



# Høgskulen på Vestlandet

## ØKB3113 Bacheloroppgave

ØKB3113-BAC-2022-VÅR-FLOWassign

### Predefinert informasjon

<b>Startdato:</b>	06-04-2022 12:00	<b>Termin:</b>	2022 VÅR
<b>Sluttdato:</b>	06-05-2022 14:00	<b>Vurderingsform:</b>	Norsk 6-trinns skala (A-F)
<b>Eksamensform:</b>	Bacheloroppgave		
<b>Flowkode:</b>	203 ØKB3113 1 BAC 2022 VÅR		
<b>Intern sensor:</b>	(Anonymisert)		

### Deltaker

<b>Kandidatnr.:</b>	413
---------------------	-----

### Informasjon fra deltaker

<b>Antall ord *:</b>	15970
----------------------	-------

Sett hake dersom  Ja  
besvarelsen kan brukes  
som eksempel i  
undervisning?:

Egenerklæring \*:  Ja  
Jeg bekrefter at jeg har  Ja  
registrert  
oppgavetittelen på  
norsk og engelsk i  
StudentWeb og vet at  
denne vil stå på  
vitnemålet mitt \*:

### Gruppe

<b>Gruppenavn:</b>	(Anonymisert)
<b>Gruppenummer:</b>	6
<b>Andre medlemmer i gruppen:</b>	401, 415

Jeg godkjenner autalen om publisering av bacheloroppgaven min \*

Ja

Er bacheloroppgaven skrevet som del av et større forskningsprosjekt ved HVL? \*

Nei

Er bacheloroppgaven skrevet ved bedrift/virksomhet i næringsliv eller offentlig sektor? \*

Nei



Høgskulen  
på Vestlandet

# BACHELOROPPGAVE

Verdivurdering av Reach Subsea ASA

Valuation of Reach Subsea ASA

**Torgeir Maurangsnes, Christer Søvre og**

**Victoria Olsen Tvedt**

Bachelor i økonomi og administrasjon

Fakultet for økonomi og samfunnsvitenskap

Veileder: Jostein Aksdal

Innleveringsdato: 06.05.2022

## **Forord**

Som vårt avsluttende arbeid ved Høgskulen på Vestlandet, har vi i vår bachelor-oppgave i Økonomi og Administrasjon valgt å fordype oss innen temaet finans.

Oppgaven er en verdsettelse av Reach Subsea ASA. Vi valgte dette selskapet i samarbeid med vår veileder, hvor vårt ønske var å velge et maritimt selskap med lokal tilhørighet på Haugalandet.

På tross av at ingen av oss har hatt verdivurdering som fag, ønsket vi å benytte kunnskapen vi har opparbeidet oss til nå i studiet for å utføre verdsettelsen. Oppgaven har vært krevende, men lærerik, og vi er glade for valg av problemstilling.

Vi vil rette en takk til Jostein Aksdal for veiledning underveis i oppgaven.

*Haugesund, 06.05.2022*

Torgeir Maurangnes, Christer Søvre og Victoria Olsen Tvedt

## Sammendrag

Formålet med denne bacheloroppgaven var å komme frem til en verdivurdering av Reach Subsea ASA (Reach) i form av pris per aksje 31.12.2021. Verdivurderingen ble foretatt ved hjelp av både fundamental og komparativ verdsettelse, hvor vi vektla endelig vurdering med 2/3 fundamental verdsettelse og 1/3 komparativ verdsettelse.

Grunnlaget for prognosene av de fremtidige kontantstrømmene vi benytter i den fundamentale verdsettelsen, er basert på analyse av de historiske regnskapstallene og en strategisk analyse av Reach og bransjen. Analysene er utført på bakgrunn av offentlig tilgjengelig informasjon som års- og kvartalsrapporter, forskning og undersøkelser.

I den komparative verdsettelsen sammenlignet vi Reach med andre selskaper i samme bransje. Også her ble det anvendt offentlig tilgjengelig informasjon slik som i den fundamentale verdsettelsen. I vurderingen støtte vi derimot på problemer ved få sammenlignbare selskaper i tillegg til anvendbarheten av regnskapstall for periodene vi så på.

Verdivurderingen basert på fundamental verdsettelse endte på NOK 11,90 før rabatter og premier, og endte med NOK 9,52 etter fratrukk av identifiserte rabatter og premier.

Den komparative verdsettelsen endte på NOK 9,13, med store variasjoner blant de forskjellige multiplene vi valgte å se på.

Etter valgte vektleggingsforhold estimerer vi derfor en endelig egenkapitalverdi per aksje på NOK 9,39 ved verdsettelsestidspunkt 31.12.2021.

Sammenlignet med vårt verdiestimat var børskursen til Reach Subsea ASA på Oslo Børs per 31.12.2021 på NOK 3,04 ifølge Euronext (2022).

## **Abstract**

The purpose of this bachelor thesis was to perform a valuation of Reach Subsea ASA (Reach) with an outcome of price per share on 31.12.2021. The valuation was made using both fundamental and comparative valuation, where we weighted the final valuation with  $\frac{2}{3}$  fundamental valuation and  $\frac{1}{3}$  comparative valuation.

The basis for the forecasts of the future cash flows we use in the fundamental valuation is based on an analysis of the historical accounting figures and a strategic analysis of Reach and the industry. The analyses have been performed based on public available information, such as annual and quarterly reports, and others such as research and surveys.

In the comparative valuation, we compared Reach with other companies in the same industry. Again, publicly available information was used as in the fundamental valuation. In the assessment, we encountered problems such as few comparable companies in the business, in addition to the applicability of accounting figures for the periods we analysed.

The valuation based on fundamental valuation concluded at NOK 11.90 before discounts and premiums and ended at NOK 9.52 after deduction of identified discounts and premiums.

The comparative valuation ended at NOK 9.13, with large variations among the different valuation multiples we used.

We therefore estimate a final equity value per share of NOK 9.39 at the valuation date of 31.12.2021, after applying the chosen weighted ratio.

Compared with our value estimate, the share price of Reach Subsea ASA on Oslo Børs as of 31.12.2021 was NOK 3.04 according to Euronext (2022).

## Innhold

Forord .....	i
Sammendrag .....	ii
Abstract .....	iii
1. Innledning.....	1
1.1. Avgrensninger .....	1
1.2. Oppgavens struktur .....	2
2. Presentasjon av bransjen .....	3
2.1. Bransje.....	3
2.2. Segmenter .....	3
3. Bedriftspresentasjon av Reach.....	4
3.1. Tjenester .....	6
3.1.1. ROV (Fjernstyrt undervannsfarkost).....	7
3.1.2. Utstyr .....	7
4. Metode .....	8
4.1. Verdsettelsesmetode 1 – Fundamental Verdsettelse .....	9
4.2. Verdsettelsesmetode 2 – Komparativ verdsettelse .....	11
5. Strategisk analyse.....	14
5.1. VRIO-analyse .....	15
5.2. Femkraftsmodellen .....	18
5.2.1. Rivalisering mellom bedrifter .....	18

5.2.2. Fare for potensielle inntrengere .....	19
5.2.3. Fare for substitutt.....	21
5.2.4. Kunders forhandlingsmakt .....	21
5.2.5. Leverandørers forhandlingsmakt .....	22
5.3. PESTEL-analyse.....	24
5.3.1. Politiske og juridiske faktorer (P & L) .....	24
5.3.2. Økonomiske faktorer (E).....	25
5.3.3. Sosiale faktorer (S).....	25
5.3.4. Teknologiske faktorer (T).....	26
5.3.5. Miljømessige faktorer (E) .....	27
5.4. SWOT-analyse .....	27
6. Regnskapsanalyse.....	28
6.1. Analysenivå .....	28
6.2. Analyseperiode .....	28
6.3. Presentasjon av tall.....	29
6.3.1. Resultatregnskapet.....	29
6.3.2. Balansen.....	30
6.3.3. Kontantstrømoppstillingen.....	31
6.4. Omgruppering av regnskapstall for analyseformål .....	31
6.4.1. Korrigering av engangsposter.....	32
6.4.2. Omgruppering av balansen for analyseformål .....	32



6.4.3. Justert EBIT/EBITDA.....	33
6.5. Nøkkeltallsanalyse.....	34
6.5.1. Historisk vekst av nøkkeltall .....	34
6.5.2. Endring i driftsinntekter.....	35
6.5.3. Vare- og lønnskostnader og andre kostnader .....	35
6.5.4. EBITDA og EBITDA-margin .....	36
6.5.5. Arbeidskapital.....	37
6.5.6. Investeringer (CapEx).....	38
6.5.7. Avkastning på investert kapital .....	38
6.5.8. Cash Conversion / Fri kontantstrøm før skatt .....	39
6.6. Risikoanalyse .....	40
6.6.1. Likviditetsanalyse.....	40
6.6.2. Soliditetsanalyse .....	41
7. Vekstprognoser og fremtidig kontantstrøm .....	43
7.1. Budsjetthorisont og prognosevalg.....	44
7.2. Verdidrivere .....	44
7.2.1. Vekst i omsetning .....	44
7.2.2 Vekst i kostnader .....	45
7.3. Arbeidskapitalbehov .....	46
7.4. Normal- og kapasitetsinvesteringer med tilhørende avskrivinger .....	47
7.5. Valg av skattesats og bruk av utsatt skatt.....	47

7.6. Fremtidig kontantstrøm.....	48
7.7. Fremtidig likviditet og soliditets analyse .....	49
7.8. Fremtidig resultatregnskap og balanse.....	50
7.9. Avkastning på investert kapital.....	51
7.10. Fremtidig nøkkeltallsanalyse .....	51
8. Avkastningskrav.....	52
8.1. Egenkapitalkostnad.....	52
8.1.1. Risikofri rente .....	53
8.1.2. Markedets risikopremie .....	53
8.1.3. Egenkapitalbeta .....	53
8.2. Gjeldskostnad.....	54
8.3. Kapitalstruktur .....	54
8.4. Avkastningskravet til totalkapitalen .....	55
9. Fundamental verdsettelse.....	55
9.1. Verdien av totalkapitalen.....	56
9.1.1. Terminalverdi.....	56
9.1.2. Nåverdi av kontantstrømmer .....	56
9.2. Sensitivitetsanalyser .....	57
9.3. Rabatter og premier.....	60
10. Komparativ verdsettelse .....	61
10.1. Price/Earnings .....	62

10.2. EV/EBITDA.....	63
10.5. Oppsummering komparativ verdsettelse .....	66
11. Konklusjon .....	67
11.1. Rimelighetsvurdering av verdi .....	68
Bibliografi .....	70
VEDLEGG.....	75
Vedlegg 1 «Bransjens totale driftsinntekter fordelt etter selskap» .....	75
Vedlegg 2 «Profit and Loss».....	75
Vedlegg 3 «Financial position» .....	76
Vedlegg 4 «Cashflow».....	77
Vedlegg 5 «omgruppert balanse».....	78
Vedlegg 6 «Justert EBITDA engelsk».....	79
Vedlegg 7 «Driftsinntekter».....	79
Vedlegg 8 «Forutsetninger for fremtidig kontantstrøm» .....	79
Vedlegg 9 «Likviditetsgrad 1» .....	80
Vedlegg 10 «Fremtidig balanse».....	80
Vedlegg 11 «Fremtidig kontantstrøm».....	81
Vedlegg 12 «Rentebærende gjeld» .....	81
Vedlegg 13 «Komparativ verdsettelse» .....	82

Figur 1 - Tidslinje Reach Subsea ASA (Reach Subsea ASA, 2017a) .....	6
Figur 2 – Rammeverk for strategisk analyse .....	14
Figur 3 - Oppsummering bransjens attraktivitet.....	24
Figur 4 - SWOT-analyse .....	27
Figur 5 - Viser endring i driftsinntekter, hvor 2016 er utgangspunkt. Se vedlegg 7 «Driftsinntekter» for tabell. Bransjesnitt inkluderer Reach.....	35
Figur 6 - Vare- og lønnskostnader og andre kostnader i prosent av omsetning. ....	35
Figur 7 - Sammenligning av EBITDA-marginen utregnet som EBITDA/omsetning mellom Reach Subsea og bransjen. Bransjesnitt inneholder også Reach sine EBITDA-tall .....	36
Figur 8 - Arbeidskapital.....	37
Figur 9 - Avkastning på investert kapital (tall i tusen).....	39
Figur 10 - Risikoanalyse .....	40
Figur 11 - Vekst i omsetning.....	45
Figur 12 - Vekst i kostnader.....	45
Figur 13 - Antatt behov for arbeidskapital .....	46
Figur 14 - Avkastning på investert kapital .....	51
Figur 15 - Stjernediagram for sensitivitetsanalyse.....	58
Figur 16 - Verdiintervall basert på multiplikatorer fra komparative selskaper .....	66

