitalkostnad

For å estimere Reach Subseas egenkapitalkostnad vil den velkjente kapitalverdimodellen benyttes. Modellen kalles også for Capital Asset Pricing Model (CAPM). Modellen analyserer aksjonærens avkastningskrav som han vil kreve på investeringen, egenkapitalkostnaden. Modellen er basert på antagelsen om at forventet avkastning på risikable investeringer skal være likevektet. For å benytte modellen må det tas seks forutsetninger (Bodie, Kane, & Marcus, 2011);

1. markedet er i perfekt konkurranse.
2. alle investorene planlegger å sitte på aksjen i akkurat det samme tidsrommet.
3. investeringene er forbundet til børsnoterte finansielle eiendeler, i tillegg er utlån og opptak av lån rentefrie.

4. investorer betaler ikke skatter på avkastning og heller ikke transaksjonskostnader ved handel av verdipapirer.
5. alle investorer er (rasjonelle med hensyn til optimering av forventning og varians (følger Markowitz sin modell for valg av portefølje).
6. investorene har homogene forventninger og antagelser om volatilitet, korrelasjon og forventet avkastning på verdipapirene.

Det finnes andre modeller for å beregne avkastningskravet som eksempelvis arbitrasjeprisingsteori (APT) og trefaktormodellen til Fama og French, men kapitalverdimodellen dominerer i praksis og innehar størst forklaringskraft (Kaldestad & Møller, 2011).

CAPM modellen gir egenkapitalkostnaden ved følgende likning (før skatt) (Bodie et al., 2011):

$$K_e = R_f + \beta_j [E(r_m) - E(R_f)]$$

- K_e = egnekapitalkostnad
- R_f = risikofri rente
- β_j = REACH beta
- $E(r_m) - E(R_f)$ = markedets risikopremie

8.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente (i nominell verdi) er den renta en kan oppnå ved å investere pengene i risikofrie aktiva og dermed ikke inneha misligholds- eller konkursrisiko (som eksempelvis å sette pengene i banken eller pengemarkedsfond) (Bodie et al., 2011). Det er avkastningen en investor kan oppnå på å sikre sine verdipapirer og dermed oppnår full nominell avkastning ved terminavslutningen (Pwc, 2014). Det betyr at den risikofrie renta symboliserer den laveste renta aksjonærene vil godta for å stille kapital til selskapets disposisjon. Risikofri rente kompenserer for utsatt konsum av midlene. Den risikofrie renta må utjevne investors ulempe ved å utsette sitt konsum, men også for prisstigning (Bredesen, 2011).

En investering har et langsiktig perspektiv og dermed trengs en langsiktig rente som passer løpetiden. Renten som trengs er den implisitte nullsats, ikke renten på den tilsvarende statsobligasjons (Ødegaard, 2014a). Statsobligasjoner er et vanlig mål blant investorer for risikofri rente (Bredesen, 2011).

Den risikofrie renten som blir mest brukt i Norge er 10-årig statsobligasjon. Dette priskvaliteten og at denne er den mest likvide obligasjonen (Pwc, 2014; Ødegaard, 2014a).

Av en undersøkelse utført av Pwc i 2014 svarte respondentene at den risikofrie renta varierte med lengden på den underliggende kontantstrømmen, og renten ville avhenge av situasjonen. 48% av respondentene mente at en 10-åring statsobligasjon var et godt anslag for risikofri rente, mens 17% mente at en 5-åring statsobligasjon var det beste (tilsvarende resultat som for undersøkelser utført for samtlige år mellom 2011 og 2013 også). Utvalget i undersøkelsen var medlemmer av Norsk Finansanalytikerforening (Pwc, 2014).

Basert på dette vil det i videre i oppgaven benyttes en rente for 10-åring statsobligasjon med månedlig notering på 1.77% (Norges Bank, 2015b).

8.1.2 Markedets risikopremie

Investor krever normalt en kompensasjon som følge av at han påtar seg risiko utover den risikofrie renta. Denne kompensasjonen kalles risikopremie og er høyere jo mer risiko som er tilknyttet investeringen. Derfor må avkastningskravet ta hensyn til dette for å gi investorene full erstatning for pengenes tidsverdi. Meravkastningen ved å plassere sine midler i aksjemarkedet har i gjennomsnitt utgjort ca 5-6% per år i gjennomsnitt (4% ved risikofri sparing) (Bredesen, 2011).

Markedets risikopremie kan deles inn i tre konsepter (Pwc, 2014);

1. *påkrevd markedsrisikopremie* - meravkastningen investoren krever på en diversifisert portefølje i forhold til risikofri rente.
2. *historisk markedsrisikopremie* - meravkastningen aksjemarkedet historisk har gitt over risikofrie statsobligasjoner.
3. *forventet markedsrisikopremie* - den forventede meravkastningen som er gitt ved investeringer i aksjemarkedet i forhold til risikofrie statsobligasjoner.

I denne verdivurderingen vil det første konseptet benyttes. Dette fordi det er denne som benyttes ved kalkuleringen av avkastningskravet til egenkapitalen. I den forbindelse definerer Pwc markedets risikopremie som "*forskjellen mellom avkastningskravet og risikofri rente respondenten ville ha benyttet for Oslo Børs i 2014*" (Pwc, 2014, s.24)

Undersøkelsen fra PWC kartlegger at markedes risikopremie for 2014 er uendret på 5% (median) (samme i 2011, 2012 og 2013) og 4.7% (vektet gjennomsnitt) (Pwc, 2014).

Tilsvarende resultat oppnådde Fernandez et al. (2014) i sin undersøkelse for sin internasjonale undersøkelse av størrelsen på markedets risikopremie som benyttes til å estimere egenkapitalens avkastningkrav. Av undersøkelsen fremkommer det en risikopremie på 5% (median) og 5.8% (på gjennomsnitt). Utvalget for undersøkelsen var analytikere, professorer og ledelsen i forskjellige internasjonale selskaper (Fernandez, Linares, & Fernandez Acin, 2014).

Basert på disse undersøkelsene benyttes en prosent på 5% som estimat for markedets risikopremie.

8.1.3 Beta

Beta er et mål på hvor mye en aksje beveger seg i forhold til markedet. Den måler også risikokompensasjon for investorer (Pwc, 2014). Beta karakteriserer det økonomiske forholdet mellom den endogene variabelen og den eksogene variabelen (Wooldridge, 2013). I kapitalverdimodellen er beta en indikator på risikoen investeringen legger til en markeds portefølje (Damodaran, 2012). Beta kartlegger hvordan den systematiske risikoen påvirker diskonteringsraten. En aksjes betaverdi lik 1 betyr at aksjen svinger like mange prosent som markedet. Er aksjens betaverdi lavere (større) enn 1, vil aksjen svinge seg mindre (mer) enn markedet målt i prosent (Pwc, 2014; Wooldridge, 2013). I situasjoner hvor det er vanskelig å finne sammenlignbare selskaper vil vurderinger av skjønnsmessig karakter være nødvendig. Det er svært vanlig i Norge å benytte skjønn ved fastsettelse av betaverdien. Omtrent 75% av norske selskaper benytter seg av skjønn eller en kombinasjon av empiriske resultater og skjønn ved fastsettelsen av beta (25% kun skjønn). De siste 25% henter beta fra Bloomberg eller FactSet, eller fra det aktuelle selskapet/sammenlignbare selskapet (Pwc, 2014).

Det finnes tre metoder for å kalkulere beta (Damodaran, 2012);

1. benytte historisk data om markedspriser for enkeltinvesteringer
2. estimere beta fra grunnleggende karakteristikkk på investeringen
3. benytte regnskapsdata

For å beregne selskapets betaverdi vil konsept nummer en benyttes gjennom en regresjonsanalyse av Reach Subseas aksjekurs (endogene variabel) og en diversifisert

markedsporteføljekurs (eksogene variabel). Datasettet for regresjonsanalysen vil være aksjekursen til Reach Subsea og for den diversifiserte markedsporteføljen vil det benyttes Oslo Børs All shares index (OSEAX). Analyseperioden vil være fra 2013-2014 basert på månedlig avkastning.

Som basis for regresjonsanalysen er en lineær regresjon av typen (Wooldridge, 2013):

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j(R_{mt}) + \varepsilon_t$$

- R_{jt} = REACH avkastning
- α_j = konstant
- β_j = koeffisient for markedsporteføljen
- R_{mt} = markedsporteføljens avkastning
- ε_t = feil/error ledd

Der beta defineres som

$$\beta = \frac{\text{korr}(r, r_m) * \text{std}(r)}{\text{std}(r_m)}$$

- $\text{korr}(r, r_m)$ = korrelasjonen mellom Reach Subsea aksjen og OSEAX
- $\text{Std}(r)$ = standardavviket til Reach Subsea aksjen
- $\text{std}(r_m)$ = standard avviket til OSEAX

Det ble gjennomført flere regresjoner med utgangspunkt i formlene over for å finne en passende betaverdi for Reach Subsea. Oslo Børs OSEAX-indeks med månedlige og ukentlige avkastninger ble testet ut. Resultatet ble negativ betaverdi for begge datasettene. Derfor ble forsøket utvidet til S&P500 indeks med tilsvarende månedlige og ukentlige avkastninger. Heller ikke disse regresjonene førte frem og gav negative betaverdier. Damodaran (2009) har per 2009 ikke funnet industrier med negative betaverdier. Regresjonsbetaer med negative betaverdier skyldes mest sannsynligvis unormale hendelser i løpet av analyseperioden. For Reach Subsea kan slike unormale hendelser være at det har vært en enorm økning i regnskapstallene til Reach Subsea disse årene. Andre årsaker kan være at analyseperioden er svært kort og inneholder svært ujevn vekst. For en oversikt over disse resultatene henvises det til vedlegg 5.

For samtlige regresjonsanalyser den justerte R^2 estimert til verdier lavere enn 0.4. Det tilsier at betaen forklarer for lite av modellen til at den kan brukes til estimeringen av egenkapitalkostnaden (Morningstar, 2015). Reach Subseas aksje er lite omsatt, noe som kan være med på å forklare den lave regresjonsverdien for justerte R^2 . Det betyr at denne betaen

ikke kan brukes for videre estimater. Dermed må det benyttes en modell basert på betaverdier til andre selskaper i bransjen for estimeringen av REACH-betaen.

En analyse gjennomført av Damodaran A. (2014) resulterte i en gjennomsnittlig beta for oljeservicebransjen. Analysen tar utgangspunkt i 593 globale oljeservicebedrifter, mot rådata hentet fra S&P Capital IQ. Industribetaen ble estimert til 1.14. Forholdet mellom gjeld og egenkapital var 37.39%, mens en beta fra gjeldsfri kapitalstruktur var 0.86 (Damodaran, 2014).

Tabell 21: Industri beta

Industri	Antall selskaper	Beta	G/EK ratio	Gjeldsfri beta
Oljeservice/-utstyr	593	1,14	37,39 %	0,86

Kilde: (Damodaran, 2014)

På bakgrunn av lite brukbare regresjonsbetaer vil industribetaen for gjeldsfri kapitalstruktur, være utgangspunktet for videre beregninger. Industribetaen på 0.86 indikerer at aksjene svinger omtrent like mange prosent som markedet (Oslo Børs, 2015c).