Tabell 1 - Oppsummering av Reach sine ressurser .....	17
Tabell 2 - Resultatregnskapet – Se vedlegg 2 «Profit and loss» for engelsk versjon .....	29
Tabell 3 - Balansen – Se vedlegg 3 «Financial position» for engelsk versjon .....	30
Tabell 4 - Kontantstrømoppstilling – Se vedlegg 4 «Cashflow» for engelsk versjon .....	31
Tabell 5 - Justering av engangskostnader .....	32
Tabell 6 - Omgruppert balanse for analyseformål. Utvidet versjon finnes i vedlegg 5 «Omgruppert balanse» .....	32
Tabell 7 - Justert EBIT/EBITDA - Se vedlegg 6 «Justert EBITDA engelsk» for samme tabell på originalspråk.....	33
Tabell 8 - Justert nøkkeltallsanalyse. US = Uvektet/aritmetisk snitt, GS = Geometrisk snitt. .	34
Tabell 9 – Oversikt over kjøp og salg av varige driftsmidler .....	38
Tabell 10 – Oversikt over fri kontantstrøm før skatt .....	39
Tabell 11 - Likviditetsgrad 2.....	41
Tabell 12 - Egenkapitalandel .....	42
Tabell 13 - Rentedekningsgrad.....	42
Tabell 14 - Prognose varige driftsmidler (tall i tusen) .....	47
Tabell 15 - Prognose av fri kontantstrøm (tall i tusen) .....	48
Tabell 16 - Fremtidig balanse - Se vedlegg 10 «Fremtidig balanse» for utvidet versjon.....	50
Tabell 17 - Nøkkeltallsanalyse US = Uvektet snitt, GS = Geometrisk snitt.....	51
Tabell 18 - Utrekning av pris per aksje .....	57
Tabell 19 - Sensitivitetsanalyse med pris per aksje utregnet gjennom endring fra basis på inndata. Tabellen er utregnet vha. Hva-skjer-hvis i Excel. Avvik er i prosent fra basis, og	

omsetning er oppgitt som positiv mens kostnader er negative. ....	58
Tabell 20 - Sensitivitetsanalyse med avvik i WACC og Terminalverdi, som gir utregnet verdi per aksje i Reach. Tabellen er utregnet vha. Hva-skjer-hvis i Excel. Avvik i WACC er prosentpoeng, mens avvik i Terminalverdi er prosent. ....	59
Tabell 21 - Sensitivitetsanalyse med avvik i WACC og vekstrate benyttet for å regne ut verdi per aksje. Tabellen er utregnet vha. Hva-skjer-hvis i Excel. Avvik både i WACC og Vekstrate er i prosentpoeng .....	59
Tabell 22 - Nøkkeltall for komparative selskaper.....	62
Tabell 23 - Price/Earnings multiplikator for komparative selskap .....	63
Tabell 24 - Aksjeverdi Reach Subsea ASA basert på median Price/Earnings multiplikator for komparative selskap.....	63
Tabell 25 - EV/EBITDA multiplikator for komparative selskap .....	63
Tabell 26 - Aksjeverdi Reach Subsea ASA basert på median EV/EBITDA multiplikator for komparative selskap.....	64
Tabell 27 - EV/EBIT multiplikator for komparative selskap.....	64
Tabell 28 - Aksjeverdi Reach Subsea ASA basert på median EV/EBIT multiplikator for komparative selskap.....	65
Tabell 29 - EV/Sales multiplikator for komparative selskap .....	65
Tabell 30 - Aksjeverdi Reach Subsea ASA basert på median EV/Sales multiplikator for komparative selskap.....	65
Tabell 31 - Sammendrag beregnede multipler for komparative selskaper .....	66
Tabell 32 - Verdiintervall basert på multiplikatorer fra komparative selskaper.....	66
Tabell 33 - Kontroll mot tall fra komparativ verdsettelse – se vedlegg 12 .....	69

## **1. Innledning**

Formålet med oppgaven er å gi en verdivurdering av Reach Subsea ASA oppgitt i NOK per aksje per 31.12.2021.

Bakgrunnen for valg av tema var at vi ville benytte oss av kunnskapen vi har opparbeidet oss til nå i studiet for å utføre en verdivurdering av et selskap, selv om ingen av oss har hatt verdivurdering som fag.

Selskapsvalget har falt på Reach Subsea ASA da vi synes manglende dekning av selskapet fra analytikere gjør det interessant som verdivurderingsmål. Reach er også et børsnotert selskap og derfor vil tilgangen til finansiell informasjon om selskapet være tilfredsstillende for å kunne gjennomføre en brukbar verdivurdering. Det har også en verdi for oss at selskapet hører til lokalt på Haugalandet hvor vi alle tre er bosatt.

Litteraturen vi har valgt å støtte oss på er i hovedsak «Verdivurdering» skrevet av Yngve Kaldestad og Bjarne Møller (2016), etter anbefaling fra vår veileder. Fremgangsmåten og strukturen på oppgaven tar utgangspunkt i bokens oppbygning. Kaldestad og Møller har lang erfaring innen emnet verdsettelse, noe vi har hatt en uvurderlig nytte av.

### **1.1. Avgrensninger**

Alle beregninger og analyser i oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon om Reach Subsea ASA og samtlige andre bedrifter i den samme bransjen. Informasjonen som benyttes er i hovedsak hentet fra bedriftenes års- og kvartalsrapporter. En del metoder for verdivurdering er utelukket da vi ikke har skaffet oss kunnskap om forhold ved selskapet som krever tilgang til eiendeler, utfyllende informasjon eller intervju av ansatte.

Analyseperioden kunne i utgangspunktet startet fra selskapets oppstart i 2011. Selskapets aktivitetsnivå nådde derimot ikke et sammenlignbart nivå med dagens før i 2013, selv om det kun var operasjonell drift i 4 måneder dette året. Videre inneholder driftsårene 2014 og 2015 «oppblåste» tall grunnet innleie og umiddelbar fremleie av fartøyer Normand Reach. Vi har på bakgrunn av dette besluttet at analyseperioden starter i 2016 og slutter i 2021.

For å hensynta oppgavens størrelse velger vi å se på selskapet som helhet, og vil derfor ikke dele selskapets regnskapstall ned til segmentnivå.

Etter analyseperioden og oppstart av arbeidet med denne oppgaven, har det vært flere begivenheter i Reach Subsea. Wilhelmsen New Energy har kjøpt seg opp i selskapet gjennom en rettet emisjon til en verdi av 150 millioner kroner. Reach Subsea har også kjøpt selskapet iSURVEY Group med kontantoppgjør og utstedelse av aksjer til en verdi av 110 millioner kroner. April 2022 annonserer også Reach Subsea kontraktsinngåelse med KONGBERG om levering av to ubemannede overflatefartøy for bruk i undervannsvirksomheten. Disse strategiske valgene og kapitalforhøyelsen vil antagelig påvirke den fremtidige kontantstrømmen og forventet avkastning. Vi velger derimot å utelukke all ny informasjon om selskapet som har kommet etter verdsettelsestidspunktet 31.12.2021.

(Parr, 2022)

## **1.2. Oppgavens struktur**

Oppgaven bygger som nevnt i all hovedsak på rammeverket presentert av Kaldestad og Møller i boken Verdivurdering (2016).

Videre følger oppgaven dette oppsettet: kapittel 2 er presentasjon av bransjen. Kapittel 3 er bedriftspresentasjon av Reach Subsea ASA. Kapittel 4 presenterer verdsettelses metodene brukt for å samle inn og bearbeide data. I kapittel 5 utføres det en strategisk analyse av Reach og bransjen. I kapittel 6 gjennomføres det en regnskapsanalyse av selskapet. Kapittel 7 presenterer fremtidige prognoser for selskapet. Kapittel 8 presenterer selskapets avkastningskrav. I kapittel 9 og 10 anvendes verdsettelses metodene for å beregne selskapets verdi per aksje 31.12.2021. Kapittel 11 oppsummerer og konkluderer.



## 2. Presentasjon av bransjen

### 2.1. Bransje

Reach Subsea ASA inngår i den petromaritime næringen, som også Subsea Services er en del av, er den største eksportnæringen i Norge etter olje og gass. I 2020 var eksporten fra denne næringen som består av maritim næring og offshoreleverandørindustri i overkant av 200 milliarder kroner. Sistnevnte leverer tjenester til oppstrøms olje- og gassindustri direkte til oljeselskaper eller via andre leverandører. Maritim næring regnes i denne sammenheng som all virksomhet relatert til eierskap, operasjon, design, bygging og utstyrsleveranser til maritim virksomhet utenom utenrikssjøfart. Bransjen har siden 2000 hatt en eksportvekst på 75%. Frem til 2008 var det en høy sammenhengende vekst, finanskrisen i 2008 stagget veksten, men det fortsatte i 2012-2014, oljeprisfallet i 2014 gav redusert aktivitet, før aktiviteten tok seg opp igjen i 2019.

(Mellbye, 2015; Basso, et al., 2021)

### 2.2. Segmenter

Subsea-bransjen kan segmenteres i fire, hvor de forskjellige selskapene spisser seg til ett eller flere markeder.

**Konstruksjon og installasjon** innebærer installasjon av havbunnsinstallasjoner, rørledninger og fortøyningsystemer. Omtales ofte som EPCI eller EPIC<sup>1</sup>. Fartøy som brukes til konstruksjon er ofte større med stort dekk og store kraner, i tillegg kan det være montert karusell eller annet spesialutstyr for utsetting av forskjellige typer rørledninger og undervannskabler. I dette segmenter har entreprenørene gjerne et større ansvar for kostnadsoverskridelser, følgelig kommer slike prosjekter med større marginer. Dette segmentet har også få aktører og høye inngangsbarrierer. I perioder med stor etterspørsel kjøper de store entreprenørene både ingeniørtjenester og fartøytjenester fra mindre selskaper, som Reach Subsea.

**IMR-segmentet**<sup>2</sup> er arbeid i mindre skala som gjerne består av gjentakende

---

<sup>1</sup> EPIC eller EPCI står for Engineering, Production, Installation and Construction

<sup>2</sup> IMR står for Inspection, Maintenance and Repair

inspeksjonsoppgaver og vedlikeholdsoppgaver av mindre omfang. Lett konstruksjon og brønnstimulering inngår også i denne kategorien. Fartøyene som brukes er noe varierende og ofte tilpasset oppdraget med tanke på størrelse og kapasitet. Fellesnevner er at de er utstyrt med en eller flere undervannsfarkoster som opereres fra moderskipet via en kabel.

**Kartlegging og inspeksjon av rørledninger**<sup>3</sup> minner mer om IMR i omfang og kapitalintensitet. Oppdraget består av å fremskaffe detaljerte kart av havbunn ved bruk av blant annet video og sonarer som er påmontert undervannsfarkosten.

**Dekommisjonering og fornybar energi** er et fjerde segment. Dekommisjonering innbefatter fjerning av havbunnsinstallasjoner og tilhørende infrastruktur. Krav til kompetanse og utstyr er tilsvarende konstruksjon. Fornybar energi omfatter i hovedsak offshore vindmøller og tilhørende undervannskabler.

(Reach Subsea ASA, 2017a)

### **3. Bedriftspresentasjon av Reach**

Reach Subsea er leverandør av maritime operasjoner med tilhørende prosjektledelse og ingeniørtjenester. I hovedsak omtales tjenestene som Subsea Services rettet mot sektor for fornybar energi, og olje og gass. I tillegg har konsernet eierposter i selskaper med geofysisk kompetanse.

Reach Subsea AS ble stiftet i 2008 av gründerne med bakgrunn fra Stolt Offshore og DeepOcean. Selskapet ble drevet som konsultentselskap frem til 2012 da «børsskallet» Transit Invest ASA ble fusjonert inn og døpt om til Reach Subsea ASA. Reach Subsea fikk da en snarvei til kapitalmarkedet og børsen (Tho, 2012).

Kjernen i virksomheten til Reach baseres på fjernstyrte undervannsfarkoster (ROV) operert fra innleide flerbruksfartøyer. Operasjonene planlegges og støttes av en landbasert prosjektledelse og ingeniørvdeling.

---

<sup>3</sup> Survey and Pipeline Inspection

I første kvartal 2013 inngikk Reach Subsea avtale med Solstad Offshore om timecharter-avtale av konstruksjonsserviceskipet Normand Reach, et nybygg som var planlagt levert i andre kvartal 2014. Samme året bestilte også selskapet to nye fjernstyrte undervannsfarkoster. Selskapet disponerer etter leveringene fire ROV-systemer av typen Kystdesign Supporter. Normand Reach med to ROV-systemer og mannskap leies fra juni 2014 ut til konkurrenten DOF Subsea på en 2 års kontrakt. (Reach Subsea ASA, 2014). I andre kvartal inngår selskapet en treårig time charter avtale med Østensjø Rederi for bruk av fartøyet Edda Fonn. Avtalen ble signert uker før det dramatiske oljeprisfallet var et faktum sommeren 2014. Samme året inngår selskapet en Joint Venture avtale med MMT for drift av den spesialbygde kartleggingsfarkosten «Surveyor» (MMT Sweden AB, 2014). Samarbeidet utvides ytterligere i 2015 ved at MMT overtar halvparten av kontraktsforpliktelsene for fartøyet Edda Fonn (Reach Subsea ASA, 2015).

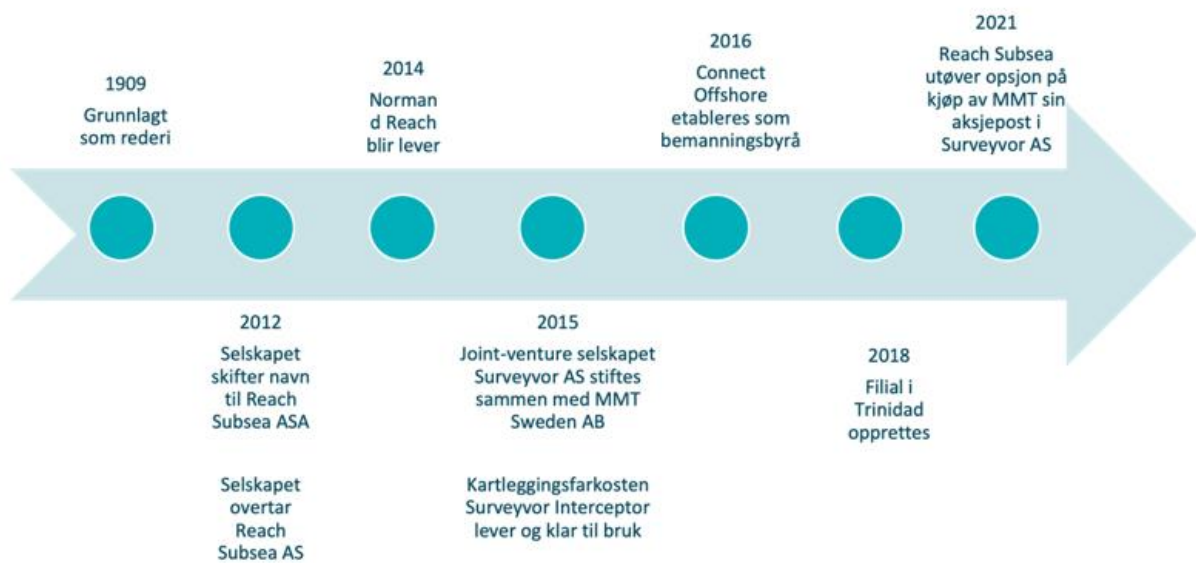
Allerede i 2015 passerer selskapet en omsetning på NOK 600 millioner. Året beskrives allikevel som utfordrende og selskapet må forhandle med rederiene for å omstrukturere befrakningsavtaler som ble inngått i forkant av oljeprisfallet.

I 2016 betaler selskapet ut store beløp til lokale redere som et ledd i omstrukturering av inngåtte leieavtaler. Forpliktelsene på selskapet hadde for Normand Reach dekkes inn av kontrakter som rederiet inngår med andre aktører. (Reach Subsea ASA, 2017b)

For å få bedre kontroll på innleie av offshore personell, starter Reach Subsea i 2016 opp eget bemanningsbyrå, Connect Offshore (Reach Subsea ASA, 2017a).

I 2018 oppretter selskapet filial i Trinidad. (Reach Subsea AS, 2019)

31.mars 2021 utøver Reach Subsea en opsjon på å kjøpe MMT sin aksjepost i joint venture-selskapet Surveyor AS. Denne opsjonen ble utløst ved at MMT Sweden AB ble kjøpt opp av Ocean Infinty samme måned. (Reach Subsea AS, 2021)



Figur 1 - Tidslinje Reach Subsea ASA (Reach Subsea ASA, 2017a)

### 3.1. Tjenester

Reach tilbyr ingeniørtjenester, ROV-tjenester og produktutvikling, hvor ROV-operasjoner er kjernen av tjenestetilbudet (se nærmere beskrivelse nedenfor). Undervannsoperasjoner må planlegges på forhånd, og ingeniørtjenestene til Reach er derfor en naturlig del av prosjektene sammen med ROV-tjenestene. Forretningsmodellen innebærer en totalpakke med ingeniørtjenester, ROV-operasjoner og fremleie av selve fartøyene. Reach formidler tjenestene sine direkte til sluttkunde eller til større undervannsentreprenører som konkurranseutsetter deler av leveransen.

Reach tilbyr både totalpakken og i enkelte tjenestene hver for seg. For eksempel leverer de ROV-tjenester til Eidesvik Offshore om bord på Viking Neptun. Reach har også sine ROV-systemer mobilisert om bord på innleide fartøy som de benytter til å utføre egne prosjekter (Reach Subsea ASA, 2021). Det kan nok i noen tilfeller være noen grensetilfeller der Reach og rederiene samarbeider om en kontrakt. Det som imidlertid er verdt å merke seg er at representasjon om bord på et stort konstruksjonsfartøy som for eksempel Viking Neptun kan gjøre veien kort fra å kun leie ut ROV-systemer til å benytte fartøyet i egne prosjekter. Hvis fartøyet blir gjort tilgjengelige for Reach sine egne prosjekter kan det bidra til en stor økning i omsetning med gode marginer da fartøyet kan gjøre oppgaver i segmentet for konstruksjon og installasjon.

### 3.1.1. ROV (Fjernstyrt undervannsfarkost)

For å utføre oppgaver under vann benytter Reach Subsea egne og innleide ROV-er. ROV brukes til undervannsarbeider i stedet for dykkere. ROV-er er vanlige i petroleumsindustrien, men er også blitt vanlig innenfor akvakultur og energisektoren. ROV-ene er tilknyttet et moderfartøy (skip eller plattform) via en kabel som forsyner farkosten med strøm, kommunikasjonssignal og posisjonering. ROV-ene er vanligvis utstyrt med lys og videokameraer som sender direkte bilder til støttefartøyet og kan i tillegg utstyres med en rekke forskjellige verktøy og sensorer (Nergaard, n.d.). ROV-ene fjernstyres vanligvis fra skip eller plattform, men i de senere år har selve piloteringen av ROV-ene også blitt utført fra operasjonssenter på land (Iversen, 2016).

Et komplett ROV-system er ofte sammensatt på forskjellige måter basert på behov på det aktuelle støttefartøyet. Noen flerbruksfartøy har innebygget kontrollrom, og utstyr (kraner og vinsjer) for sjøsetting er integrert i skipet. I andre tilfeller må undervannsentreprenøren levere maskineri for sjøsetting og kontainerbaserte kontrollrom som sveises fast om bord på skipet eller plattformen. Dette påvirker investeringsbehovet ulikt for hvert enkelt tilfelle.

I henhold til den internasjonale bransjeforeningen IMCA<sup>4</sup> var det i 2017 på verdensbasis blant 37 medlemsbedrifter, 433 ROV-systemer av kategorien Class III - Work Class Vehicle utplassert offshore på fartøy og innretninger (IMCA, 2018).

Det finnes et marked for undervannsfarkoster innenfor forskning, rekreasjon og forsvar som ikke er med i disse statistikkene. IMCA gir allikevel en god indikasjon på hvor stort marked Reach opererer i.

### 3.1.2. Utstyr

Reach Subsea opererer totalt 10 undervannsfarkoster, hvorav 8 passer inn i kategorien *Class III - Work Class Vehicle*. Systemene er typen Schilling HD og Kystdesign Supporter og Kystdesign Constructor. To av farkostene er spesiallaget for kartlegging og inspeksjon av

---

<sup>4</sup> IMCA (International Marine Contractors Association) er en ledende bransjeforening som på verdensbasis representerer de aller fleste entreprenørene og underleverandørene offshore-industrien. <https://www.imca-int.com/about-imca/>

rørledninger og undervannskabler. Disse farkostne er konstruert av Kystdesign i tett samarbeid med Reach Subsea (Reach Subsea ASA, 2017a). Kystdesign er et selskap med lokal tilknytning på Haugalandet.

#### **4. Metode**

Verdivurdering er av natur en vag vitenskap, og er generelt basert på en stor mengde antagelser. Kaldestad og Møller mener at verdivurderinger generelt har «*en tendens til å komme for høyt i verdi [og] det er lett å undervurdere konkurransekraftenes tilbøyelighet til å eliminere meravkastning*» (2016, s. 57). Utgangspunktet for overvurderingene kan komme fra oppfattede forskjeller av fremtidige priser mot markedet som helhet, men også på bakgrunn av egne eller andres ønsker om for optimistiske vurderinger. Vi vil derfor anvende to forskjellige metoder for verdsettelse av Reach Subsea, og vil i sluttvurderingen kombinere verdivurderinger fra begge metoder i en samlet verdivurdering.

Vi har også i enkelte kapitler valgt å sammenlikne Reach Subseas nøkkeltall opp mot «bransjens» nøkkeltall. Bransjens nøkkeltall er basert på gjennomsnittet av utvalgte nøkkeltall fra Reach Subsea, Subsea 7, DOF Subsea, Oceaneering og TechnipFMC. Vi anerkjenner at utvalgte sammenlignbare selskaper driver med veldig mye annet enn kun ROV og Subsea Services, men anslår at selskapene utgjør de beste sammenlignbare med ønsket grad av tilgjengelig tallmateriale.

Av metoder vi ikke benytter er substansverdimetoden. Dette er salgsværdien til selskapets eiendeler fratrukket gjeld og latent skatt benyttes til verdsettelse av et selskap. Denne metoden er hensiktsmessig der det eksisterer et fungerende marked for selskapets eiendeler. (Kaldestad & Møller, 2016)

#### 4.1. Verdsettelsesmetode 1 – Fundamental Verdsettelse

Den første modellen vi vil anvende når vi skal utføre en verdsettelse av Reach er den diskonterte kontantstrømmetoden. Yngve Kaldestad og Bjarne Møller anbefaler følgende trinn, som vi ikke vil følge i slavisk rekkefølge, i boken Verdivurdering (2016).

1. Analyse av historisk informasjon
2. Strategisk analyse av bransje og selskap
3. Utarbeiding av prognose for en eksplisitt periode
4. Estimering av terminalverdi for å ta hensyn til all verdiskapning etter denne perioden
5. Risikojustering av kontantstrøm
6. Estimering av avkastningskrav for å diskontere alle kontantstrømmer
7. Fra verdi av drift til verdi av egenkapital ved justering for netto finansiell gjeld
8. Justering av verdi med premier/rabatter
9. Rimelighetsvurdering av verdi

Trinn 1 baserer seg på å utvikle en formening om selskapets fremtidige lønnsomhet basert på historisk inntjening. Her vil en justering av engangseffekter og andre poster som ikke forventes å gjenta seg være naturlig å utføre, og det vil også være naturlig og forsøke å kontrollere tallene vi finner i regnskapet om det ikke er åpenbart hva som ligger bak.

Trinn 2 handler om å vurdere selskapets strategiske posisjon både eksternt og internt. Skal selskapet forsvare å ha muligheten til å levere «superprofitt», altså profitt høyere enn avkastningskravet, bør det være mulig å vise til enten produksjonsfordeler eller muligheten for å ta høyere pris enn konkurrentene. Er det ikke mulig å identifisere slike fordeler som skal forsvare et høyere lønnsomhetspotensiale bør det nok heller ikke være forventinger om avkastning ut over det generelle avkastningskravet i bransjen. Kaldestad og Møller mener også at strategisk analyse er et «*undervurdert verktøy i verdsettelse.. [og at man må spørre seg hvorfor ingen har tenkt på det før om].. en investeringsanalyse kommer til en svært høy nåverdi uten å ha en initiell strategisk fordel*» (Verdivurdering, 2016, s. 49).

Trinn 3 handler om å bygge videre på forståelsen som kommer fra analysen av den historiske informasjonen vi har om selskapet. Forståelsen benyttes så til å utvikle modeller for prognoser som enten kan være såkalte «naive modeller» som kan benyttes som en kontroll

av den mer kompliserte kontantstrømprognosen. I en naiv modell vil «*været i morgen bli som været i dag*» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 47), eller alternativt enten «top-down»- eller «bottom-up»-modeller som hhv. benytter historiske forholdstall på vekst, EBITDA<sup>5</sup> og ROIC<sup>6</sup>. Prognosen gjøres så for en periode frem til virksomheten når en såkalt «steady state» hvor vekst deretter forventes å være stabil. Perioden frem til «steady state» vil variere avhengig av type bedrift og hvilken fase den eventuelt befinner seg i, men varer gjerne i 1-5 år.

Trinn 4 er en forenkling for å beregne verdiskapningen som skjer etter verdiskapningen som er beregnet i den eksplisitte perioden under trinn 3. Antagelsen om at virksomheten «lever evig» blir ivaretatt gjennom Gordons formel som deretter neddiskonteres til i dag.

Beregningen av terminalverdien er meget følsom overfor antagelsen om kontantstrøm i valgt terminalår, og under- eller overvurdering her vil påvirke kontantstrømmen kraftig.

Trinn 5 handler om å finne den kontantstrømmen som utgjør forventningsverdien, altså et «*sannsynlighetsveid gjennomsnitt av alle tenkelige scenarioer*» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 52). Avhengig av type virksomhet kan det være mer naturlig med antagelser om flere utfallsrom i form av scenario for fremtidig utvikling, altså hvor det kan være relativt store forskjeller i verdi ved base case, best case og worst case. For utøveren av verddivurderingen kan øvelsen med å utvikle scenario også i seg selv være nyttig for helhetsforståelsen av virksomheten og risiko det kan stå ovenfor.

Trinn 6 handler om hvilket total kapitalavkastningskrav (WACC<sup>7</sup>), altså selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad, som skal anvendes for å diskontere selskapets fremtidige kontantstrømmer til total kapitalen. Her inkluderes altså både finansieringskildene egenkapital og fremmedkapital, og under antagelsen om en veldiversifisert investor er det normalt å benytte kapitalverdimodellen (KVM/CAPM<sup>8</sup>) for å estimere egenkapitalkostnad.