For Reach Subseas verdsettelse vil en industribeta medføre feil i verdivurderingen. Betaen vil skape problemer fordi selskapene innenfor oljeservice/subsea bransjen har ulik kapitalstruktur. Reach Subsea har en gjeld/egenkapitals ratio på 71%, en del høyere enn snittet i Damodarans analyse.

Bransjens gjeldsbeta må derfor justeres for Reach Subseas kapitalstruktur.

$$\beta_{\text{REACH}} = \beta_{\text{industri}} * \left(1 + \frac{D}{E}\right) - \beta_{\text{gjeld}} \frac{D}{E}$$

For å beregne gjeldsbetas benyttes en variant av CAPM:

$$\beta_{\text{gjeld}} = \frac{\text{kostnaden av gjeld} - \text{risikofri rente}}{\text{markedspremie}} = \frac{6.5\% - 1.77\%}{5\%} = 0.946$$

Gjeldsbetaen for bransjen er 0.86. Det vil medføre en selskapsbeta for Reach Subsea på:

$$\begin{aligned} \beta_{\text{REACH}} &= \beta_{\text{industri}} * \left(1 + \frac{\text{gjeldsgrad}}{\text{egenkapitalsgrad}}\right) - \beta_{\text{gjeld}} \frac{\text{gjeldsgrad}}{\text{egenkapitalsgrad}} \\ &= 0.86 * \left(1 + \frac{0.2229}{0.7771}\right) - 0.946 * \frac{0.2229}{0.7771} = 0.835 \end{aligned}$$

Reach Subseas selskapsbeta kalkuleres til 0.835. For beregninger av Reach Subsea kapitalstruktur og gjeldskostnad vises det til kapittel 8.2 og 8.3.

Med disse kalkulasjonene gjort over, kan egenkapitalkostnaden for Reach Subsea beregnes:

$$K_e = R_f + \beta_j [E(r_m) - E(R_f)] = 1.77\% + 0.835 * 5\% = 5.95\%$$

Reach Subseas egenkapitalkostnad kalkuleres til 5.95%.

8.2 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen viser hvordan selskapets eiendeler er finansiert med henholdsvis egenkapital og gjeld. Dette betyr at strukturen fastsetter hvordan inntekter og risiko fordeles mellom de ulike investortypene. Kapitalkostnadene påvirkes av kapitalstrukturen og dermed påvirkes også investeringsbeslutningene (NTNU, 2015).

Kapitalstrukturen skal reflekteres av markedsverdien av virksomhetens egenkapital og gjeld. Egenkapitalens markedsverdi kan estimeres ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Egenkapital} = \text{antall utestående aksjer} * \text{aksjepris} = 76\,241.07 * 3.20 = 243\,971.41$$

Verdien av selskapet bør reflektere markedsverdien av alle gjeldskrav som selskapet har. Verdien av gjelda bør da utgjør den delen av gjelda som er rentebærende (Ødegaard, 2014a). Derfor utgjør markedsverdien av Reach Subseas gjeld per 31.12.14 var kr 69 718 (Reach Subsea, 2015a).

Basert på markedsverdien av egenkapital og markedsverdien av gjeld, utgjør totalkapitalen i Reach Subsea 313 689kr per 31. desember 2014. Totalkapitalen fordeler seg med 77.71% i egenkapital og 22.29% i gjeld.

Figur 24: Historisk kapitalstruktur

Kapitalstruktur	31.12.2014	31.12.2013	01.01.2013
Egenkapital	77,71 %	72,74 %	100,00 %
Gjeld	22,29 %	27,26 %	0,00 %
Totalkapital	100 %	100 %	100 %

8.3 Gjeldskostnad

Kostnaden av gjeld er et mål for firmaets nåværende kostnadsnivå for å låne finansieringsmidler. Generelt avhenger gjeldskostnaden av tre variabler (Damodaran, 2012);

1. *Risikofrie renten* - om den risikofrie renta økes, vil det medføre at bedriftens gjeldskostnad også øker.
2. *Misligholdsrisiko* - om selskapets tilstand til å betale nødvendige gjeldsforpliktelser reduseres, vil det bety at lånekostnaden for selskapet også øker.
3. *Skattefordel* (knyttet til gjeld) - renter er fradragsberettiget for skatt, som indirekte betyr at gjeldskostnaden etter skatt er en funksjon av skattesatsen. Bedriftens skattefordel øker etter som selskapet betaler sine renter. Som konsekvens av rentebetalinger vil gjeldskostnaden etter skatt være lavere enn gjeldskostnaden før skatt. Fordelen blir større om skattesatsen økes.

Ved estimering av gjeldskostnaden må markedsverdien av gjelden benyttes. Det begrunnes med at gjeldskostnaden ikke er renten pengene ble lånt til historisk sett. Gjeldskostnaden er derimot renten det kan lånes penger til for øyeblikket, og reflekterer misligholdsrisiko og rentenivået i det nåværende markedet (Damodaran, 2015). Et annet argument er at kostnaden ved utsendelse av verdipapirer for prosjektfinansiering også benytter markedsverdier (Damodaran, 2012). For Reach Subseas kostnad av gjeld legges det til grunn et veid gjennomsnitt av selskapets rentebetingelser på 6.5% (Reach Subsea, 2015a).

Gjeldskostnaden justert for skatt kalkuleres til:

$$k_d * (1 - \tau) = 6.5\% * (1 - 0.27) = 4.75\%$$

8.4 Totalkapitalens avkastningskrav

For å beregne Reach Subseas avkastningskrav til totalkapitalen benyttes modellen for vekta gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC¹⁸). Ved hjelp av modellen er det mulig å finne en veid sum av avkastningskravet til både egenkapitalen og gjelden. Utgangspunktet for vektingen er markedsverdien på egenkapitalen og gjelda. WACC vekter snittet til alternativkostnaden investorene påtar seg ved investeringer i selskapet. Frie kontantstrømmer fra Reach Subseas drift i den budsjetterte perioden må diskonteres med avkastningskravet for at det skal være

¹⁸ Kapitalkostnaden = Weighted Average Cost of Capital (WACC)

mulig å finne nåverdien av selskapet. Avkastningskravet tar hensyn til skatt (Damodaran, 2012; Koller et al., 2010).

WACC modellen gir total kapitalens avkastningskrav ved følgende likning (etter skatt):

$$WACC = \frac{E}{E + D} * k_e + \frac{D}{E + D} * k_d * (1 - \tau)$$

- WACC = vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad
- k_e = egenkapitalkostnad
- k_d = gjeldskostnad
- E = egenkapital
- D = gjeld
- τ = skatt

$$r_{WACC} = \frac{E}{E + D} * k_e + \frac{D}{E + D} * k_d * (1 - \tau) = 77.71\% * 5.95\% + 22.29\% * 4.75\% \\ = 5.68\%$$

9 Fundamental Verdsettelse

En verdivurdering av et selskap ved bruk av fundamental verdsettelse kan gjøres på to måter; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Egenkapitalmetoden er en direkte metode, da den gir en direkte verdi av selskapets egenkapital. Totalkapitalmetoden er derimot en indirekte metode, siden metoden beregner selskapets totalkapital. Som beskrevet i kapittel 8, antas det at kapitalstrukturen til Reach Subsea vil være fordelt på ca 77% i egenkapital (jf egenkapitalsgraden) og ca 23% i gjeld gjennom hele budsjettperioden. På bakgrunn av dette vil denne verdsettelsen av Reach Subsea bygge på totalkapitalmodellen.

9.1 Totalkapitalmodellen

Totalkapitalmetoden bygger på selskapets frie kontantstrøm fra driften. Videre kalkuleres nåverdier som legger grunnlaget for beregningen av terminalverdien i 2025 (Damodaran, 2012). Nåverdien til en transaksjon er verdien transaksjonen kan måles til i dag (Fladstad & Tofteland, 2006). Rentebærende gjeld og minoritetsinteresser må trekkes ut for å finne Reach Subseas egenkapital (Damodaran, 2012).

9.1.1 Terminalverdi

Gordon Growths modell for stabil vekst, brukes som grunnlag for estimeringen av terminalverdien. Etter 2025 antas det at Reach Subseas inntekter og kostnader vil følge en gitt stabil og fast frekvens, "g", i uendelig fremtid. Terminalverdien er med andre ord verdien av kontantstrømmen etter terminaltidspunktet (Gjesdal, 2012).

Formelen gis ved (Damodaran, 2012; Ødegaard, 2014b):

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{FCF}_{2024} * (1 + \text{vekst rate})}{r_{\text{WACC}} - g} = \frac{\text{FCF}_{t+1}}{r_{\text{WACC}} - g} = \frac{462}{5.68\% - 3.00\%} = 17\,240$$

Fra kapittel 7 ble det benyttet en vekstrate på 3%, mens i kapittel 8 ble avkastningskravet estimert til 5.68%.

9.1.2 Nåverdi av kontantstrøm

Verdien av et selskap kan finnes ved å benytte seg av formelen:

$$\text{Selskapets verdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + k_c)^t} + \frac{\text{terminalverdi}_n}{(1 + k_c)^n}$$

For å finne nåverdien av den frie kontantstrømmen benyttes formelen:

$$\text{Nåverdien av FCF} = \sum_{t=1}^t \frac{FCF_t}{(1 + k_1) * \dots * (1 + k_t)}$$

k_t : avkastningskrav

FCF_t : fri kontantstrøm som forventes generert i siste periode av prognoseperioden

Ved bruk av total kapitalmetoden benyttes WACC som diskonteringsrente for selskapets kontantstrøm. Reach Subseas frie kontantstrøm og estimerte aksjepris er presentert i tabell 22.

Tabell 22 Estimert aksjepris ved fundamental verdsettelse

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
= Kontantstrøm	-35 121	-30 730	37 384	82 053	62 646	78 568	68 099	69 133	38 768	58 798
+ Terminalverdi										17 240
= Fri Kontantstrøm	-35 121	-30 730	37 384	82 053	62 646	78 568	68 099	69 133	38 768	58 798

Nåverdi av kontantstrøm	298 724
- Rentebærende gjeld	69 718
- Minoritetsinteresser	0
= Markedsverdi egenkapital	229 006
Aksjepris	2,97

Tabellen over viser en kalkulert markedsverdi av egenkapitalen på 229 006kr. Reach Subsea har 77 204 138 aksjer utestående per 31. desember 2014. Ved bruk av fundamental verdsettelse estimeres aksjeprisen for Reach Subsea per 31.12.14 til å være **2.97**.