Trinn 7 er nødvendig for å kunne gjøre virksomhetsverdien (Enterprise Value), som vi har funnet i foregående trinn, om til verdien av egenkapitalen som vi egentlig er ute etter. Vi må derfor legge til verdien av finansielle eiendeler, og deretter trekke fra rentebærende gjeld.

---

<sup>5</sup> EBITDA står for Earnings Before Interest, Depreciation and Amortization, og kalles også på norsk Driftsresultat

<sup>6</sup> ROIC står for Return On Invested Capital, som betyr avkastning på investert kapital

<sup>7</sup> WACC står for Weighted Average Cost of Capital

<sup>8</sup> CAPM står for Capital Asset Pricing Model



Gjelds- og balanseposter ikke er driftsrelevante er viktige å holde adskilt som operasjonelle og finansielle poster.

Trinn 8 skjer etter at vi har estimert verdien av egenkapital til virksomheten gjennom trinn 1-7. Både det å finne rabatter og anta størrelsen på disse vil være forbundet med varierende grader av skjønn. Dette er avhengig av hvem investor er, og hvilke formål investeringer har. Vi vil forsøke å finne passende rabatter for Reach.

Avslutningsvis vil trinn 9 vise at verdien som fremkommer i verdsettelsen bør kunne tåle en sammenligning med alternative metoder. Skulle det oppstå store avvik bør man både kunne forklare, men også forstå, eventuelle avvik.

## **4.2. Verdsettelsesmetode 2 – Komparativ verdsettelse**

### *4.2.1 Multippeelvurderinger*

En tilnærming til å verdsette selskaper er å sammenligne den relative prisingen med andre selskaper. Multippeelvurderinger gjøres ved å ta utgangspunkt i et tall fra resultatet eller balansen og multiplisere det med en faktor vi finner passende basert på bransjen eller sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2016).

Gjennomføringen av en multippeelvurdering foregår i enkle steg. Først estimeres multipler for sammenlignbare selskaper og selskapet en skal vurdere, så finner man verdintervall basert på de ulike multiplene. For hver multippe vil en da få et intervall, og en må ta stilling til hvilke multipler en skal legge mest vekt på og hvor i intervallet en skal basere verddivurderingen, for eksempel nedre eller øvre del, eller gjennomsnitt (Kaldestad & Møller, 2016)

Det er kan imidlertid være forskjeller i verdidriverne mellom selskapene vi ønsker å vurdere (Kaldestad & Møller, 2016). Vi kan altså ikke ukritisk benytte multipler uten å ta hensyn til underliggende forhold i selskapene.

I et lite land som Norge er det normalt utfordrende å finne sammenlignbare selskaper, og en må gjerne forholde seg til en sammenligning med selskaper som opererer i overlappende,

eller beslektede bransjer. Dette stiller strengere krav til forståelsen av betydningen av de iboende forskjellene mellom selskapene. (Kaldestad & Møller, 2016)

For å kunne beregne multipler må en altså ha tilgang til verdien av tilsvarende selskaper hensyntatt samme størrelse, bransje, kapitalrisiko og kapitalbinding.

Dersom de komparative selskapene har ulike fremtidige investeringsbehov, kan det oppstå forskjellig prising. Et selskap kan for eksempel ha en relativt ny maskinpark, der det andre krever fremtidige oppgraderinger. Likeså er ulik strategisk posisjon ha betydning for fremtidig lønnsomhet. (Kaldestad & Møller, 2016)

Bruk av multipler har sine fordeler og ulemper. Metoden er for det første enkel og lite tidkrevende, en får også en markedsbasert verdivurdering som hensyntar verdien markedet er villig til å betale i dag, i motsetning til en kontantstrømbasert tilnærming som estimerer en underliggende verdi. Metoden gir oss også en benchmark i forhold til estimerer basert på kontantstrøm og vi kan identifisere avvik fra den kontantstrømbaserte vurderingen som bør undersøkes nærmere. Multipler har ellers noen ulemper ved at en tar forutsetninger om sammenlignbarhet som sjelden er oppfylt. Multipler gir oss dessuten et kortsiktig fokus da verdien av kontantstrømmer ligger lenger frem enn noen få år slik som prognoser ofte tar utgangspunkt i. Som nevnt er det også vanskelig å finne sammenlignbare selskaper og det er vanskelig å vurdere hva forskjellene som identifiseres mellom selskapene har å si for prisingen (Kaldestad & Møller, 2016).

#### 4.2.1.1. De mest brukte multipler:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultater etter skatt}}$$

Denne multippelen er enkel og populær, og de fleste har et forhold til nivået. Den kan gi et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapital gitt at investeringer og avskrivninger er sammenlignbare. En stor ulempe er at forskjellig kapitalstrukturer vil påvirke resultatet som følge av at gjeldsrenter påvirker resultatet. (Kaldestad & Møller, 2016)

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

En aktuell multiplere ved kjøp og salg av selskaper. Den sammenligner den underliggende driften av selskapet uten å påvirkes av finansinntekter, avskrivningsprofil og goodwill. En ulempe er at forskjell i fremtidig investeringsbehov blir ignorert. Grad av operasjonell leasing eller konkurranseutsetting av produksjon kan også føre til problemer. Denne multipleren må benyttes sammen med andre multipler som fanger opp fremtidig investeringsbehov.

(Kaldestad & Møller, 2016)

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Denne multipleren tar noe hensyn til fremtidig investeringsbehov ved at avskrivninger inkluderes, men fortsatt vil noen situasjoner føre til at fremtidig investeringsbehov blir ignorert. Forskjeller i regnskapspraksis vil også kunne gjøre uheldige utslag (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\frac{Price}{Book} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Metoden er enkel å bruke og den kan fortelle noe om selskapets evne til verdiskapning. Er P/B under 1 betyr det som regel at selskapet forringer verdier for aksjonærene. En ulempe er at to like selskaper kan få ulike multiplikatorer som følge av ulike avskrivningsprofiler eller ulike praksiser ved immaterielle eiendeler. (Kaldestad & Møller, 2016)

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Salgsinntekter}}$$

Denne metoden er gir en grov sammenligning, de gjør det imidlertid mulig å sammenligne selskaper med underskudd (Kaldestad & Møller, 2016).

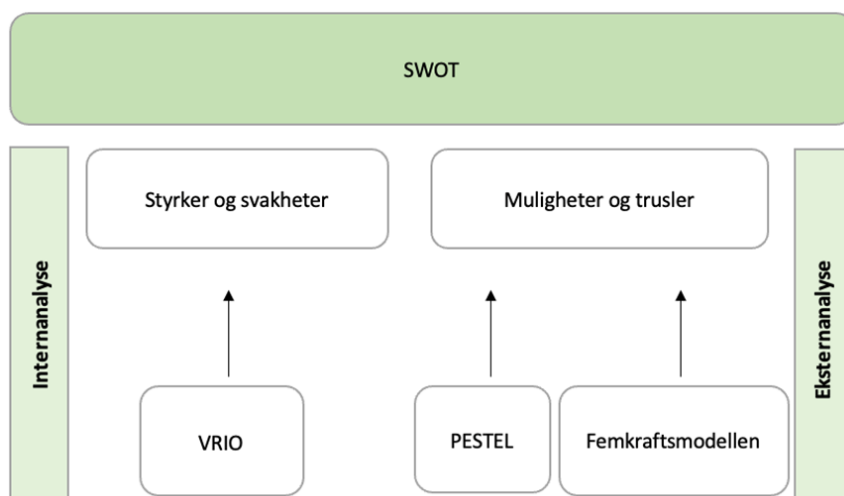
#### 4.2.1.2. Ikke-finansielle multipler

Verdien på et selskap kan også sammenlignes ved å lage multipler utredet fra ikke-finansielle størrelser. Eksempelvis antall ansatte eller antall kunder. Metoden er lett å forstå, og man trenger ikke tilgang til regnskapstall. En av ulempene er at metoden forutsetter at verdiskapningen for hver ansatt eller hver kunde er lik, noe som er urealistisk. Denne metoden må derfor benyttes med varsomhet. (Kaldestad & Møller, 2016)

### 5. Strategisk analyse

Hovedformålet med å utføre en strategisk analyse er å identifisere hva som driver verdiskapningen til Reach. Vekst i seg selv skaper ikke verdi for et selskap, om investeringene ikke gir en avkastning som overstiger avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2016). Skal Reach klare å øke i verdi bør selskapet enten operere i en gunstig bransje eller inneha spesielle konkurransefortrinn. Den strategiske analysen skal identifisere hvilke styrker, svakheter, muligheter og trusler Reach har, for å se hvilke faktorer som driver verdiskapningen til selskapet.

For å identifisere hvilke styrker, svakheter, muligheter og trusler selskapet har skal vi gjennomføre en SWOT-analyse. Denne analysen bygger på en internanalyse av selskapet, VRIO, som skal identifisere selskapets styrker og svakheter, og to eksternanalyser, PESTEL og femkraftsmodellen, som skal identifisere selskapets muligheter og trusler.



Figur 2 – Rammeverk for strategisk analyse

## 5.1. VRIO-analyse

Ved å utføre en VRIO-analyse skal vi definere hvilke ressurser Reach har som gir selskapet mulighet til å oppnå en overlegen prestasjon i markedet. VRIO er et akronym som brukes for å definere i hvilken grad ressursene til et selskap er (V) verdifulle, (R) sjeldne, (I) lett kopierbare og (O) organisatoriske<sup>9</sup> (Johnson et al, 2017, s. 107)<sup>10</sup>. Analysen brukes i sin helhet til å definere Reach sine sterke og svake sider.

De første ressursene vi vil analysere er selskapets menneskelige ressurser. I denne kategorien inngår ressurser som selskapets ansatte, kunnskap, erfaring og relasjon til kunder og leverandører (Johnson et al, 2017, s. 98).

Selskapets ansatte er en verdifull ressurs, da det er disse som er selskapets ansikt utad. Reach tilbyr alle sine ansatte jevnlig opplæring gjennom sitt nettbaserte læringssystem *Reached* (Reach Subsea ASA, 2022). Dette bidrar til å øke og fornye kunnskapen til alle de ansatte. På denne måten blir de ansatte en verdifull ressurs for Reach da de evner å utnytte selskapets fysiske ressurser, som for eksempel ROV-systemer, maksimalt. Reach gikk inn i 2022 med 129 fulltidsansatte med et spenn i alder fra 18-73 år og utdanningsnivå fra trainee til doktorgrad. Selskapet har også sitt eget bemanningsbyrå, Connect Offshore, som en styrke for Reach når det er høy sesong i bransjen og deres egen bemanning er for lav til å dekke alle oppdragene de har (Reach Subsea ASA, 2022). Ledelsen til Reach består av tre menn og en kvinne som til sammen har over 70 år med erfaring fordelt på Subsea, offshore og finans. Denne erfaringen er verdifull for Reach og gir selskapet et konkurransefortrinn fremfor konkurrenter med mindre erfaring.

Reach har god relasjon til sine kunder og leverandører, hvor undersøkelser de har gjort viser at kundene er tilfredsstillt med arbeidet Reach har gjort for dem (Reach Subsea ASA, 2022). Reach har også god relasjon til ROV-leverandøren Kystdesign AS hvor Reach og MMT Sweden har samarbeidet med utviklingen av Surveyor Interceptor (Reach Subsea ASA, u.d.).

De menneskelige ressursene til Reach er verdifulle for selskapet for å generere vekst i markedet, og gjennom opplæring av personell vil også selskapets ressurser kunne utnyttes til

---

<sup>9</sup> På originalspråket står VRIO for (V) valuable, (R) rare, (I) inimitable og (O) organization

<sup>10</sup> I hvilken grad klarer selskapet å utnytte ressursen til sitt fulle potensiale

sitt fulle potensiale. Ressursene er derimot ikke spesielt sjeldne eller vanskelige å kopiere, da andre selskaper også kan tilby god opplæring av sine ansatte og oppnå gode kunde- og leverandør relasjoner ved å utføre oppdragene sine tilfredsstillende samt være lojal til sine leverandører.

De neste ressursene vi skal se på er Reach sine fysiske ressurser. Dette er ressurser som plassering, anleggsmidler og teknologi (Johnson et al, 2017, s. 98). I utgangen av 2021 hadde Reach 13 ROV-systemer, hvorav 10 var egneide. Av Reach sine egne ROV-systemer klassifiserer 8 av disse som *Class III -Work Class Vehicles* og de resterende to er den innovative undersøkelses ROV-en Surveyor Interceptor (Reach Subsea ASA, 2022). Selskapets arbeids ROV-er er verken sjeldne eller vanskelige å kopiere. Derimot er undersøkelses ROV-en svært verdifull og sjelden da Reach har rettighetene til å motta de fem første Surveyor Interceptorene som blir produsert av Kystdesign AS (Reach Subsea ASA, 2022).

Reach har både egne og innleide ROV-systemer. Dette gir selskapet en økt fleksibilitet ved endring i etterspørsel etter Subsea tjenester. Er etterspørselen høy, og derfor liten tilgangen til ROV-systemer i markedet, er fremdeles Reach sikret å kunne utføre oppdrag. Er etterspørselen på den andre siden lav over lengre sikt kan Reach redusere litt av kostnadene sine ved å ikke fornye leiekontraktene. Denne ressursen er derimot ikke sjelden eller vanskelig å kopiere for andre bedrifter.

Reach eier ingen av serviceskipene som de bruker i oppdrag selv. Dette kan både være en styrke og en svakhet for selskapet, basert på hvordan etterspørselen etter Subsea tjenester utvikler seg. Ved lang tid med lav etterspørsel kan Reach velge å ikke fornye leiekontraktene sine, slik at de kan redusere leiekostnader i dårlige tider. Ved høy etterspørsel etter Subsea tjenester kan det derimot være liten tilgang til serviceskip, slik at konkurrenter med egne skip vil ha konkurransefortrinn. Leie av serviceskip er ikke en sjelden ressurs og er heller ikke vanskelig å kopiere.

Oppkjøpet av OCTIO AS i 2021, og dets tilhørende teknologi, har bidratt til at Reach har kunnet utvidet tjeneste porteføljen sin og kan nå tilby tjenester innen karbonfangst og lagring. Dette vil være med å styrke posisjonen til Reach i markedet, og grunnet OCTIO sine patenter vil denne ressursen også være sjelden og vanskelig å kopiere (Reach Subsea ASA, 2022).

Den siste fysiske ressursen vi skal se på er plasseringen til Reach. Reach har både en strategisk plassering etter hvor leverandørene befinner seg, samt hvor det er stor etterspørsel etter Subsea tjenester. Reach sitt hovedkontor ligger i Haugesund som er hjemstedet til ROV-leverandøren Kystdesign AS og til et stort nettverk av shipping bedrifter, for eksempel Østensjø, Hagland Shipping og Solstad (Haugesund Rederiforening, u.d.). Siden Reach leier inn serviceskip vil det være en fordel å være lokalisert i nærheten av store rederier. Sør for Haugesund ligger Stavanger som er regionen i Norge med høyest antall sysselsatte i oljeindustrien og noen timer nord ligger Bergenregionen som er senter for vedlikehold av plattformer og subseautstyr (Gjerde, u.d.; Norsk Petroleum, 2021). Plasseringen til Reach er verdifull for selskapet, men vil ikke gi en særegen fordel da plasseringen verken er sjelden eller vanskelig å kopi.

Til slutt skal vi se på Reach sine finansielle ressurser. Reach hadde i 2021 en økning i driftsinntekter fra NOK 628 030 til NOK 686 601. Samtidig hadde selskapet en økning i driftskostnader fra NOK 576 714 til NOK 607 537. Hovedårsaken til økningen i driftskostnader skyldes økning i avskrivninger og personell kostnader. Dette kan tyde på at Reach har utnyttet den økonomiske veksten selskapet har hatt i driftsinntekter fra 2020 til 2021 til å øke kapasiteten og investert i flere anleggsmidler for å kunne tilpasse seg etterspørselen i markedet.

(Reach Subsea ASA, 2022)

Reach sine finansielle instrumenter er verdifulle for selskapet og blir utnyttet til sitt potensiale. Ressursene er derimot ikke sjeldne eller vanskelige å kopiere.

Ressurser	Verdifull?	Sjelden?	Vanskelig å kopiere?	Organisatorisk?	Konkurransefortrinn
Menneskelige ressurser	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
Fysiske ressurser	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
Finansielle ressurser	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet

Tabell 1 - Oppsummering av Reach sine ressurser

## 5.2. Femkraftsmodellen

Porters femkraftsmodell er et analyseverktøy som identifiserer hvor attraktiv en bransje er. De fem kreftene Porter har identifisert som påvirker attraktiviteten til en bransje er; rivalisering mellom bedrifter, fare for potensielle inntrengere, fare for substitutter, kunders forhandlingsmakt, og leverandørers forhandlingsmakt (Johnson et al, 2017). Alle faktorene blir kategorisert etter om de har liten, moderat eller stor innflytelse på bransjen. Faktorer som har stor innflytelse er med på å øke konkurransen i bransjen, som igjen vil redusere bransjens attraktivitet.

### 5.2.1. Rivalisering mellom bedrifter

Den første kraften i Porters femkraftsmodell fokuserer på rivaliseringen mellom bedriftene i bransjen. Konkurrenter er organisasjoner med lignende produkter og tjenester rettet mot den samme kundemassen. Jo mer rivalisering det er mellom disse, desto mindre attraktiv blir bransjen (Johnson et al , 2017). Faktorer som påvirker hvor sterk rivaliseringen mellom bedrifter er, er balansen mellom konkurrenter, bransjens vekst, faste kostnader, utgangsbarrierer og produktdifferensiering.

Bransjen drives av et lite antall bedrifter, hvor det er få av disse som har den største markedsandelen. Reach listet opp offentlig handlede bedrifter og regionale konkurrenter i årsrapporten sin fra 2013 (Reach Subsea ASA, 2013). Noen av bedriftene er Reach Subsea, Oceaneering, Subsea 7, DOF Subsea og TechnipFMC. Blant disse bedriftene er det to aktører med en betydelig større markedsandel, Subsea 7 og TechnipFMC<sup>11</sup>, som dominerer markedet. Dette fører til at de mindre bedriftene er motvillige til å utfordre Subsea 7 og TechnipFMC direkte, men fokuserer heller på nisjer for å unngå oppmerksomhet fra de dominante konkurrentene (Johnson et al , 2017). Dette er med på å redusere rivaliseringen mellom bedriftene. Det vil være lite rivalisering mellom de største og minste aktørene, mens det vil være stor rivalisering mellom selskaper av samme størrelse.

Den neste faktoren som er med på å definere omfanget av rivaliseringen i bransjen er

---

<sup>11</sup> Se vedlegg 1 – «Bransjens» totale driftsinntekter fordelt etter selskap



bransjens vekst. Har bransjen en jevn vekst gir det mulighet for bedriftene til å vokse med markedet uten at det blir hard konkurranse om å skaffe seg flere markedsandeler (Johnson et al , 2017). Rystad Energy ser en forventet stabil vekst i Subsea utstyr og installasjon på 7% i perioden 2021 til 2025 (Rystad Energy, 2021).

Den tredje faktoren som påvirker rivaliseringen er faste kostnader i bransjen, hvor høye faste kostnader fører til høy rivalisering (Johnson et al, 2017). Ved å se på regnskapstallene til noen av selskapene i bransjen ser vi at store deler av kostnadene deres er faste kostnader, som for eksempel avskrivninger (Reach Subsea, 2022; Subsea 7, 2022; DOF Subsea, 2022). Selskapene vil prøve å redusere enhetskostnadene sine ved å senke prisen for sine produkter og tjenester slik at salgsvolumet øker.

I bransjer hvor det er høye utgangsbarrierer er det også tendenser til høy rivalisering mellom bedriftene. Høye utgangsbarrierer kan skyldes flere faktorer, som for eksempel investering i selskaps spesifikt utstyr og teknologi som er vanskelig å få solgt videre. Serviceskip som eies av Subsea Services bedrifter er attraktive for andre bedrifter i bransjen, da skipene allerede er utstyrt med, eller tilpasset til, ROV-systemer. Skipene vil derimot være vanskeligere å få solgt videre til bedrifter som ikke opererer i denne bransjen, og som derfor må tilpasse skipene på ny om de kjøper de. Vi anser det heller ikke som problematisk å få solgt ROV-systemer videre til bedrifter i samme bransje.

Den siste faktoren som påvirker rivaliseringen mellom bedrifter er produktdifferensiering. Siden tjenestene og produktene Subsea bedriftene tilbyr blir bestemt av kundene deres, vil det være vanskelig for en bedrift å differensiere seg fra konkurrentene. Dette vil derfor føre til høy rivalisering mellom bedriftene, da det er ingen som vil skille seg sterkt ut. Det bedriftene i bransjen derimot gjør er å fokusere på tjenester som ikke allerede blir tilbydd av konkurrentene sine, slik at de kan kapre andre markedsandeler. Faren for rivalisering er moderat.

### *5.2.2. Fare for potensielle inntrengere*

Den andre faktoren er fare for potensielle inntrengere. Potensielle inntrengere er bedrifter som enda ikke er en del av bransjen, men som kan bli nye konkurrenter om de etablerer seg.

Hvor faren for inntrengere er høy vil attraktiviteten til bransjen reduseres. Faktorer som er med på å påvirke faren for potensielle inntrengere er de allerede eksisterende bedriftene sine erfaringer og stordriftsfordeler, tilgang til leverandører og regelverk for etablering (Johnson et al , 2017).

Innen Subsea Services finnes det bedrifter som har vært i bransjen i flere år, og som derfor har tilegnet seg god erfaring i å drive kostnadseffektivt. På den andre siden finnes det en begrensning på hvor mye de kan kutte ned på kostnader til for eksempel teknologien som brukes i den daglige driften, samt har også eksisterende bedrifter samme utgifter som nye bedrifter i form av lønn til ansatte, skatt og avgifter. Vi anser derfor at erfaringen som etablerte bedrifter har, etter mange år i bransjen, ikke vil være en stor inngangsbarriere for inntrengere i bransjen. Bransjen krever også at bedriftene er sertifisert for ulike type oppdrag, uansett om det er nye inntrengere eller veletablerte bedrifter. Det vil derimot være en fordel for etablerte bedrifter å kunne vise til tidligere utførte oppdrag, hvor de har oppnådd gode resultater, når de er på utkikk etter nye oppdrag eller kunder, fremfor ny-etablerte bedrifter som ikke har noen arbeidserfaring å vise til. Dette betyr at de nye bedriftene må vise seg konkurransedyktige på andre områder, for eksempel pris.

Det som derimot kan være en stor inngangsbarriere for nye bedrifter er tilgangen til leverandører og kundelojalitet. Bedrifter som har vokst med bransjen i flere år vil kunne ha stordriftsfordeler hos leverandørene sine, for eksempel kvantumsrabatter på ROV-systemer eller rabatter på leieprisen av serviceskip. I tillegg vil det være lettere for et veletablert selskap å få oppdrag hvis de har jobbet for kundene før og vist gode resultater.

Neste faktor som påvirker inngangsbarrieren for å komme inn i bransjen er regelverk for å etablere seg. I Subsea Services er det ingen spesielle regelverk som må hensyntas om du ønsker å etablere deg. Derimot tar flere av kundene i bruk leverandørregistre<sup>12</sup>, som skal sørge for at leverandørene er kvalifiserte. Potensielle inntrengere anbefales derfor å registrere seg for kvalifisering av disse registrene for å sikre seg kunder.

Faren for potensielle inntrengere er moderat.

---

<sup>12</sup> Eksempler her er Achilles JQS (Achilles, u.d.) og Magnet JQS (Collabor8, u.d.). JQS står for Joint Qualification System

### *5.2.3. Fare for substitutt*

Substitutt er en tilsvarende vare eller tjeneste som vil dekke den samme kundemassens behov (Johnson et al, 2017). Innen Subsea bransjen er de nærmeste substituttene segmenter i leverandørindustrien som jobber som leverandører for onshore-selskaper, eller for offshore-selskaper hvor det er mulig for personer å dykke. Siden utstyret i bransjen er spesialdesignet til å utføre oppdrag på dype hav, hvor det er for dypt til å dykke, konkluderer vi med at faren for substitutt er lav.

### *5.2.4. Kunders forhandlingsmakt*

Den fjerde faktoren er kundenes forhandlingsmakt. Den direkte kunden i Subsea Services er olje- og offshore vind selskaper som trenger Subsea tjenester og utstyr. Er kundenes forhandlingsmakt høy, grunnet få store kunder som dominerer i markedet, lave byttekostnader og mulighet til vertikal integrering, vil bransjen bli mindre attraktiv (Johnson et al , 2017).

Olje- og gassindustrien blir dominert av få store aktører. Hvor Equinor er den største aktøren på norsk sokkel (Bryhni, 2022). I markeder hvor kundene er få og store vil forhandlingskaten deres øke fordi kunder som står for en stor prosentandel av leverandørens salg vil være svært kostbare å miste. Leverandøren vil prøve å unngå å miste kunden sin, noe som kan gå på bekostning av prisen på tjeneste eller produkt.

Neste punkt som påvirker kundenes forhandlingsmakt er byttekostnadene relatert til bytte av leverandør. Siden olje- og havvind selskapene ikke kjøper inn produktene som Subsea Services bedriftene selger, men derimot signerer kontrakter hvor de leier de inn, konkluderer vi med at det er veldig lave byttekostnader om de velger å bytte leverandør. I bransjer hvor kundene har lave byttekostnader vil forhandlingsmakten øke, da det er lettere for kundene å bytte leverandør (Johnson et al , 2017).

En siste faktor som er med på å påvirke forhandlingsmakten til kundene, er muligheten for vertikal integrering fra kundesiden. Dette betyr at olje- og havvind selskapene etablerer seg i Subsea Services bransjen, og dermed blir en direkte konkurrent for Subsea bedriftene. Dette

er det ingen selskaper som har gjort til nå, slik at vi konkluderer med at det er svært liten sannsynlighet for at dette blir en stor trussel i Subsea Services bransjen.

Forhandlingsmakten til kundene er moderat.

#### *5.2.5. Leverandørers forhandlingsmakt*

Den siste kraften i Porters femkraftsmodell er leverandørenes forhandlingsmakt.