9.2 Sensitivitetsanalyser

En fundamental verdsettelse utspringer fra antagelser om fremtiden. Forutsetninger om fremtidige hendelser medfører mye usikkerhet når det bygges estimater ut fra disse. Derfor vil en sensitivitetsanalyse av den estimerte aksjeprisen til Reach Subsea kunne kartlegge følsomheten av verdsettelsen i forhold til endringer i estimatene. Sensitiviteten til prognosene må analyseres for å se hvor mye som skal til før selskapet eventuelt vippes av pinnen. Sensitivitetsanalysens hovedspørsmål dreier seg om er hvilken vekst/forutsetning er kritiske til endringer. Eventuelle konsekvenser for aksjeprisen vil også belyses (Ødegaard, 2014c).

Det vil utarbeides to analyser; en kortsiktig for 2015, og en langsiktig for året 2024.

Estimatene som skal sensitivitetstestes er:

- vekst i driftsinntekter
- vekst i personalkostnader
- vekst i andre driftskostnader
- vekst i avskrivninger
- ending i kapitalinvesteringer og endring i arbeidskapital
- endring i vekst, kapitalkrav og skatt

Analysen vil ta for seg endringer fra -15% til 15% med et intervall på 5%.

9.2.1 Kortsiktig analyse

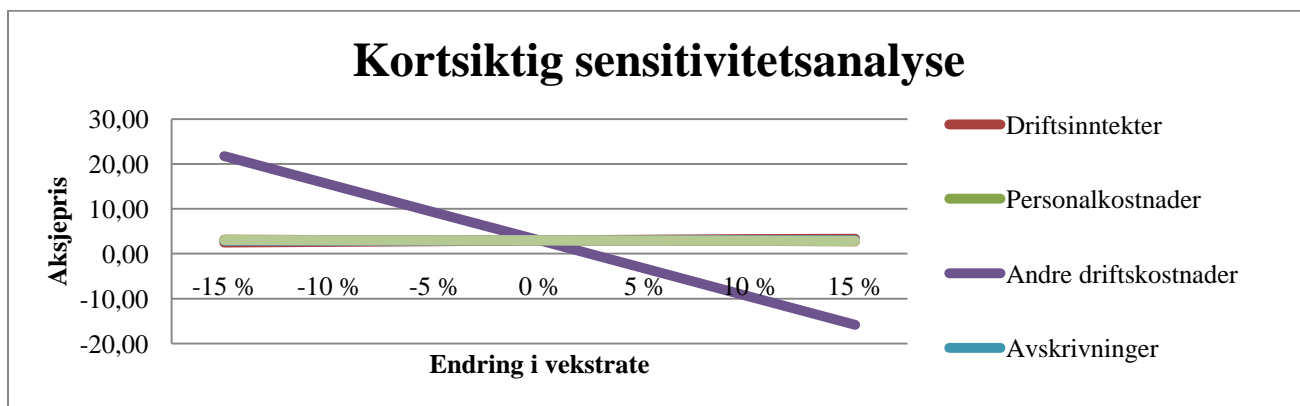
Utgangspunktet for den kortsiktige analysen er postenes verdi i den fremtidige kontantstrømmen for 2015.

Resultatet av den kortsiktige sensitivitetsanalysen fremkommer i tabell 23 og figur 25.

Tabell 23 Kortsiktig sensitivitetsanalyse (2015)

Kortsiktig sensitivitetsanalyse (2015)	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %
Driftsinntekter	2,50	2,65	2,81	2,97	3,12	3,28	3,34
Salgskostnad	3,05	3,02	2,99	2,97	2,94	2,91	2,88
Personalkostnader	3,12	3,07	3,02	2,97	2,91	2,86	2,81
Andre driftskostnader	21,75	15,49	9,23	2,97	-3,30	-9,56	-15,82
Avskrivninger	2,96	2,96	2,96	2,97	2,97	2,97	2,98
Investeringer og endring i arbeidskapital	3,17	3,10	3,03	2,97	2,90	2,83	2,76
Skatt	3,00	2,99	2,98	2,97	2,95	2,94	2,93

Figur 25 Kortsiktig sensitivitetsanalyse



Den kortsiktige sensitivitetsanalysen resulterer i at den største påvirkningen på aksjeprisen er endringer i andre driftskostnader. Denne faktoren er mye mer sensitiv til endringer, enn de øvrige driverne. Den nest mest sensitive faktoren er driftsinntekter. Reduseres andre driftskostnader med 15% vil aksjeprisen estimeres til 21.75kr. Dette kan indikere at om denne driveren reduseres vil selskapet kunne oppnå en høyere pris per aksje. En tilsvarende 15% økning av kostnadene vil derimot gi en negativ aksjepris på -15.82kr per aksje. De minst sensitive faktorene er endringer i skatt og avskrivninger.

9.2.2 Langsiktig analyse

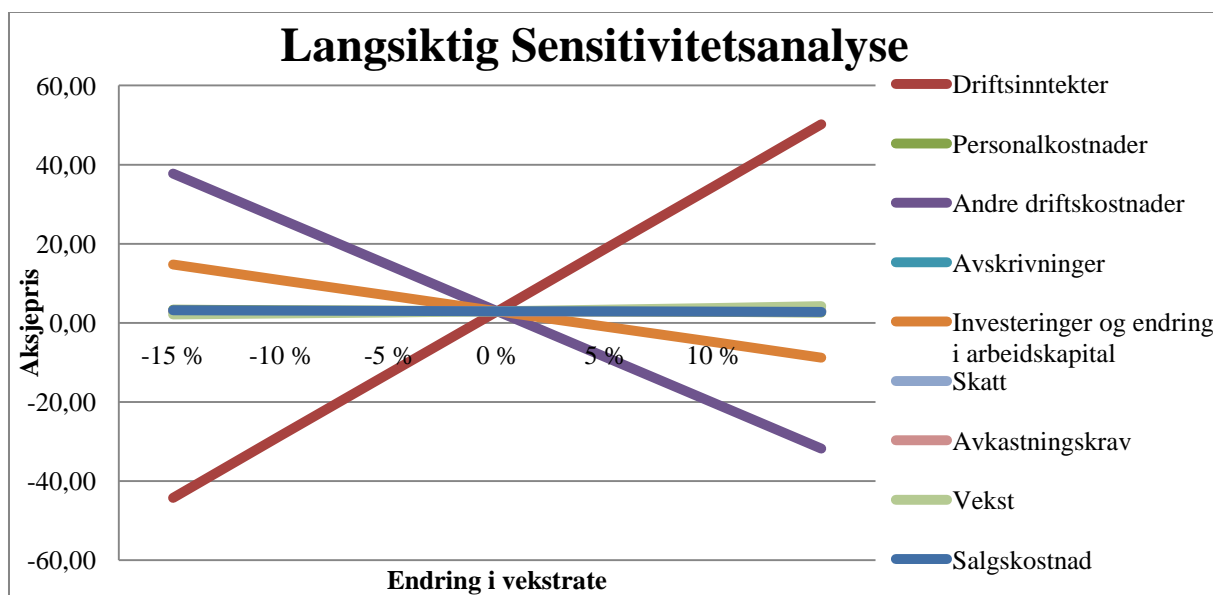
For den langsiktige analysen er utgangspunktet lagt til postenes verdi i den fremtidige kontantstrømmen (tabell 24) ved endringer i 2024.

Analysens resultat presenteres i tabell 24 og figur 26:

Tabell 24 Langsiktig sensitivetsanalyse (2024)

Langsiktig sensitivetsanalyse (2024)	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %
Driftsinntekter	-44,25	-28,51	-12,77	2,97	18,70	34,44	50,18
Salgskostnad	3,17	3,10	3,03	2,97	2,90	2,83	2,76
Personalkostnader	3,31	3,19	3,08	2,97	2,85	2,74	2,63
Andre driftskostnader	37,75	26,16	14,56	2,97	-8,63	-20,22	-31,82
Avskrivninger	2,94	2,95	2,96	2,97	2,97	2,98	2,99
Investeringer og endring i arbeidskapital	14,71	10,80	6,88	2,97	-0,95	-4,86	-8,78
Skatt	3,07	3,04	3,00	2,97	2,93	2,90	2,86
Avkastningskrav	3,03	3,00	2,98	2,97	2,95	2,94	2,94
Vekst	2,09	2,35	2,64	2,97	3,33	3,74	4,20

Figur 26 Langsiktig sensitivetsanalyse (2024)



Driverne med størst påvirkningskraft på aksjeprisen, på lang sikt, er driftsinntekter og annen driftskostnad. En 15% reduksjon av driftsinntektene vil få kraftige utslag på aksjeprisen. Prisen vil da reduseres fra 2.97kr til -44.25kr per stykk. Dette gjelder også for en 5% reduksjon i inntekten vil gi en negativ aksjepris (-12.77kr). Derimot vil en økning på kun 5% gi positive ringvirkninger på aksjeprisen, da den vil økes til 18.70. En 5% økning i andre driftskostnader og investeringer og endring i arbeidskapital vil også medføre en negativ aksjepris. Dette betyr at det er svært viktig for Reach Subsea å opprettholde og videre øke inntektene for å unngå negative konsekvenser for selskapet og investorene. Aksjeprisen er minst sensitiv til avskrivninger og avkastningskrav. En endring i disse faktorene vil nesten ikke gi utslag på aksjeprisen. Sammenlignet med den kortsiktige analysen er den langsiktige

analysen mer sensitiv for endringer. Dette skyldes i hovedsak forventninger til terminalverdien.

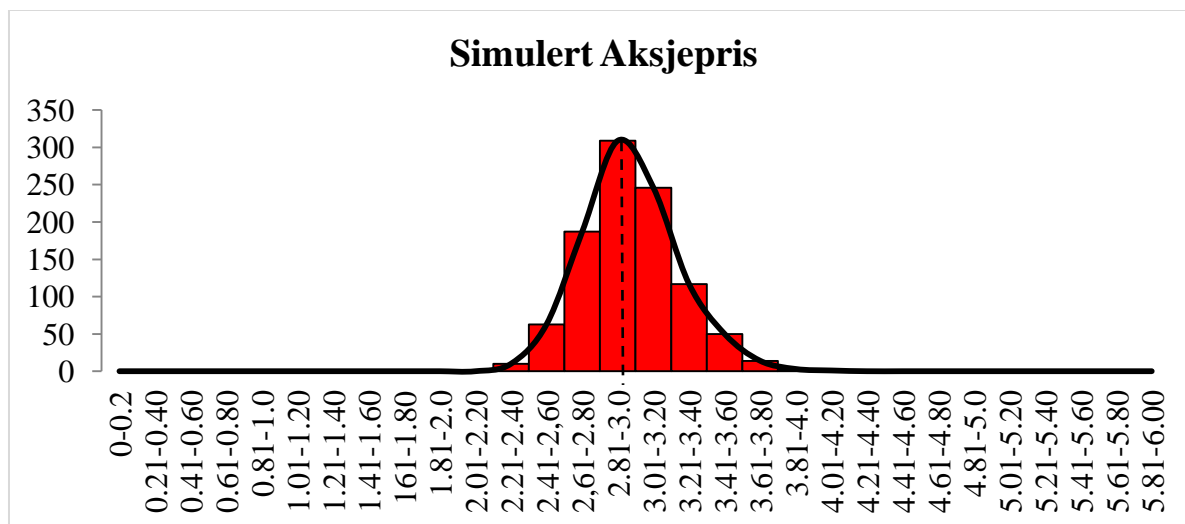
9.3 Monte Carlo

En Monte Carlo simulasjon undersøker hvordan endringer i flere verdidrivere påvirker aksjeprisen. Sensitivitetsanalysen i kapittel 9.2.1 og 9.2.2 kartlegger følsomheten til aksjeprisen til de forskjellige verdidriverne ved å endre en enkel faktor, mens de resterende holdes konstant. Monte Carlo simulerer bevegelsen i aksjekursen og gjør det dermed mulig å estimere aksjeprisen.

Monte Carlo simulasjonen er basert på den estimerte aksjekursen fra den fundamentale verdsettelsen på 2.97kr. Metoden simulerer mulige aksjeprisen per dag frem til år 2040, basert på 21 handelsdager per måned. Årlig volatilitet på 0,308%, regnes fra Oslo Børs OSEAX, som tilsvarer daglig volatilitet på 0,0195. Gjennomsnittsprisen fra simuleringen er beregnet til 2.97, med et standardavvik på 0.27. Det gav en z-verdi på 0.366.

Totalt ble det gjennomført 6 552 simulasjoner, hvor resultatet er presentert i figur 27.

Figur 27 Simulert aksjepris



Fra Monte Carlo simulasjonen kan det med 95% sannsynlighet si at prisen vil være høyere enn 2.55 kr og med samme sikkerhet konkluderes det med at den heller ikke overstige 3.44 kr per aksje. Standardavviket forteller at det forventes en pris rundt den nåværende, men det kan regnes med svingninger på 27kr pluss/minus. Dette gir en gjennomsnittlig egenkapital på 229 296.29kr, og en estimert aksjepris på 2.97kr.

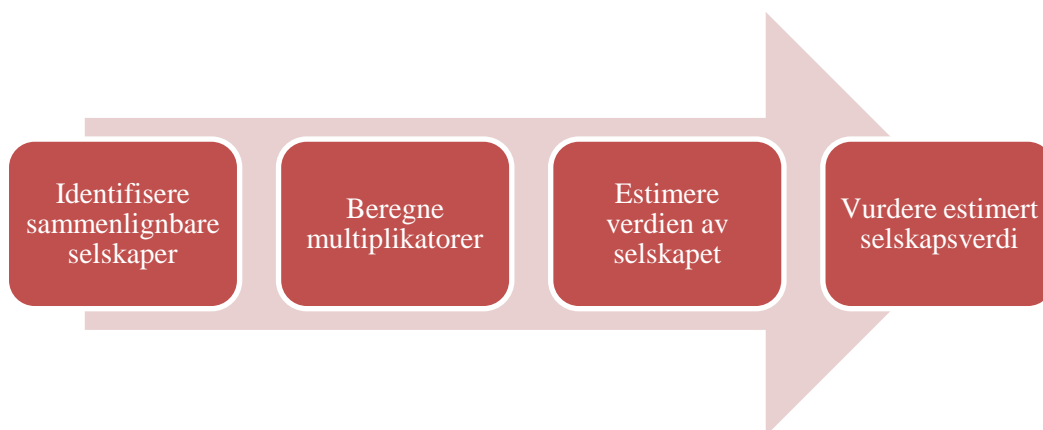
10 Komparativ Verdsettelse

I en komparativ verdsettelse, verdsettes selskapet etter hva markedet anser som rimelig. Den avgjørende faktoren er hva markedet er villig til å betale for et tilsvarende selskap. Den komparative verdsettelsen vil som beskrevet i kapittel 4 være en tilføyelse til den fundamentale verdsettelsen.

For å unngå feilleddende estimater er det svært viktig at det kun brukes nøkkeltall fra sammenlignbare selskaper. Nøkkeltallene til de komparative selskapene brukes som multiplikatorer for å estimere aksjeprisen for Reach Subsea.

En fullstendig komparativ verdsettelse består av fire steg (Titman & Martin, 2014):

Figur 28 Stegene i en komparativ verdsettelse



I steg en skal det velges ut komparative selskaper og nylige aksjekurser for hver av selskapene. Som komparative selskaper og grunnlag for multiplikatorene, vil det benyttes de sammenlignbare selskapene fra tidligere, Subsea 7 og DOF. Det antas at disse selskapene er gode representanter av bransjen og at markedet, i gjennomsnitt, priser disse selskapene korrekt (Damodaran, 2012).

I steg to og tre skal multiplikatorene velges og beregnes. Passende multiplikatorer for bransjer med mye kapital er Pris/BV og EV/EBITDA (Damodaran, 2012). Også P/I forholdet vil benyttes for å verdsette Reach Subsea, da denne metoden egner seg godt for nye selskaper.

I steg fire skal den estimerte selskapsverdien analyseres og vurderes. Da det vil benyttes flere multiplikatorer vil steg fire inneholde en vekting av de estimerte aksjekursene fra steg tre. Det vil til slutt gi en endelig pris per REACH aksje ved bruk av komparativ verdsettelsesmetode.

10.1 Pris/Inntekter

P/I metoden tar for seg forholdet mellom egenkapitalens markedspris og inntektene selskapet genererer. Markedsprisen av egenkapitalen er aksjeprisen multiplisert med antall aksjer.

$$\frac{P}{I} = \frac{\text{markedspris av EK}}{\text{inntekter}} = \frac{247\,053.24}{311\,150} = 0.794$$

Tabell 25 viser de sammenlignbare selskapenes P/I multiplikatorer:

Tabell 25 Bransjen P/I gjennomsnitt

Komparative selskap	P/I
Subsea 7	0.496
DOF	0.163
Gjennomsnitt	0.329

Kilde: (DOF, 2015a; Reach Subsea, 2015a; Subsea 7, 2015)

Egenkapitalen kan da estimeres ved hjelp av bransjens P/I gjennomsnitt multiplisert med Reach Subseas inntekter.

$$\text{Egenkapital}_{\text{REACH}} = \frac{P}{I_{\text{bransje}}} * \text{Inntekter}_{\text{REACH}} = 0.329 * 311\,150 = 102\,368.35$$

Basert på P/I metoden er verdien av Reach Subsea aksjen på 1.33kr per stykk. Sammenlignet med den estimerte prisen fra den fundamentale verdsettelse på 2.97kr, gir denne multiplikatoren noe lavere (55%) pris. Prisen er også 58% lavere enn kursen på Oslo Børs 31. desember 2014 med 3.20kr per aksje.

10.2 Pris/BV

Pris/BV ser på forholdet mellom aksjens markedspris og selskapets bokførte verdi av egenkapital per aksje. Egenkapitalens markedsverdi er en refleksjon av markedets forventninger av selskapets inntjeningsevne og kontantstrøm. Bokførte verdi av egenkapitalen defineres som forskjellen mellom bokført verdi av eiendeler og bokført verdi av gjeld. Et viktig moment er at siden den bokførte verdien av egenkapitalen reflekterer originalkostnaden, vil det være mulighet for et vesentlig avvik til markedsverdien forutsatt stor endring i inntjeningsevnen siden anskaffelsen. Aksjer som selges under bokført verdi av egenkapital anses som å være undervurderte (Damodaran, 2012).

Priv/BV multiplikatorens formel:

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{markedspris per aksje}}{\text{bokført verdi av EK per aksje}}$$

Bransjens forhold mellom P/BV er illustrert i tabell 26:

Tabell 26 Bransjen P/BV gjennomsnitt

Komparative selskap	P/BV
Subsea 7	0,613
DOF	0,242
Gjennomsnitt	0,427

Kilde: (DOF, 2015a; Reach Subsea, 2015a; Subsea 7, 2015)

Selskapets aksjekurs kalkuleres ut fra gjennomsnittet til de komparative selskapene.

Gjennomsnittet multipliseres med Reach Subseas bokført verdi av egenkapitalen per aksje:

$$\text{Aksjekurs}_{\text{REACH}} = \frac{P}{BV_{\text{bransje}}} * BV_{\text{REACH}} = 0.427 * 1.98 = 0.85$$

PBV-multiplikatorens gir en estimert aksjepris på REACH-aksjen på 0.85kr. Sammenlignet med den fundamentale verdsettelsen ligger denne prisen 71% under enn den fundamentale verdsettelse gav. Også mot Oslo Børs sin aksjekurs per 31. desember 2014 på 3.20kr, ligger aksjekursen 73% under.

10.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA tar for seg forholdet mellom verdien av selskapet (EV) og driftsresultat før renter, skatt, av- og nedskrivninger (EBITDA). EV defineres som summen av markedsverdien til egenkapitalen og rentebærende gjeld, fratrukket bankinnskudd (Titman & Martin, 2014).

Multiplikatorens formel:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{selskapsverdien}}{\text{driftsresultat før renter, skatt, av – og nedskrivninger}}$$

Tabell 27 viser de sammenlignbare selskapenes EBITDA-multiplikatorer:

Tabell 27 Bransjens EV/EBITDA gjennomsnitt

Komparative selskap	EV/EBITDA
Subsea 7	2,57
DOF	6,38
Gjennomsnitt	4,47

Kilde: (DOF, 2015a; Reach Subsea, 2015a; Subsea 7, 2015)

For å kunne estimere Reach Subseas selskapsverdi må bedrifts EBITDA multipliseres med det gjennomsnittlige forholdet mellom EV/EBITDA for de sammenlignbare selskapene.

$$\text{Selskapsverdi}_{\text{REACH}} = \frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}_{\text{bransje}}} * \text{EBITDA}_{\text{REACH}} = 4.47 * 34\,695 = 155\,086.65$$

Reach Subseas aksjekurs finnes så ved å trekke ut rentebærende gjeld og legge til bankinnskudd, for så å fordele verdien på antall utestående aksjer.

Tabell 28 Aksjepris ved bruk av EV/EBITDA multiplikatoren

Reach Subsea	EV/EBITDA
EBITDA	34 695
Selskapsverdi	155 190
- Rentebærende gjeld	59 518
+ Bankinnskudd	59 746
= Markedsverdi EK	155 418
Aksjepris	2,01

Kilde: (Reach Subsea, 2015a)

Med en markedsverdi av egenkapitalen på 155 418kr, vil aksjeprisen utgjøre 2.01kr per stykk. Dette estimatet er 66% høyere enn ved bruk av P/I metoden og 136% høyere enn ved bruk av PBV-metoden. I forhold til den fundamentale verdsettelsen ligger prisen ved bruk av EBIDA-multiplikatoren 32% under. Sammenlignet med aksjekursen på Oslo Børs per 31.12.14 (3.20kr) ligger dette estimatet 37% under.

Ved bruk av disse tre komparative verdsettelsesmetodene ble det oppnådd tre ulike aksjepriser. På bakgrunn vil det derfor benyttes et gjennomsnitt av disse tre estimerte aksjeprisene til det endelige estimatet av verdien på REACH-aksjen.

$$\text{Aksjepris}_{\text{REACH}} = \frac{(1.33 + 0.85 + 2.01)}{3} = 1.40$$

Gjennomsnittsprisen for REACH-aksjen ved bruk av komparativ verdsettelse settes til **1.40kr** per stykk.