Leverandørene til bedriftene i Subsea Services er de som supplerer bedriftene med det de trenger for å produsere sitt produkt eller utføre sine tjenester (Johnson et al, 2017). Mange bedrifter har flere leverandører, så det er viktig å fokusere på de som er viktigst. I Subsea Services bransjen er de viktigste leverandørene de ansatte og leverandører av ROV-er. Faktorer som påvirker leverandørenes forhandlingsmakt er leverandørkonsentrasjon, byttekostnader, sannsynligheten for vertikal integrering og produktdifferensiering.

##### *5.2.5.1. Arbeidskraft*

En viktig leverandør i Subsea Services bransjen er de ansatte til bedriftene. De ansatte sitter på kunnskapen som bedriftene trenger for å utføre tjenestene de selger. Tilgangen på arbeidskraft har vist seg å svinge gjennom årene. I 2012 ble Subsea 7 tvunget til å flytte til Oslo på grunn av mangel på fagfolk (Kongsnes, 2012) , mens de i 2020 kuttet 3000 ansatte fra arbeidsstyrken sin (NTB Nyhetsbyrå, 2020). I 2012 hadde derfor ansatte stor forhandlingsmakt grunnet mangel på fagfolk som de kunne erstattes med, mens de i 2020 mistet mye av forhandlingsmakten sin.

En annen faktor som påvirker forhandlingsmakten til de ansatte er kunnskapen deres. Hvis kunnskapen til én enkelt ansatt er verdifull og vanskelig å tillære andre vil det øke forhandlingsmakten. For eksempel vil en ansatt som er den eneste, eller en av svært få, som har kunnskapen og sertifiseringen til å utføre en spesiell oppgave, ha høy forhandlingsmakt. Grunnen til dette er at det er vanskelig å finne andre fagfolk som kan erstatte han/hun. Det vil derfor utløse en stor byttekostnad, blant annet rekruttering og opplæring av personell, om selskapet skal erstatte denne personen. Samtidig vil det også være av en betydelig

kostnad å beholde denne fagpersonen, grunnet økte lønnskostnader for å ikke miste den ansatte til et annet selskap. DNV GL lanserte i 2014 en ny sertifisering som skal standardisere Subsea utstyr og komponenter for å effektivisere arbeidsprosessen (Andersen, 2014). Siden utstyret standardiseres kan det forventes at kunnskapen til de ansatte også standardiseres, slik at det ikke vil være noen ansatte som er de eneste som kan utføre enkelte typer oppdrag.

Siden tilgangen på fagfolk har en sammenheng med utviklingen til offshoremarkedet er det vanskelig å gi et konkret svar på om forhandlingsmakten deres er en stor eller liten trussel for Subsea Services bedriftene. Er det gode tider i markedet vil bedriftene få mange jobbtilbud, noe som øker etterspørselen etter fagfolk, mens dårlige tider vil redusere jobbtilbudene, som vil føre til økt tilgang på fagfolk.

Vi konkluderer etter dette med at forhandlingsmakten til de ansatte er moderat.

#### *5.2.5.2. Leverandører av ROV*

En annen viktig leverandør i bransjen er produsentene og leverandørene av ROV-er. Disse leverandørene har stor forhandlingsmakt fordi det er få bedrifter som produserer og leverer ROV-er til en viss standard og kvalitet. Som nevnt tidligere er også faren for substitutt til ROV-systemer lav, noe som også bidrar til at leverandørene får økt forhandlingsmakt. I markedet er den en moderat produktdifferensiering av ROV-systemer noe som også vil styrke forhandlingsmakten til leverandørene. Det finnes 5 typer ROV-systemer som er designet for å utføre oppdrag av ulik kompleksitet (Standard, u.d.). Hvis det finnes leverandører som har monopol på å selge en bestemt type ROV vil forhandlingsmakten til denne leverandøren øke.

Det vil også kunne oppstå byttekostnader for Subsea Services bedrifter om de velger å bytte leverandør. Disse byttekostnadene kommer i form av ny opplæring av personell til å håndtere de nye ROV-ene, samtidig som serviceskipene, som er konstruert til en spesifikk ROV, må tilpasses de nye ROV-ene.

Til slutt er sannsynligheten for vertikal integrering. Vertikal integrering fra leverandørsiden

betyr at leverandørene kan etablere seg som direkte konkurrenter i Subsea Services bransjen, fordi de kutter ut deres direkte kunder<sup>13</sup> og selger direkte til sluttkunden<sup>14</sup>. Dette har enda ikke skjedd i markedet, så vi konkluderer med at trusselen om vertikal integrering på leverandørsiden er veldig svak.

Forhandlingsmakten til leverandørene er moderat til høy.

Krefter	Lav	Moderat	Høy
Rivalisering mellom bedrifter		X	
Fare for potensielle inntrengere		X	
Fare for substitutt	X		
Kunders forhandlingsmakt		X	
Leverandørers forhandlingsmakt			X

Figur 3 - Oppsummering bransjens attraktivitet

Oppsummeringen av bransjens attraktivitet i figur 3 viser at bransjen verken er svært attraktiv eller svært uattraktiv å konkurrere i. Det kan derfor antas at det er rom for vekst hos de eksisterende bedriftene i bransjen.

### 5.3. PESTEL-analyse

PESTEL er et analyseverktøy som brukes for å analysere seks hovedtyper av makroøkonomiske faktorer som påvirker et selskap. Disse faktorene er politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer. (Johnson et al, 2017)

#### 5.3.1. Politiske og juridiske faktorer (P & L)

De politiske og juridiske faktorene som påvirker Reach er i hovedsak Den norske stat. Den norske stat er politisk og rettslig stabil med forutsigbarhet og indirekte demokrati. Derfor vil ikke Reach sin vekst påvirkes av faktorer som ustabil politikk, korrupsjon og skiftende regelverk.

<sup>13</sup> Subsea Services bedrifter

<sup>14</sup> Olje/gass- og havvind selskaper

Som nevnt tidligere påvirkes bransjen av svingninger i oljemarkedet. Reach sin vekst vil derfor påvirkes av regjeringens ti bud for oljepolitikken, som er grunnlaget for videreutvikling av lovverk og politikk for petroleumssektoren (Abrenna, 2018). Blir lovverket for petroleumssektoren strengere vil dette påvirke veksten til oljeselskaper, som igjen vil påvirke veksten til Subsea Services bedrifter.

Reach operer også i andre land og må derfor ta hensyn til hvilke lovverk som gjelder i de enkelte landene, samt risikoen for blant annet ustabil politikk, krig og korrupsjon.

### *5.3.2. Økonomiske faktorer (E)*

Økonomiske faktorer som påvirker Reach er i hovedsak oljeprisen, skatt og valuta. Er oljeprisen lav vil etterspørselen etter olje øke, som kan forventes å føre til økt etterspørsel fra oljeselskapene etter Subsea tjenester, og omvendt om oljeprisen er høy.

Skattesatsen som regjeringen fastsetter vil påvirke resultatet til selskapet. Skattesatsen har derimot vært stabil, med en jevn nedgang, de siste årene. Siden selskapsskatten i Norge nå ligger nært nivået til andre land<sup>15</sup>, slik at investeringer i Norge vil være tilnærmet like lønnsomme som investeringer i utlandet, vil vi anta at selskapsskatten vil holde seg stabilt rundt det den ligger på nå. Vi vil derfor ikke se på skatt som faktoren med mest innflytelse på selskapets vekst.

Det som derimot er en viktig faktor for veksten til Reach er valuta. Dette kommer frem i selskapets prospektus fra 2017. Her påpekes at svingning i valuta kan påvirke selskapets finansielle resultater (Reach Subsea ASA, 2017a). Reach operer i hovedsak med norske kroner, men har også salgsinntekter og leieutgifter i andre valutaer som EUR, USD og GBP (Reach Subsea ASA, 2021).

### *5.3.3. Sosiale faktorer (S)*

Sosiale faktorer som kan påvirke Reach, og bransjen generelt, er å ha mer søkelys på miljø og

---

<sup>15</sup> Selskapsskatten i Norge ligger over skattesatsen i Sverige, Danmark og Finland, men under skattesatsen i OECD land (NHO, u.d.)

likestilling. Bærekraftsfokus kan også over en langsiktig periode føre til lavere forbruk av olje, med fokus på lavere utslipp og større produksjon av havvind. Lavere utslipp relatert til olje vil redusere oljeselskapenes etterspørsel etter Subsea Services, mens større fokus på fornybar energi vil øke havvindselskapenes etterspørsel etter Subsea tjenester. Opplever Reach nedgang i veksten sin på grunn av fokus på mer bærekraftig energi, vil det være en nødvendighet for selskapet å redusere andelen de opererer i petroleumssektoren og øke aktiviteten i havvind for å kunne ha en fremtidig vekst. I Rystad Energys rapport om internasjonal omsetning fra norske oljeserviceselskaper forventes det en vekst på 12% fra 2021 til 2025 for installasjon av havvind (Rystad Energy, 2021). Reach, som også opererer i havvind sektoren, vil derfor ha en sikrere årlig vekst enn konkurrenter i bransjen som bare har aktivitet innenfor petroleumssektoren.

En annen sosial faktor som kan påvirke Reach er fokuset på likestilling. Går fokuset på likestilling så langt at kjønnsfordelingen i et selskap kan påvirke hvor mange jobbtillbud selskapet får, vil dette være en viktig faktor å ta hensyn til for å generere vekst i bransjen. Vi regner derimot med at dette ikke vil være en stor trussel for Reach i skrivende stund.

#### *5.3.4. Teknologiske faktorer (T)*

Påvirkningen teknologi har på markedet er en viktig faktor å ta hensyn til. Teknologien vil alltid være i utvikling, slik at selskapene må holde seg oppdatert hele tiden på hvilken teknologi som er den nyeste og beste. Følger ikke Reach med på den teknologiske utviklingen, kan selskapet dette av lasset fordi konkurrentene kan utføre andre tjenester, eller utføre de samme tjenestene bedre og mer effektivt.

Teknologi krever store investeringer, slik at det er viktig at selskapene grundig analyserer om den nyeste teknologien vil føre til vekst i selskapet, enten i form av å være mer kostnadseffektive eller mer konkurransedyktige, eller om det bare er et tapsprosjekt. Også innen teknologi er det fokus på bærekraft.



### 5.3.5. Miljømessige faktorer (E)

Miljømessige faktorer som kan påvirke Reach er tøffe værforhold, som krever god kompetanse hos de ansatte for å utføre tjenester offshore. Reach skriver i prospektusen sin at grunnet det maritime miljøet selskapet opererer i vil naturkrefter og klimaendringer påvirke selskapets resultat (Reach Subsea ASA, 2017a). Uvær vil kunne resultere i ødelagte ROV-er, samt at det vil redusere offshore aktivitet. På grunn av klimaendringer som skjer nå vil det kunne forventes at sterke naturkrefter, uvær og smeltede poler er faktorer som vil kunne påvirke veksten til Reach.

Andre miljømessige faktorer er at olje- og havvindindustrien må ta hensyn til natur- og miljøvern ved en eventuell videre utvikling, slik at utvinning av olje, gass og fornybar energi skjer på en mest mulig miljøvennlig måte.

## 5.4. SWOT-analyse

<b>Styrker</b>	<b>Svakheter</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>- Eget bemanningsbyrå</li><li>- Har 8 ROV-systemer som klassifiseres som <i>Class III – Work Class Vehicles</i></li><li>- Surveyor Interceptor</li><li>- Bruker både egne og innleide ROV-er</li><li>- Tilbyr nå tjenester også innenfor karbonfangst og lagring</li><li>- Jevnlig opplæring av ansatte</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Ingen av ressursene gir Reach særegen konkurransefordel</li><li>- Høyere andel aktivitet i petroleumssektoren enn fornybar energi som kan være en svakhet om det inntreffer strengere lovverk i oljeindustrien</li></ul>
<b>Muligheter</b>	<b>Trusler</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>- Øke aktiviteten innen fornybar energi (havvind)</li><li>- Forskning og utvikling av mer slitesterke ROV-er som kan jobbe i uvær</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Strengere lovverk i petroleumssektoren grunnet klimaendringer</li><li>- Flere naturkatastrofer og uvær som vil redusere offshore aktivitet og/eller ødeleggelser av ROV-er og serviceskip</li><li>- Siden ingen av ressursene er vanskelige å kopiere vil konkurrenter kunne ta igjen et eventuelt konkurransefortrinn</li></ul>

Figur 4 - SWOT-analyse

Figur 4 viser fremstillingen av SWOT-analysen slik vi kan konkludere på bakgrunn av vurderingene gjort i PESTEL, VRIO og Porters femkraftsmodell.

## 6. Regnskapsanalyse

For verdivurderingsformål er det nyttig å gå inn på hvorfor, og hvordan, man benytter historisk informasjon som virkemiddel i verdivurdering. I dette kapitlet vil vi gå inn i informasjonen som er tilgjengelig fra regnskapet, og vi vil benytte Reach sine avgitte års- og kvartalsrapporter for å gjennomføre en kvantitativ regnskapsanalyse. Analysen av tallmaterialet vil forhåpentligvis også understøtte konklusjonene vi trakk i den strategiske analysen.