11 Handelsstrategi

Problemstillingen for oppgaven var å estimere verdien av Reach Subseas egenkapital. Dette estimatet skulle legge grunnlaget for en handelsstrategi for selskapet.

Fra kapittel 6 ble Reach Subseas likviditet og soliditet analysert. Resultatet gav tilfredsstillende grad av likviditet og god evne til å imøtekomme sine kortsiktige forpliktelser med deres omløpsmidler. Av den syntetiske ratingen oppnådde selskapet en rating på BBB. Dette indikerer en kredittrisiko på 0.4 og en sannsynlighet for konkurs på 0.37%.

Fundamental verdsettelse sammen med en komparativ verdsettelse ble benyttet for å beregne verdien Reach Subseas egenkapital. Fra den fundamentale verdsettelsen ble det kalkulert en aksjepris på 2.97kr. Den komparative verdsettelsen resulterte i en estimert aksjepris på 1.40kr. Avviket mellom de to metodene på 1.57kr kan skyldes antagelser om veksten i driftsinntekter eller at terminalverdien i den fundamentale verdsettelsen er høyere enn markedets antagelser.

Endelige aksjeprisen vil være et vektet snitt av de to brukte verdsettelsesmetodene. Den fundamentale verdsettelsen vil ha høyest vektning (67%) på bakgrunn av at metoden er mer omfattende og detaljert. Den komparative verdsettelsen bygges på et bransjerepresentativ på kun to selskaper. Dette skyldes som nevnt at antallet børsnoterte selskaper med eierskap over ROVer er såpass lavt. Derfor vil den komparative verdsettelsen vektas med 33%.

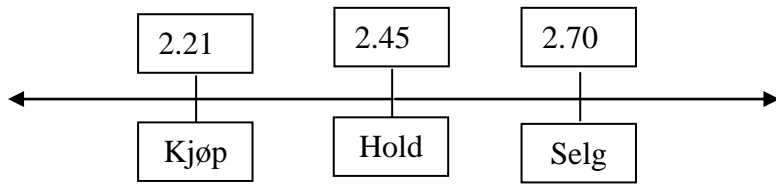
Tabell 29: Reach Subseas estimerte aksjepris

Estimert aksjepris	Estimat	Vekting	Verdi
Fundamental	2.97	0.67	1.99
Komparativ	1.4	0.33	0.46
Estimert aksjepris			2.45

Basert på de ulike verdsettelsesmetodenes vektning, estimeres den endelige aksjeprisen for Reach Subsea til å være 2.45kr. Bedriften har 77 204 138 aksjer utestående, og sammen med den estimerte aksjeprisen vil Reach Subseas egenkapital ha en estimert verdi på 189 150.14kr. Selskapets aksjekurs på Oslo Børs per 31.12.14 var på 3.20kr (Oslo Børs, 2015e).

I forbindelse med metodene benyttet for verdsettelse tilhører det en del usikkerhet i forbindelse med estimatene. Derfor må det legges til et 10% intervall på den estimerte aksjeprisen på 2.45kr. Det anbefales å holde aksjen om aksjekursen ligger innenfor 2.21kr og 2.70kr. Er aksjekursen lavere enn 2.21kr anbefales det å kjøpe REACH-aksjen, mens det vil være mest lønnsomt å selge aksjen om kursen oversiger 2.7kr.

Figur 29 Handelsstrategi



Verdien av REACH-aksjen var på kr 3.20 per 31. desember 2014 (Oslo Børs, 2015e). Av oppgavens estimater anbefales det å holde Reach Subsea ASA aksjen, jf figur 29.

Vedlegg:

Vedlegg 1 - Flåteliste

Vedlegg 1 er en oversikt over Reach Subseas flåter og kontraktsdekning i 2015.

- Norman Reach (PSV):
2 x Supporter WROV
Timecharter kontrakt med DOF Subsea
- Dina Star (MPSV):
1 x Supporter WROV
Tenders/Spot marked - lav risiko
- Stril Explorer (Survey):
1 x Supporter WROV
1 x Surveyor Interceptor
ROV servicer til MMT Sweden AB
- Edda Fonn (IMR-vessel):
1 x Supporter WROV
1 x Surveyor Interceptor
Tenders/spot marked
- Viking Neptun (konstruksjon):
1 x Constructor WROV
1 x Supporter WROV
Kontrakt med Technip/Eidesvik

Kilde: (Reach Subsea, 2015a)

Vedlegg 2 - Største aksjonærer

Selskapets 20 største aksjonærer per 31.12.14:

Investor	Antall Aksjer	Eierandel
Accello Partners I AS	24 444 254	30.8%
Joso Invest AS	6 964 589	9.1%
JT Invest	5 301 539	7.0%
A-Å Invest AS	3 749 949	4.9%
GSE Sandvik AS	3 437 500	4.5%
Skeisvoll & CO AS	2 000 000	2,6%
Thermotech Invest AS	1 810 000	2.4%
SMS Investering AS	1 652 366	2.2%
Logtek Holding AS	1 329 697	1,7%
Tem InvestAS	1 250 000	1.6%
Barrus Capital AS	1 112 160	1.5%
Caiano Eiendom AS	1 020 234	1.3%
Invicta Invest AS	909 179	1.2%
AS Spectra	880 000	1.2%
Lion Invest AS	850 000	1.1%
Consus AS C/O Rune Lande	710 925	0.9%
Spar Kapital Investor	700 000	0.9%
Haavaas Bent Walentin	650 050	0.9%
Workpartner AS	646 508	0.9%
Thorheim Helge	643 750	0.8%
Sum	59 062 700	77.4%
Øvrige	17 178 365	22.5%
Totalt Antall Aksjer	76 241 065	100.00%

Kilde: (Reach Subsea, 2015a)

Vedlegg 3 - Reach Subsea styre og ledelse

Vedlegget gir en introduksjon av selskapets styre og ledelse. I kapittel 5 ble disse ressursene ansett som verdifulle, men ikke sjeldne eller vanskelig å kopiere.

- **Styrets leder Kåre Johannes Lie**

Kåre Johannes Lie er utdannet sivilingeniør fra NTNU, med spesialisering innen maritim arkitektur. Han har mer enn 30 års erfaring innen subseaområdet. Lie har sittet i styret for flere subsea bedrifter. Han er også etablert flere suksessfulle selskaper (eksempelvis Deep Ocean) og har innehatt stillinger som CEO, administrerende direktør og rådgiver. Lie var administrerende direktør i Reach Subsea fra etableringen i 2012 og ut juni 2014 (Reach Subsea, 2014c).

- **Styremedlem Anders Onarheim**

Anders Onarheim tok sin MBA fra Washington University i St. Louis, USA. Onarheim har en bred erfaring fra norske og internasjonale kapitalmarkeder.

- **Styremedlem Sverre B. Mikkelsen**

Sverre Mikkelsen har en bachelorgrad i økonomi og administrasjon, og har mer enn 30 års erfaring i oppstrømsvirksomhet. Mikkelsen har vært administrerende direktør for Subsea Offshore, en stilling han fikk etter å ha arbeidet som ROV og Survey Operation Manager, Økonomi og administrasjons direktør of administrerende direktør for Stolt Comex Seaway. Nå innehar Mikkelsen en stilling som konsulent for et stort oljeselskap.

- **Styremedlem Martha Kold Bakkevig**

Martha Kold Bakkevig er Dr. Scient fra NTNU og Dr. Oecon fra Handelshøyskolen BI. Kold Bakkevig har bred erfaring innen ledelse, strategi og forretningsutvikling. Hun har hatt over 15 forskjellige offshore- og kunnskapsbaserte styreverv de siste 15 årene.

- **Styremedlem Merete Haugli**

Merete Haugli er utdannet fra Bankakademiet og Handelshøyskolen Bi. Haugli har en lang og bred erfaring fra flere senior posisjoner i eksempelvis SEB, Formuesforvaltning AS, First Securites ASA og ABG Sundal Collier ASA. Hun var tidligere seksjonssjef for Oslo politidistrikt med hovedansvar for økonomisk kriminalitet. Haugli har vært styremedlem i en rekke store selskaper som Comrod Communication ASA, Agasti Holding ASA og RS Platou ASA.

Ledelsen

- **Jostein Alendal** innehar stillingen CEO/Administrerende direktør i Reach Subsea. Alendal har mer enn 20 års erfaringen innenfor subsea
- **Bård Thuen Høgheim** har ansvaret for markedsføringen av selskapet. Han har mer enn 5 fem års erfaring innen subsea bransjen.
- **Inge Grutle** er manager for bedriftsutviklingen i selskaper. Grutle har jobbet innenfor subsea bransjen i mer enn åtte år.
- **Björg Døving** er HR & Quality Manager i Reach Subsea. Hun har jobbet i over 10 subsea.
- **Birgitte Johansen** er Chief Financial Officer i selskapet. Hun har mer enn 15 års erfaring innenfor fagfeltet.
- **Morten R. Stranden** er ansatt som Chief Operation Officer i Reach Subsea, med mer enn 20 års erfaring fra subseabransjen.

Kilde: (Reach Subsea, 2015a)

Vedlegg 4 Resultatregnskap, balanse, kontantstrømoppstilling og endring i egenkapital

Resultatregnskap for regnskapsårene 2013 og 2014

Resultat	2014	2013
Salgsinntekt	311 050	62 028
Annen driftsinntekt	100	248
Sum driftsinntekt	311 150	62 276
Salgskostnader	-42 665	-6 100
Avskrivninger	-13 675	-3 649
Personalkostnad	-41 899	-18 945
Andre driftskostnader	-191 891	-53 766
Sum driftskostnad	-290 130	-82 460
Driftsresultat (EBIT)	21 020	-20 184
<i>Finansinnterker og -kostnader</i>		
Renter og annen finansinntekt	9 951	2 487
Renter og annen finanskostnad	-6 081	-1 050
Netto finans	3 870	1 437
Resultatandel av investeringer regnskapsført etter egenkapitalmetoden	-59	
Resultat før skatt	24 831	-18 747
Skattekostnad		3 000
Resultat etter skatt	24 831	-15 747
Endringer i virkelig verdi på derivater	-1 268	
Totalt resultat	23 563	-15 747

Selskapsbalansen per 31. desember 2013 og per 31. desember 2014

Balanse	2014	2013
<i>Anleggsmidler</i>		
Varige driftsmidler	97 473	85 743
Investering i Joint Venture	5 361	-
Langsiktige fordringer	53 000	-
Utsatt skattefordel	8 161	8 161
Sum anleggsmidler	163 995	93 904
<i>Omløpsmidler</i>		
Varelager		
Kundefordringer	25 927	13 183
Andre kortsiktige fordringer	13 294	50 408
Bankinnskudd	59 746	53 718
Sum omløpsmidler	98 967	117 309
Sum eiendeler	262 962	211 213
<i>Egenkapital</i>		
Aksjekapital	76 241	75 918
Overkurs	67 806	67 096
Annen egenkapital	10 130	-14 119
Sum egenkapital	154 177	128 895
<i>Langsiktig gjeld</i>		
Rentebærende gjeld	59 518	67 029
Sum langsiktig gjeld	59 518	67 029
<i>Kortsiktig gjeld</i>		
Leverandørgjeld	28 097	1 254
Betalbar skatt	-	-
Offentlige avgifter	2 751	1 748
Rentebærende kortsiktig gjeld	10 200	10 461
Derivater	1 268	-
Annen kortsiktig gjeld	6 950	1 826
Sum kortsiktig gjeld	49 266	15 289
Sum gjeld	108 784	82 318
Sum egenkapital og gjeld	262 961	211 213

Kontantstrømoppstilling

Kontantstrømoppstilling	2013	2014
<i>Kontantstrømmer fra operasjonelle aktiviteter</i>		
Resultat før skattekostnad	-18 747	24 831
Resultatandel investering i tilknyttet selskap	-	59
Ordinære avskrivninger	3 649	13 675
Endring i kundefordringer	-15 735	-12 744
Endringer i leverandørgjeld	-1 619	26 843
Endring i andre avsetninger	1 232	-6 759
Opsjonskostnad ansatte		686
Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	-31 220	46 591
<i>Kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter</i>		
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	-89 392	-25 404
Utbetalinger ved kjøp av aksjer i tilknyttet selskap	-	-5 420
Garantistillelse certeparti	-47 000	-3 000
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-136 392	-33 824
<i>Kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter</i>		
Innbetalinger av egenkapital ved emisjon	98 262	1 033
Innbetalinger ved opptak av ny langsiktig gjeld	77 490	-
Utbetalinger ved nedbetaling av langsiktig gjeld	-	-7 772
Netto Kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	175 752	-6 739
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter	8 140	6 028
Kontanter og kontantekvivalenter i beg. Av perioden	45 578	53 718
Kontanter og kontantekvivalenter i slutten av perioden	53 718	59 746

Egenkapitaloppstilling per 01. januar 2013

Egenkapitaloppstilling 01.01.14	Aksjekapital	Overkurs	Andre reserver	Opptjent egenkapital	Total egenkapital
Egenkapital 01.01.14	75 918	67 096	1 629	-15 747	128 896
Årets resultat				24 831	24 831
Annen inntekt				-1 268	-1 268
Årets totalresultat				23 563	23 563
Virkelig verdi aksjeopsjoner			686		686
Inntekter fra utstedte aksjer	323	710			1 033
Egenkapital 31.12.14	76 241	67 806	2 315	31 379	154 178

Egenkapitaloppstilling per 01. januar 2013

Egenkapitaloppstilling 01.01.13	Aksjekapital	Overkurs	Andre reserver	Opptjent egenkapital	Total egenkapital
Egenkapital 01.01.14	43 828		397		44 225
Årets resultat				-15 747	-15 747
Annen inntekt					
Årets totalresultat				-15 747	-15 747
Virkelig verdi aksjeopsjoner			1 232		1 232
Inntekter fra utstedte aksjer	32 090	67 096			99 186
Egenkapital 31.12.14	75 918	67 096	1 629	-31 494	128 896

Vedlegg 5 Regresjon av Beta

Vedlegget 5 viser et utdrag av regresjonen gjort i Excel. Regresjonen som er gjennomført er blitt utført med Reach Subseas aksjepris som den avhengige variabelen (y-variabel) og OSEAX som den uavhengige variabelen (x-variabel). Koeffisienten mellom Reach Subsea aksjekurs og OSEAX utgjør selskapets beta verdi.

	J. R-kvadrat	Standardfeil	Observasjoner	Koeffisient	P-verdi
OSEAX måned	0,279	0,944	24,000	-0,010	0,005
OSEAX uke	0,343	0,884	104,000	-0,011	0,000
S&P500 måned	0,339	0,889	24,000	-0,004	0,001
S&P500 uke	0,476	0,790	104,000	-0,004	0,000

Kilde: (Oslo Børs, 2015d, 2015g)

Vedlegg 6 - Syntetisk Rating

Rating	Årlig konkurs sannsynlighet	Kredittrisiko -faktor	Likviditets-grad 1	Rente dekningsgrad	EK andel	Netto driftsrentabilitet
AAA	0,0001	0,1	8,9	11,6	0,895	0,308
AA	0,0012	0,15	4,6	4,825	0,755	0,216
A	0,0024	0,25	2,35	2,755	0,550	0,131
BBB	0,0037	0,4	1,45	1,69	0,380	0,082
BB	0,0136	0,6	1,05	1,06	0,270	0,054
B	0,0608	1	0,75	0,485	0,175	0,026
CCC	0,3085	3	0,55	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,5418	9	0,45	-1,17	0,030	-0,030
C	0,7752	27	0,35	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,9990	10000				

- AAA - har den høyeste rating fra S&P. Eieren av forpliktelsens evne til å møte sine finansielle forpliktelser på plikten er ekstremt sterk.
- AA - skiller seg fra de høyeste rangerte forpliktelser i liten grad. Obligor evne til å møte sine finansielle forpliktelser på plikten er veldig sterk.
- A - er noe mer utsatt for negative effekter av endringer i omstendigheter og økonomiske forhold enn forpliktelsene i høyere rangerte kategorier. Imidlertid er obligor evne til å møte sine finansielle forpliktelser på forpliktelsen er fortsatt sterk
- BBB - utstillinger egnede verne parametere. Men ugunstige økonomiske forhold eller endrede omstendigheter er mer egnet til å føre til et svekket kapasitet obligor å møte sine finansielle forpliktelser på forpliktelsen.
- BB - er mindre sårbar for manglende betaling enn andre spekulative saker. Men, står det store pågående usikkerhet eller eksponering for uheldige virksomhet, finansielle eller økonomiske forhold som kan føre til obligor utilstrekkelige kapasitet til å møte sine finansielle forpliktelser på forpliktelsen
- B - er mer utsatt for manglende betaling enn forpliktelser vurdert 'BB', men skyldner har i dag kapasitet til å møte sine finansielle forpliktelser på forpliktelsen. Adverse forretnings, finansielle eller økonomiske forhold vil trolig svekke obligor evne eller vilje til å oppfylle sine finansielle forpliktelser på forpliktelsen.
- CCC - er øyeblikket utsatt for manglende betaling, og er avhengig av gode forretningsmessige, økonomiske og økonomiske forhold for obligor å møte sine finansielle forpliktelser på forpliktelsen. Ved uønskede virksomheten, økonomisk eller økonomiske forhold, er skyldner ikke sannsynlig å ha kapasitet til å møte sine finansielle forpliktelser på forpliktelsen.

- CC - er øyeblikket svært sårbare for manglende betaling. 'CC' vurdering brukes når en standard som ennå ikke har skjedd, men S&P forventer standard for å være en virtuell sikkerhet, uavhengig av forventet tid til standard.
- C - er øyeblikket svært sårbare for manglende betaling, og plikten er forventet å ha lavere relativ ansiennitet eller lavere ultimate utvinning i forhold til forpliktelser som er vurdert høyere.
- D - er i mislighold eller brudd på en kalkulatorisk løfte. For ikke-fondsobligasjoner, er rating kategorien 'D' brukes når ikke foretatt betalinger på en forpliktelse på det tidspunkt grunn, med mindre S&P mener at slike betalinger vil bli gjort innen fem virkedager i fravær av en uttalt nåde periode eller innenfor den tidligere av den oppgitte gyldighetsperioden eller 30 kalender dager. 'D' vurdering også vil bli brukt ved innlevering av en konkursbegjæring eller å ta av lignende tiltak og hvor standard på en forpliktelse er en virtuell sikkerhet, for eksempel på grunn av automatisk opphold bestemmelser. En forpliktelse rating senkes til "D" hvis det er gjenstand for en dårligere byttetilbud.

Kilde: (Standard & Poor, 2014b)

Vedlegg 7 - Avskrivninger

Dette vedlegget viser hvordan fremtidige avskrivninger er estimert. Antatt verdi på årets gjennomsnittlige anleggsmidler per 31. desember er utgangspunktet for kalkulasjonene. Verdien multipliseres så med multiplikatoren beregnet i kapittel 7 på 8.62%. Prosenten viser forholdet mellom faktiske avskrivninger og gjennomsnittlige anleggsmidler før avskrivninger i 2013 og 2014.

Fremtidige års anleggsmidler er beregnet som fjordårets anleggsmidler etter avskrivninger pluss årets kapitalinvesteringer. Årets gjennomsnittlige anleggsmidler er estimert ved snittet av fjordårets anleggsmidler og årets anleggsmidler før avskrivninger. Utgående verdi på anleggsmidlene er estimert som årets anleggsmidler før avskrivninger, fratrukket årets avskrivninger.

Avskrivninger	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AM før	163 995	283 995	434 686	524 542	594 497	667 991	725 581	787 775	835 039	887 798	936 439
Snitt årets AM		223 995	349 686	464 542	539 497	607 991	670 581	727 775	780 039	827 798	876 439
Årets avskrivninger		19 309	30 144	40 045	46 506	52 410	57 806	62 736	67 241	71 358	75 551
AM etter		264 686	404 542	484 497	547 991	615 581	667 775	725 039	767 798	816 439	860 888

Vedlegg 8 - Vekstmultiplikatorer

Vedlegget viser vekstratene i forhold til 2014.

Vekstrater	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinnt.	68,75 %	47,20 %	18,36 %	20,44 %	9,81 %	12,65 %	11,51 %	10,57 %	9,78 %	15,13 %
Salgskost.	44,65 %	47,20 %	18,36 %	20,44 %	9,81 %	12,65 %	11,51 %	10,57 %	9,78 %	15,13 %
Personalkost.	174,99 %	47,20 %	16,74 %	18,77 %	8,26 %	11,05 %	9,89 %	8,94 %	8,14 %	13,39 %
A. driftskost.	31,98 %	26,02 %	22,02 %	19,31 %	17,32 %	15,79 %	14,59 %	13,63 %	12,83 %	12,17 %
Avskrivninger	41,20 %	56,11 %	32,85 %	16,14 %	12,70 %	10,29 %	8,53 %	7,18 %	6,12 %	5,88 %

Vedlegg 9 - Endring i Arbeidskapitalen

I dette vedlegget viser en oversikt over multiplikatorer til endring av arbeidskapitalen.

Omløpsmidlene er basert på det gjennomsnittlige prosentvise forholdet mellom omløpsmiddelet og driftinntekten. For den kortsiktige gjelden er multiplikatoren basert på det gjennomsnittlige forholdet mellom posten og driftskostnaden.