Analyse av historiske regnskapstall kan hjelpe til med å danne et bilde av når og hvordan verdier blir skapt, hvilke investeringer som er gjort i fysiske og immaterielle eiendeler og hvordan forholdstall har variert med konjunktursyklusen. Selv om hovedformålet med verdivurdering er å estimere selskapets langsiktige inntjening, vil historiske regnskapstall hjelpe oss med å vurdere de to nøkkelspørsmålene om: «*Hva er underliggende inntjening i dag?*» ved å justere for engangsposter, og «*Vil underliggende inntjening bli sterkere eller svakere fremover?*» ved å se på om lønnsomheten i dag er unormalt høy eller lav (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 60-61).

### 6.1. Analysenivå

Analysen er utført basert på tallene fra Reach Subsea ASA og gjelder hele konsernet. Vi tar derimot ikke med «Other Income»/ «Andre driftsinntekter», selv om Reach faktisk rapporterer om adskilte segmenter i de senere årsrapportene, hvor eksempelvis Note 5 i årsrapporten for 2021 (2021) skiller mellom Oil & Gas og Renewable / other.

### 6.2. Analyseperiode

Valg av analyseperiode bør være basert på hva som gir brukeren det beste datagrunnlaget, og som også representerer selskapets virkelige situasjon. Vurderingen bør dekke perioder som gjør det mulig å ha en formening om hvilket lønnsomhetsnivå som er realistisk langsiktig (Kaldestad & Møller, 2016), og vi har i avgrensingen besluttet at analyseperioden skal være fra og med 2016 til og med 2021.

### 6.3. Presentasjon av tall

Før omgruppering og videre bruk i analysen, vil vi første presentere resultatregnskapet, balansen og kontantstrømoppstillingen til Reach Subsea ASA slik det blir presentert i årsregnskapene for de oppgitte analyseperiodene. Herfra og videre i oppgaven vil benevnningen A i slutten av et år tilsie «Actual», eller faktisk, som henviser til perioder vi har lagt bak oss, med tall fra regnskapet. Benevnningen E i slutten av et år tilsier «Estimate» eller antatt, og viser til at dette er antagelser basert på utregninger.

#### 6.3.1. Resultatregnskapet

Resultatregnskap						
År	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Salgsinntekter	327 493	360 155	675 265	508 337	618 870	673 253
Andre driftsinntekter	-	-	-	194	9 160	13 347
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>327 493</b>	<b>360 155</b>	<b>675 265</b>	<b>508 531</b>	<b>628 030</b>	<b>686 600</b>
<b>Driftskostnader (tall er negative)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Varekostnad	- 43 951	- 206 676	- 243 109	- 184 140	- 169 972	- 158 633
Avskrivinger	- 24 814	- 25 719	- 245 855	- 187 728	- 208 386	- 239 807
Nedskrivinger	-	-	-	-	7 505	-
Armortisert kanselleringskostnad	-	28 471	33 000	-	-	-
Lønnskostnader	- 68 428	- 81 512	- 98 417	- 90 552	- 111 422	- 122 374
Andre driftskostnader	- 204 580	- 45 264	- 58 869	- 62 433	- 79 429	- 86 722
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>- 341 773</b>	<b>- 387 642</b>	<b>- 679 250</b>	<b>- 524 853</b>	<b>- 576 714</b>	<b>- 607 536</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>- 14 280</b>	<b>- 27 487</b>	<b>- 3 985</b>	<b>- 16 322</b>	<b>- 51 316</b>	<b>- 79 064</b>
<b>Finansinntekter og finanskostnader</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Renteinntekter og annen finansinntekt	3 147	84	224	680	149	237
Renteutgifter of annen finanskostnad	- 10 524	- 3 466	- 9 543	- 11 452	- 6 576	- 7 838
Andre finansposter	-	1 708	360	5 200	3 274	1 437
<b>Sum finansinntekter og finanskostnader</b>	<b>- 7 377</b>	<b>- 1 674</b>	<b>- 8 959</b>	<b>- 15 972</b>	<b>- 9 701</b>	<b>- 6 164</b>
Inntekter fra investeringer i tilknyttede selskaper	- 1 557	- 1 604	1 343	3 391	1 487	146
<b>Resultat før skatt</b>	<b>- 23 214</b>	<b>- 30 765</b>	<b>- 11 601</b>	<b>- 35 685</b>	<b>- 43 102</b>	<b>- 73 046</b>
Skatt	-	-	500	24	-	20 760
<b>Årsresultat</b>	<b>- 23 214</b>	<b>- 30 765</b>	<b>- 12 101</b>	<b>- 35 709</b>	<b>- 43 102</b>	<b>- 93 806</b>

Tabell 2 - Resultatregnskapet – Se vedlegg 2 «Profit and loss» for engelsk versjon

Tabell 2 viser oversettelsen av Reach Subseas resultatregnskap for analyseperioden. Det vises til vedlegg 2 for resultatregnskapet på originalspråket.

Posten Amortisert kanselleringskostnad viser til kostnader knyttet til restruktureringen av leiekostnader i 2016 (Reach Subsea ASA, 2017b).

### 6.3.2. Balansen

Balansen						
Eiendeler	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Driftsmidler	116 916	101 796	208 878	247 802	90 103	73 761
Driftsmidler (relatert til IFRS16)	-	-	-	-	-	277 212
Forsknings og utvikling	-	-	-	-	-	1 457
Investeringer	5 272	-	-	-	-	-
Investeringer i fellesforetak	-	5 168	24 771	21 285	22 772	-
Langsiktige fordringer	33 000	-	-	-	-	-
Langsiktig kostnad ved terminger av kontrakt	-	11 000	-	-	-	-
Utsatt skatt	8 161	8 161	8 161	8 161	8 161	40 151
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>163 349</b>	<b>126 125</b>	<b>241 810</b>	<b>277 248</b>	<b>121 036</b>	<b>392 581</b>
Bunkersolje	-	-	-	6 696	1 376	8 130
Kundefordringer	67 422	114 469	173 071	59 154	90 783	149 633
Andre kortsiktige fordringer	37 231	27 616	16 184	63 625	44 422	47 150
Kortsiktig kostnad ved terminering av kontrakt	-	22 000	-	-	-	-
Bankinnskudd, kontanter og lignende	30 586	98 954	63 277	38 657	105 396	149 035
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>135 239</b>	<b>263 039</b>	<b>252 532</b>	<b>168 132</b>	<b>241 977</b>	<b>353 948</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>298 588</b>	<b>389 164</b>	<b>494 342</b>	<b>445 380</b>	<b>363 013</b>	<b>746 529</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Aksjekapital	91 241	143 240	143 546	143 546	143 606	144 941
Overkursfond	80 919	114 813	105 025	105 025	83 529	107 468
Foreslått utbytte	-	-	10 048	-	21 541	-
Annen egenkapital	- 9 211	- 39 975	- 47 370	- 82 740	- 38 522	34 397
<b>Sum egenkapital</b>	<b>162 949</b>	<b>218 078</b>	<b>211 249</b>	<b>165 831</b>	<b>210 154</b>	<b>286 806</b>
<b>Langsiktig gjeld</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Gjeld til kredittinstitusjoner	64 227	42 919	69 947	25 216	12 731	14 497
Øvrig langsiktig rentebærende gjeld (relatert til IFRS 16)	-	-	-	58 784	-	105 171
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>64 227</b>	<b>42 919</b>	<b>69 947</b>	<b>84 000</b>	<b>12 731</b>	<b>119 668</b>
<b>Kortsiktig gjeld</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Leverandørgjeld	30 954	75 472	85 252	53 984	65 055	63 467
Betalbar skatt	-	-	500	-	-	-
Skyldige offentlige avgifter	4 069	4 643	13 581	5 231	7 237	-
Kortsiktig rentebærende gjeld	21 000	21 250	78 798	16 023	12 859	16 260
Kortsiktig rentebærende gjeld (relatert til IFRS 16)	-	-	-	82 497	15 766	176 627
Annen kortsiktig gjeld	15 390	26 804	35 015	37 814	39 212	83 700
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>71 413</b>	<b>128 169</b>	<b>213 146</b>	<b>195 549</b>	<b>140 129</b>	<b>340 054</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>135 640</b>	<b>171 088</b>	<b>283 093</b>	<b>279 549</b>	<b>152 860</b>	<b>459 722</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>298 589</b>	<b>389 166</b>	<b>494 342</b>	<b>445 380</b>	<b>363 014</b>	<b>746 528</b>

Tabell 3 - Balansen – Se vedlegg 3 «Financial position» for engelsk versjon

Tabell 3 viser oversettelsen av Reach Subseas balanse for analyseperioden. Det vises til vedlegg 3 for balansen på originalspråket engelsk.

### 6.3.3. Kontantstrømoppstillingen

Kontantstrømoppstillingen						
Operasjonelle aktiviteter	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Resultat før skatt	- 23 212	- 27 487	- 3 985	- 16 322	51 317	79 064
Periodens betalte skatt	-	-	-	524	-	-
Gevinst ved salg av anleggsmidler	-	-	-	194	9 160	13 265
Avskrivninger	24 814	54 190	278 855	187 728	208 386	239 807
Nedskrivning av anleggsmidler	-	-	-	-	7 505	-
Endring i kundefordringer	- 567	- 47 046	- 58 603	113 917	- 31 629	- 41 164
Endring i leverandørgjeld	- 9 309	44 518	9 780	- 31 268	11 071	- 11 863
Endring i andre poster	4 462	- 5 160	21 252	- 63 345	30 770	26 636
Kostnader ved aksjespareprogram for ansatte	604	-	1 667	1 035	432	-
<b>Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter (1)</b>	<b>- 3 208</b>	<b>19 015</b>	<b>248 966</b>	<b>191 027</b>	<b>268 692</b>	<b>279 215</b>
Investeringsaktiviteter	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Innbetalinger ved salg av varige driftsmidler	-	-	-	6 794	-	24 718
Anskaffet kontantbeholdning ved kjøp av Otico AS and Monviro AS	-	-	-	-	-	19 196
Anskaffet kontantbeholdning ved konsolidering av Surveyor AS	-	-	-	-	-	12 482
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	- 1 314	- 10 600	- 47 968	- 33 908	- 2 118	- 1 561
Utbetalinger ved kjøp av aksje og andeler i andre foretak	-	- 1 500	- 10 183	-	-	- 47 872
<b>Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter (2)</b>	<b>- 1 314</b>	<b>- 12 100</b>	<b>- 58 151</b>	<b>- 27 114</b>	<b>- 2 118</b>	<b>6 963</b>
Finansieringsaktiviteter	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Innbetaling ved utstedelse av aksjer	8 113	85 892	-	-	-	3 119
Innbetalinger ve opptak av ny langsiktig gjeld	-	-	25 000	-	-	-
Utbetalinger av utbytte	-	-	-	10 048	-	21 541
Utbetaling ved nedbetaling av kortsiktig gjeld	- 27 374	- 3 382	- 2 643	- 1 726	- 2 176	- 19 533
Utbetaling ved nedbetaling av langsiktig gjeld, inkludert IFRS 16	-	- 21 058	- 248 850	- 177 231	- 197 996	- 207 185
<b>Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter (3)</b>	<b>- 19 261</b>	<b>61 452</b>	<b>- 226 493</b>	<b>- 189 005</b>	<b>- 200 172</b>	<b>- 245 140</b>
<b>Årets netto endring kontantbeholdningen (1+2+3)</b>	<b>- 23 783</b>	<b>68 367</b>	<b>- 35 678</b>	<b>- 25 092</b>	<b>66 402</b>	<b>41 038</b>
Kontantbeholdning i IB 1/1	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Kontantbeholdning i IB 1/1	54 370	30 586	98 954	63 277	38 657	105 393
Effekt av valutakursendringer	-	-	-	473	339	2 602
<b>Kontantbeholdning i UB 31/12</b>	<b>30 587</b>	<b>98 953</b>	<b>63 276</b>	<b>38 658</b>	<b>105 398</b>	<b>149 033</b>

Tabell 4 - Kontantstrømoppstilling – Se vedlegg 4 «Cashflow» for engelsk versjon

Tabell 4 viser oversettelsen av Reach Subseas kontantstrømoppstilling for analyseperioden. Det vises til vedlegg 4 for kontantstrømmen på originalspråket.

### 6.4. Omgruppering av regnskapstall for analyseformål

Vi vil nå utføre det første steget i en regnskapsanalyse for verdivurderingsformål: Eventuelle omgrupperinger og justeringer av både inntekter og balansetall fra finansregnskapet.

Kaldestad og Møller hevder at innføringen av IFRS og «*økt bruk av virkelig verdi [en] fordel fordi dette gir redusert behov for å kartlegge finansielle eiendeler og forpliktelser*»

(Verdivurdering, 2016, s. 61), men regnskapet og balansen er fortsatt strukturert ut fra nytten som verktøy for kreditorer. Vi vil derfor omdanne regnskapstallene for bedre å kunne vise selskapets verdiskapning, og samtidig se på faktorer som bidrar til lønnsomhet og vekst.

Vi vil også se på om det er nødvendig å korrigere for enkeltposter for å danne et bedre grunnlag for vurdering av den historiske inntjeningen, som igjen benyttes til å lage bedre estimater i en fundamental verdsettelse.