Årlig endring	2013	2014	Endring
Kundefordringer	13 183	25 927	96,67 %
Andre fordringer	50 408	13 294	-73,63 %
Bankinnskudd	53 718	59 746	11,22 %
Leverandørgjeld	1 254	28 097	2140,59 %
Skyldige offentlige avgifter	1 748	2 751	57,38 %
Rentebærende kortsiktig gjeld	10 461	10 200	-2,49 %
Annen kortsiktig gjeld	1 826	6 950	280,61 %

Forhold	2013	2014	Gjennomsnitt
Kundefordring/drifsinntekt	0,21	0,08	0,15
Andre fordringer/drifsinntekt	0,81	0,04	0,43
leverandørgjeld/driftskostnad	0,015	0,097	0,056
Offentlige avgifter/driftskostnad	0,021	0,009	0,015
Kort. Pantegjeld/driftskostnad	0,127	0,035	0,081
Annen KG/driftskostnad	0,022	0,024	0,023

Bibliografi

Artikler

- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage *J. Manage.*, 17(1), 99-120.
- Barney, J. (1995). Looking inside for Competitive Advantage. *The Academy of Management Executive (1993-2005)*, 9(4), 49-61.
- Boye, K., & Dahl, G. A. (2002). Verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*.
- Clausen, E. (2002). «Virkelig verdi». *Praktisk økonomi & finans*, 19(01), 38-48.
- Dahl, G. A. (2011). Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*, 28(02), 3-14.
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans*, 21(01), s. 43-52.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. doi: 10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 24(02), 3-17.
- Penman, S. H. (1991). An Evaluation of Accounting Rate-of-return. *Journal of Accounting, Auditing & Finance 1991* 6: 233. doi: 10.11770/0148558X9100600204
- Wiklund, J., & Shepherd, D. (2003). Knowledge-based resources, entrepreneurial orientation, and the performance of small and medium-sized businesses. *Strategic Management Journal*, 24(13), 1307-1327.
- YCharts. (2015). WTI Crude Oil Spot Price. from http://ycharts.com/indicators/wti_crude_oil_spot_price

Bøker

- Berk, J., & DeMarzo, P. M. (2014). *Corporate finance* (3rd ed., Global ed., [Special ed.]. ed.). Boston: Pearson.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments and portfolio management* (9th ed., global ed. ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bredesen, I. (2011). *Investering og finansiering* (4. utg. ed.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Boye, K., Heskestad, T., & Holm, E. (2010). *Kostnads- og inntektsanalyse* (8. utg. ed.). Oslo: Universitetsforl.
- Chapman, R. J. (2011). *Simple tools and techniques for enterprise risk management* Wiley finance series (2nd ed. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.

- Dahl, G. A., & Thorsen, A. (2012). *Verdivurdering av en virksomhet* Retrieved from <http://www.lederkilden.no/tema/verdivurdering-av-en-virksomhet#2069942>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (3. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Fladstad, H. N., & Tofteland, A. (2006). *Finansregnskap : vurdering og analyse* (2. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Hill, C. W., Cronk, T., & Wickramasekera, R. (2011). *Global Business Today*: McGraw-Hill Education (Australia).
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.
- Koller, T., Wessels, D., & Goedhart, M. (2010). *Valuation : measuring and managing the value of companies* (5th ed. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Kotler, P. (2005). *Markedsføringsledelse* (J. I. Fredriksen & T.-J. Bielenberg Eds. 3. utg. ed.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Kristoffersen, T. (2008). *Regnskapsteori : med introduksjon til internasjonale regnskapsstandarder (IFRS)*. Bergen: Fagbokforl.
- Kristoffersen, T. (2012). *Årsregnskapet : en grunnleggende innføring* (3. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Lillebø, A. (2005). *Økonomileksikon: 6000 oppslagsord om økonomi og arbeidsliv* (1. ed.). Oslo: Damm.
- Miller, G. T., & Spoolman, S. (2012). *Living in the environment*. [Belmont, CA:]: Brooks/Cole Pub Co.
- Rothaermel, F. T. (2013). *Strategic management : concepts & cases*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Thoresen, A., & Dahl, G. A. (2012). *Verdivurdering av en Virksomhet* (pp. 10). Retrieved from <http://www.lederkilden.no/tema/verdivurdering-av-en-virksomhet#2069942>
- Titman, S., & Martin, J. D. (2014). *Valuation : the art and science of corporate investment decisions* Always learning (2nd ed., international ed. ed.). Harlow: Pearson Education.
- Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory econometrics : a modern approach* (5th ed., international ed. ed.). S.I.: South-Western, Cengage Learning.

Rapporter

- Deep Sea Supply. (2015). Annual Report 2014 (pp. 49). deepseasupplu.no.
- DOF. (2012). Annual Report 2011. dof.no.

DOF. (2013). Annual Report 2012. dof.no.

DOF. (2014a). Annual Report 2013 DOF Hjemmeside - <http://www.dof.no/en-GB/Investor-Relations/Reports-Presentations.aspx>.

DOF. (2014b). Annual Report 2013. dof.no.

DOF. (2015a). Annual Report 2014 (pp. 84). dof.no.

EIA. (2015a). Annual Energy Outlook 2015. eia.gov.

Eidesvik Offshore. (2015). Annual Report 2014 (pp. 72). eidesvik.no.

Farstad Shipping. (2015). Annual Report 2014 (pp. 56). farstad.com.

Gjensidige. (2014). Markedsrapport 4. kvartal 2014 (pp. 4). gjensidige.no.

Hansen, G. H., & Steen, M. (2011). Vindkraft til havs (pp. 24). ntnu.no.

Norges Bank. (2014). Pengepolitisk Rapport - med vurdering av finansiell stabilitet (pp. 56).
norgesbank.no.

Norges Bank. (2015a). Inflasjon. Norges-bank.no.

Norsk Industri. (2015). Konjunkturrapporten (pp. 120). norskindustri.no.

Norsok Standard. (2012). Remotely Operated Vehicle (ROV) services (2 ed., pp. 71).

OECD. (2015a). Domestic Product. OECD.org.

OECD. (2015b). Inflation (CPI). OECD.org.

OECD. (2015c). Unemployment. oecd.org.

Pareto. (2015). Pareto Årsrapport 2014. pareto.no

PGS. (2015). Annual Report 2014. pgs.com.

Reach Subsea. (2013a). Annual Report 2012. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2013b). Konsernrapport 2012 - Q4. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2013c). Konsernrapport 2013 - Q2. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2013d). Konsernrapport 2013 - Q3. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2013e). Konsernrapport 2013 - Q1. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2013f). Konsernrapport 2013 - Q4. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2014a). Annual Report 2013. Reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2014b). Konsernrapport 2013 - Q4. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2014c). Konsernrapport 2014 - Q1. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2014d). Konsernrapport 2014 - Q2. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2014e). Konsernrapport 2014 - Q3. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2014f). Presentation 1Q2014 (pp. 24). reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2015a). Annual Report 2014. reachsubsea.com.

Reach Subsea. (2015c). Edda Fonn from <http://reachsubsea.com/assets/edda-fonn/>

- Reach Subsea. (2015d). History. Retrieved 29.03.15, from <http://reachsubsea.com/company/#history>
- Reach Subsea. (2015e). Konsernrapport 2014 - Q4. reachsubsea.com.
- Reach Subsea. (2015g). Presentation 4Q2014 (pp. 14). reachsubsea.com.
- Reach Subsea. (2015h). Supporter - Compact and powerful workclass ROV (pp. 2). reachsubsea.no.
- Shami, J. (2015). PESTLE - Macro Environmental Analysis. Retrieved 09.03.15, 2015, from http://www.oxlearn.com/clip_Pest-Steeple-Analysis_11_25_259#topo
- Snl. (2015). Norges politiske system. from https://snl.no/Norges_politiske_system
- Solstad Offshore. (2015). Annual Report 2014 (pp. 74). solstad.no.
- SSB. (2014b). Dette er Norge 2014 (pp. 48). ssb.no.
- Standard & Poor. (2012). What Credit Ratings Are & Are Not. from http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/RatingsManual_PrintGuide.html
- Standard & Poor. (2014b). Standard & Poor's Ratings Definitions. from http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
- Subsea 7. (2012). Annual Report 2011 (pp. 122). subsea7.com.
- Subsea 7. (2013). Annual Report 2012. subsea7.com.
- Subsea 7. (2014). Annual Report 2013. subsea7.com.
- Subsea 7. (2015). Annual Report 2014 (pp. 116). subsea7.com.
- The Norwegian Ministry of Petroleum and Energy. (2015). Medium-Term Market Report 2015. iea.org.
- Tradingeconomics.com. (2015a). Brasil - BNP per innbygger - 2014. Tradingeconomics.com.

Forelesningsnotater

- Damodaran, A. (2015). *Costs of Debt & Capital*. Paper presented at the Valuation: An Online Class. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Infield Systems Limited. (2014). *Subsea Market Overview*. United Kingdom. http://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CCAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.subseauk.com%2Fdocuments%2Fnw002.pdf&ei=beY3VdfxFcG3PIafgPgC&usq=AFQjCNElmlxAJTpyBKnmwcQO4aM_Pogz5A&sig2=vYC8VFHGGTLpyLf-mhWeYw&bvm=bv.91071109,d.ZWU
- Knivsfå, K. H. (2009). *Strategisk Regnskapsanalyse* Norges Handelshøyskole.

- Ødegaard, B. A. (2014a). *Cost of Capital*. Dropbox - kursmappe for MØA370
https://dl.dropboxusercontent.com/u/8078351/teach/moa370_2014/lectures/cost_of_capital/cost_of_capital.html
- Ødegaard, B. A. (2014b). *DCF Input: terminal value*. Paper presented at the MØA370 Valuation.
https://dl.dropboxusercontent.com/u/8078351/teach/moa370_2014/lectures/terminal_value/terminal_value.html
- Ødegaard, B. A. (2014c). *Discounted Cash Flow valuation of Companies*. Paper presented at the MØA 370 - Valuation.
https://dl.dropboxusercontent.com/u/8078351/teach/moa370_2014/lectures/company_valuation/company_valuation.html
- Ødegaard, B. A. (2014d). *Relative pricing*. Paper presented at the MØA 370 - Valuation.
https://dl.dropboxusercontent.com/u/8078351/teach/moa370_2014/lectures/relative_pricing/relative_pricing.html

Internett sider

- Aarø, J. T. (2014). SSB: Så mye vil en svakere oljepris svekke norsk økonomi, *E24*. Retrieved from <http://e24.no/makro-og-politikk/ssb-saa-mye-vil-en-svakere-oljepris-svekke-norsk-oekonomi/23349279>
- Aarø, J. T., & Nissen-Meyer, J. (2014). SSB: Veksten i norsk økonomi vil bli mye svakere, *E24*. Retrieved from <http://e24.no/makro-og-politikk/ssb-veksten-i-norsk-oekonomi-vil-bli-mye-svakere/23349039>
- Bayern Gas Norge. (2015). An intro to oil and gas Retrieved 23,04,15, from <http://bayerngasnorge.com/an-intro-to-oil-and-gas/10-oljebud>
- Bernhardsen, T., & Kloster, A. (2002). Åpenhet og forutsigbarhet i pengepolitikken. from http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:9aEXgRRz3iEJ:www.norges-bank.no/Upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2002-02/bernhardsen.pdf+%&cd=1&hl=no&ct=clnk&gl=no
- Braarud, L. J. (2015). Energi, Shipping og Sjømat. Retrieved 29.03.15, from <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Energi-shipping-og-sjoemat>
- DNB. (2014a). Historiske Valuatakurser 2014. from <https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valutakurser-og-renter/historiske/hovedvalutaer/2014-daglig-oppdateret.html>

- DOF. (2015b). The DOF History. Retrieved 16.03.15, from <http://www.dof.no/en-GB/About-DOF-ASA/History.aspx>
- Innovasjon Norge. (2015). EØS-avtalen. from <http://www.innovasjon norge.no/no/Eksporthandboken/Eksportordbok/Import--og-eksportkrav/Frihandelsavtaler---Norge/EOS-avtalen/#.VTjYypPEjac>
- KPMG. (2015). Corporate tax rates table. Retrieved 23,04,15, from <http://www.kpmg.com/global/en/services/tax/tax-tools-and-resources/pages/corporate-tax-rates-table.aspx>
- Lederkilden.no. (2015). Verdidriver. from <http://www.lederkilden.no/ordliste/verdidriver>
- MMT. (2014). A unique specialised Survey ROV Offshore testing is underway. from <http://www.mmt.se/news-media/a-unique-specialised-survey-rov-offshore-testing-is-underway/>
- Morningstar. (2015). R-squared. Retrieved 12.03.15, from http://www.morningstar.com/InvGlossary/r_squared_definition_what_is.aspx
- NARF. (2013). Statsbudsjettet 2014: Vedtatte endringer på skatte- og avgiftsområdet from <http://www.narf.no/Fagstoff/Skatt/Skatt/Statsbudsjettet-2014-Vedtatte-enderinger-pa-skatt--og-avgiftsomradet-/>
- Norges Rederiforbund. (2014a). Norges Rederiforbunds historie. Retrieved 21.04.15, from <https://www.rederi.no/om-oss/historie/nrs-historie/>
- Norges Rederiforbund. (2014b). Næringspolitikk. Retrieved 21.04.15, 2015, from <https://www.rederi.no/om-oss/fagomrader/naringspolitikk/>
- Norges Rederiforbund. (2014c). Rammebetingelser. from <https://www.rederi.no/om-oss/fagomrader/naringspolitikk/rammebetingelser/>
- Norsk Petroleum. (2015a). Energimarkedet. Retrieved 21.04.15, from <http://www.norskpetroleum.no/okonomi/energimarkedet/>
- Norsk Petroleum. (2015b). Leverandørindustrien. Retrieved 21.04.15, from <http://www.norskpetroleum.no/okonomi/leverandorindustrien/>
- NTNU. (2015). Hvorfor er noen prosjekter lettere å finansiere enn andre? , from http://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=6&cad=rja&uact=8&ved=0CFMQFjAFahUKEwjH_bve-o7GAhXJECwKHZW5Cig&url=http%3A%2F%2Fwww.ntnu.no%2Fvidere%2Fkurs%2FFinansforing_KapitalTekst2.pdf&ei=GIV9VceIDMmhsAGV86rAAg&usg=AFQjCNF0xe-Fh31X5UD7XR1NA7QFsueRrA&sig2=ZpBzqw4e1Beg3QHXCZjWPA&bvm=bv.95515949,d.bGg

- OECD. (2012a). Mathematics performance. from <https://data.oecd.org/pisa/mathematics-performance-pisa.htm>
- OECD. (2012b). Science performance. from <https://data.oecd.org/pisa/science-performance-pisa.htm>
- Olje- og energidepartementet. (2013). Mottok konsekvensutredning om havvind [Press release]. Retrieved from <https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/mottok-konsekvensutredning-om-havvind/id711170/>
- Olje- og energidepartementet. (2015). Olje og Gass. from <https://www.regjeringen.no/nb/tema/energi/olje-og-gass/id1003/>
- Oslo Børs. (2015a). DOF. from <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/DOF.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2015b). Energisektoren. Retrieved 28.01.15, 2014, from http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/sectors?newt__menuCtx=1.1.3
- Oslo Børs. (2015d). Oslo Børs All-share Index. from <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEAX.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2015e). Reach Subsea. from <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/REACH.OSE/data>
- Oslo Børs. (2015f). Reach Subsea. Retrieved 29.03.15, from <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/REACH.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2015g). S&P500. from <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/I:SP500.SP/overview>
- Oslo Børs. (2015h). Subsea 7. from <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SUBC.OSE/overview>
- Reach Subsea. (2012). Workclass ROV order. from <http://reachsubsea.com/workclass-rov-order/>
- Reach Subsea. (2015b). Dina Star. 29.03.15, from <http://reachsubsea.com/assets/dina-star/>
- Reach Subsea. (2015f). Normand Reach. from <http://reachsubsea.com/assets/normand-reach/>
- Regjeringen.no. (2012). Ansvarsområder. Retrieved 23,04,2015, from <https://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/ryddemappe/Til-sletting/ansvarsomraader/id775/>
- Regjeringen.no. (2013). Politisk plattform
- Sundvolden-plattformen. Retrieved 7.10.13, from <https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/politisk-plattform/id743014/>

- Regjeringen.no. (2014a). 300 milliarder i nettoinntekter fra petroleumsvirksomheten
Retrieved 08,10,2014, from <https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/300-milliarder-i-nettoinntekter-fra-petroleumsvirksomheten-/id2005654/>
- Regjeringen.no. (2014b). - Verden trenger mer energi og mindre utslipp. Retrieved
17,11,2014, from <https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/--Verden-trenger-mer-energi-og-mindre-utslipp/id2340825/>
- Regjeringen.no. (2015). - En fantastisk historie og en spennende framtid. Retrieved
15,04,2015, from <https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/-en-fantastisk-historie-og-en-spennende-framtid/id2405994/>
- Shami, J. (2015). PESTLE - Macro Environmental Analysis. Retrieved 09.03.15, 2015, from
http://www.oxlearn.com/clip_Pest-Steeple-Analysis_11_25_259#topo
- SSB. (2014a). Befolkningens utdanningsnivå. from
<https://www.ssb.no/utdanning/statistikker/utniv/aar/2014-06-19?fane=tabell&sort=nummer&tabell=181262>
- Tradingeconomics.com. (2015b). USA - BNP per innbygger - 2014. from
<http://no.tradingeconomics.com/united-states/gdp-per-capita>

Diverse

- Bakkeli, B. (2015, 4. januar 2015). Spår laveste lønnsvekst på 20 år, *Stavanger Aftenblad*.
Retrieved from <http://www.aftenbladet.no/nyheter/okonomi/Spar-laveste-lonnsvekst-pa-20-ar-3599953.html>
- Damodaran, A. (2014). *Levered and Unlevered Betas by Industry*. Retrieved from:
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html
- DNB. (2012). Historiske valutakurser 2011. from Den Norske Bank
<https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valutakurser-og-renter/historiske/hovedvalutaer/2011-daglig-oppdatert.html>
- DNB. (2013). Historiske valutakurser 2012. from Den Norske Bank
<https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valutakurser-og-renter/historiske/hovedvalutaer/2012-daglig-oppdatert.html>
- DNB. (2014b). Historiske valutakurser 2013. from Den Norske Bank
<https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valutakurser-og-renter/historiske/hovedvalutaer/2013-daglig-oppdatert.html>
- EIA. (2015b). *Spot Prices*. Retrieved from:
http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_d.htm

- Eika, T., Benedictow, A., & Jansen, E. (2014). Konjunkturtendensene for Norge og utlandet - Norsk økonomi i moderat fart <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/norsk-okonomi-i-moderat-fart--180967>
- Fernandez, P., Linares, P., & Fernandez Acin, I. (2014). *Market Risk Premium used in 88 countries in 2014: a survey with 8,228 answers*. IESE Business School. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2450452
- Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven), 4-3 C.F.R. (1998a).
- Fladset, M., & Gjendem, M. (2013). *Strategisk analyse og verdsettelse av Farstad Shipping ASA*. (Master), Universitetet i Nordland, BLIX. Retrieved from http://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CCEQFjAA&url=http%3A%2F%2Fbrage.bibsys.no%2Fxmlui%2Fhandle%2F11250%2F140868&ei=_o5IVdX6A8SYsAHti4B4&usg=AFQjCNE-ylfxdff7XA_HVjwPA_q723nJEw&sig2=6SmqcocYombH3fNFyH840Q&bvm=bv.92291466,d.bGg
- Gjesdal, F. (2012). Valg av verdsettelsesmodell. *Magma*, s. 22-23.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Hegnar.no. (2014, 10.13.14). Slik påvirker oljeprisfallet deg, *Hegnar.no*. Retrieved from <http://www.hegnar.no/okonomi/artikkel521579.ece>
- Knivsflå, K. H. (2015). Masteroppgåve i fundamental verdivurdering <https://www.nhh.no/en/research-faculty/department-of-accounting--auditing-and-law/rrr/cv/knivsfl%C3%A5--kjell-henry.aspx>
- Knutsen, H. (2012). *Strategi som plan og kontroll*. Paper presented at the ORG 205 - FORETAKSSTRATEGI, Universitetet i Agder.
- Lorentzen, M., & Aarø, J. T. (2014). SSB tror fallet i oljeinvesteringene bare vil fortsette, *E24*. Retrieved from <http://e24.no/energi/ssb-spaar-lavere-oljeinvesteringer-i-aar/23349045>
- Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven), 4-6 C.F.R. (1998b).
- Meling, J. V. (2015). Er dette årets skip?, *TV Haugaland*. Retrieved from <http://tvh.no/2015/05/31/er-dette-arets-skip/>
- Norges Bank. (2015b). *Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt*. Retrieved from: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) (2014).
- Oslo Børs. (Ed.) (2015c). *oslobors.no*: Oslo Børs.

Pwc. (2014) Risikopremien i det norske markedet. pwc.no: Pwc.

Segrov, B. (2014). - En kamp om penger, *Dagens Næringsliv*. Retrieved from <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/08/25/2157/Formuesskatt/-en-kamp-om-penger>

Standard & Poor. (2014a). Long-Term Issue Credit Ratings. In S. P. s. R. Definitions (Ed.). Global Credit Portal: Standard & Poor's Financial Services LLC, a part of McGraw Hill Financial. .

Tuen, T. (2015). Prosjektleder i C-Innovation. In J. K. Tuen (Ed.), *Subsea-bransjen*.

Urvik, O.-A. (2014). Kontrakt til Reach Subsea, *Jobb & Næring - næringslivsmagasinet for Haugesundregionen og Sunnhordaland*, p. 42. Retrieved from <http://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=10&ved=0CFgQFjAJ&url=http%3A%2F%2Fwww.joomag.com%2FFrontend%2FWebService%2FdownloadPDF.php%3FUID%3D0992446001398152764&ei=PPlqVZiOOIG6UJyYg6gL&usg=AFQjCNF1LsggeeGv7YN9HQrUCxeSMDAICw&sig2=da76Yjs4t5O7Gbu7URRctQ&bvm=bv.94455598,d.d24&cad=rja>