#### 6.4.1. Korrigering av engangsposter

Av inntekter bokført som driftsinntekter er det kun Covid-relaterte kostnader som vi mener bør korrigeres vekk. Reach anslår en netto kostnad relatert til Covid-tiltak i 2021 og 2020 på hhv. MNOK 6,7 og 8,8 (2021), etter fordeling med kundene. Vi velger å anse dette som engangsposter som ikke vil gjenta seg regelmessig, selv om vi antar at det vil komme utgifter rundt dette også i 2022. Se tabell 5 for utregning. Amortiseringen av kanselleringsgebyr beholdes, da det bør vurderes som en relevant kostnad for Reach ved leie av skip.

(tall i tusen NOK)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
EBITDA Rapportert	25 034	26 703	274 870	171 212	258 047	305 524
Justering Covid	-	-	-	-	8 800	6 700
<b>EBITDA Justert</b>	<b>25 034</b>	<b>26 703</b>	<b>274 870</b>	<b>171 212</b>	<b>266 847</b>	<b>312 224</b>
Rapportert Covid-kostnad				-	8 800	6 700
<b>Sum justeringer</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8 800</b>	<b>6 700</b>

Tabell 5 - Justering av engangskostnader

#### 6.4.2. Omgruppering av balansen for analyseformål

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Sum omløpsmidler	76 183	142 085	189 255	129 475	136 581	204 913
Sum kortsiktig gjeld	50 413	106 919	134 348	97 029	111 504	147 167
<b>Netto arbeidskapital</b>	<b>25 770</b>	<b>35 166</b>	<b>54 907</b>	<b>32 446</b>	<b>25 077</b>	<b>57 746</b>
Varige driftsmidler	116 916	101 796	208 878	247 802	90 103	352 430
<b>Sum investert kapital</b>	<b>142 686</b>	<b>136 962</b>	<b>263 785</b>	<b>280 248</b>	<b>115 180</b>	<b>410 176</b>
Sum finansielle eiendeler	35 858	104 122	88 048	59 942	128 168	149 035
<b>Sum eiendeler</b>	<b>178 544</b>	<b>241 084</b>	<b>351 833</b>	<b>340 190</b>	<b>243 348</b>	<b>559 211</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Sum Egenkapital	162 949	218 078	211 249	165 831	210 154	286 806
Sum Gjeld	15 595	23 008	140 584	174 359	33 195	272 404
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>178 544</b>	<b>241 086</b>	<b>351 833</b>	<b>340 190</b>	<b>243 349</b>	<b>559 210</b>

Tabell 6 - Omgruppert balanse for analyseformål. Utvidet versjon finnes i vedlegg 5 «Omgruppert balanse»

Før vi gjennomfører nøkkeltallsanalysen er det både nødvendig og fordelaktig å omgruppere balansen slik vi har gjort i tabell 6. Vi har valgt å summere omløpsmidler og trekke fra

kortsiktig gjeld for å presentere netto arbeidskapital. Varige driftsmidler summeres så med arbeidskapitalen for å komme frem til det vi kaller investert kapital, før vi legger til de finansielle eiendelene i form av kontanter og investeringer og kommer frem til den totale summen av eiendeler.

Reach virker ikke å ha driftsfremmede eiendeler<sup>16</sup> i særlig grad utover kontanter per 2021, men investeringene i JV<sup>17</sup> har inngått som del av Other Income / Annen driftsinntekt. Vi forutsetter at Reach verdsetter driftsmidler korrekt etter innføringen av IFRS som nevnt tidligere. Det vil bli en for stor oppgave å forsøke å vurdere disse på nytt gitt den store andelen leasing og reglene rundt bokføring av avskrivninger og varige driftsmidler.

Egenkapitalen består av selskapets oppgitte tall fra balansen, og på gjeldssiden teller den utsatte skattefordelen som en negativ gjeldspost. Se Vedlegg 5 for detaljer.

#### 6.4.3. Justert EBIT/EBITDA

År	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Salgsinntekter	327 493	360 155	675 265	508 337	618 870	673 253
<b>Driftsinntekter</b>	<b>327 493</b>	<b>360 155</b>	<b>675 265</b>	<b>508 337</b>	<b>618 870</b>	<b>673 253</b>
Varekostnader	- 43 951	- 206 676	- 243 109	- 184 140	- 169 972	- 158 633
Lønnskostnader	- 68 428	- 81 512	- 98 417	- 90 552	- 111 422	- 122 374
Andre driftskostnader	- 190 080	- 45 264	- 58 869	- 62 433	- 79 429	- 86 722
Justering av engangsposter	-	-	-	-	8 800	6 700
<b>EBITDA / Driftsresultat</b>	<b>25 034</b>	<b>26 703</b>	<b>274 870</b>	<b>171 212</b>	<b>266 847</b>	<b>312 224</b>
Avskrivninger	- 24 814	- 25 719	- 245 855	- 187 728	- 208 386	- 239 807
Amortisering av kanselleringsgebyr	- 14 500	- 28 471	- 33 000	-	-	-
Nedskrivninger	-	-	-	-	7 505	-
<b>EBIT</b>	<b>- 14 280</b>	<b>- 27 487</b>	<b>- 3 985</b>	<b>- 16 516</b>	<b>50 956</b>	<b>72 417</b>

Tabell 7 - Justert EBIT/EBITDA - Se vedlegg 6 «Justert EBITDA engelsk» for samme tabell på originalspråk

Kaldestad og Møller anbefaler å gå veien om kontantstrøm og EBIT (driftsresultat) (Verdivurdering, 2016). Kontantstrømmene i seg selv kan gi et misvisende bilde av verdiskapningen ved å kun se på om utbetalinger er større enn innbetalinger. Eksempelvis om alle utbetalinger til investeringer er tatt med, men verdien av fremtidige inntekter ikke er det. Grunnet dette tar de fleste prognoser utgangspunkt i driftsresultat (EBIT) eller driftsresultat før avskrivninger (EBITDA). Vi har i tabell 7 omgjort finansregnskapet til Reach

<sup>16</sup> Driftsfremmede eiendeler er eiendeler som ikke er relevante for driften av selskapet, og skal verdsettes utenom driften

<sup>17</sup> JV er forkortelse for Joint Venture, som på norsk er fellesforetak

for analyseperioden til EBIT og EBITDA. Vi tar forutsetter også her at eventuelle nedskrivninger med påfølgende justering av eksempelvis avskrivninger er korrekt iht. IFRS, altså at Reach har antatt riktig om fremtidig kontantstrøm. Merk at vi har tatt med justeringer fra EBITDA nevnt over. Vi vil også bruke EBITDA som utgangspunkt for å regne ut fri kontantstrøm.

## 6.5. Nøkkeltallsanalyse

### 6.5.1. Historisk vekst av nøkkeltall

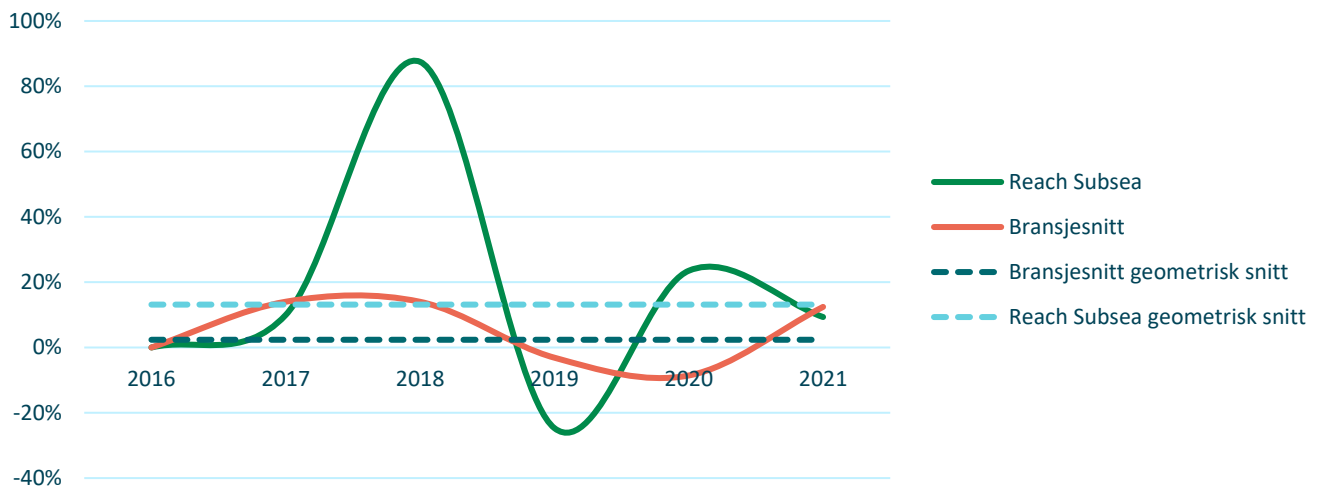
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	Snitt	
Vekst inntekter (fra 2016)		10,0%	87,5 %	-24,7 %	21,7 %	8,8 %	12,8 %	GS
Varekostnad i % av inntekter	13,4 %	57,4 %	36,0 %	36,2 %	27,5 %	23,6 %	32,3 %	US
Lønnskostnader i % av inntekter	20,9 %	22,6 %	14,6 %	17,8 %	18,0 %	18,2 %	18,7 %	US
Andre kostnader i % av inntekter	58,0 %	12,6 %	8,7 %	12,3 %	12,8 %	12,9 %	19,6 %	US
<b>EBITDA-margin</b>	<b>7,6 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>40,7 %</b>	<b>33,7 %</b>	<b>43,1 %</b>	<b>46,4 %</b>	29,8 %	US
Avskrivninger i % av inntekter	7,6 %	7,1 %	36,4 %	36,9 %	33,7 %	35,6 %	26,2 %	US
<b>EBIT-margin</b>	<b>-4,4 %</b>	<b>-7,6 %</b>	<b>-0,6 %</b>	<b>-3,2 %</b>	<b>8,2 %</b>	<b>10,8 %</b>	0,5 %	US
Netto arbeidskapital i % av inntekter	7,9 %	9,8 %	8,1 %	6,4 %	4,1 %	8,6 %	7,5 %	US
Varige driftsmidler i % av inntekter	35,7 %	28,3 %	30,9 %	48,7 %	14,6 %	52,3 %	35,1 %	US
Investeringer/Inntekter	0,4 %	2,9 %	7,1 %	5,3 %	0,3 %	-3,4 %	2,1 %	US
Investeringer/Avskrivninger	5,3 %	41,2 %	19,5 %	14,4 %	1,0 %	-9,7 %	12,0 %	US
<b>Omløpshastighet Investert Kapital</b>	<b>2,30</b>	<b>2,63</b>	<b>2,56</b>	<b>1,81</b>	<b>5,37</b>	<b>1,64</b>	2,72	US
Avkastning Investert Kapital etter skatt	0,2 %	0,7 %	11,0 %	-5,9 %	50,8 %	17,7 %	12,4 %	US

Tabell 8 - Justert nøkkeltallsanalyse. US = Uvektet/aritmetisk snitt, GS = Geometrisk snitt.

Forretningsidéen om å drive med innleie og fremleie for varierende perioder, kombinert med noe eierskap av egne driftsmidler, ser vi fører til stor variasjon i bokføringen av både investeringer og avskrivninger. Dette fører også til at omløpshastigheten på investert kapital i perioder varierer mye grunnet variasjonen i balansen. De viktigste punktene vi har identifisert i regnskapet er vist i tabell 8. Den historiske veksten til disse punktene vil i neste kapittel danne grunnlaget for anslag på fremtidige kontantstrømmer.



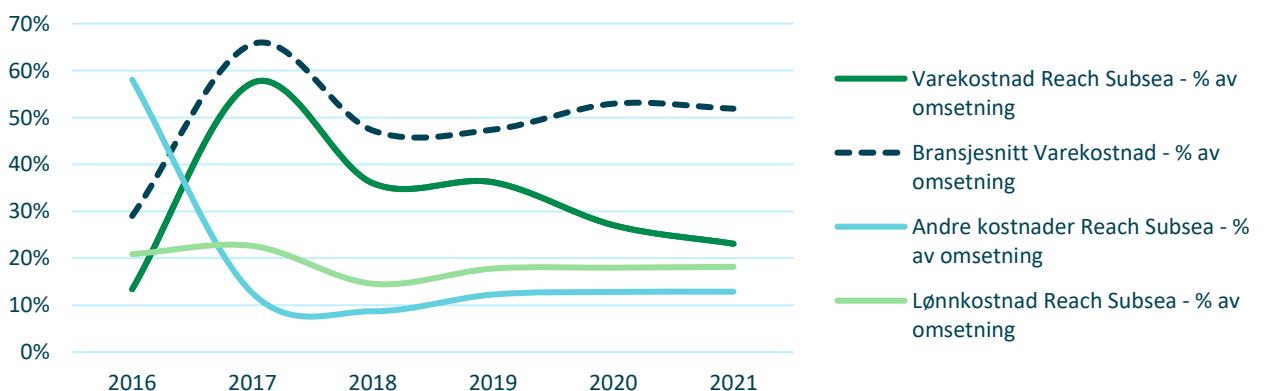
### 6.5.2. Endring i driftsinntekter



Figur 5 - Viser endring i driftsinntekter, hvor 2016 er utgangspunkt. Se vedlegg 7 «Driftsinntekter» for tabell. Bransjesnitt inkluderer Reach

Som figur 5 viser, har Reach hatt en utvikling i driftsinntekter relativt likt markedet, dog med betraktelig kraftigere utslag enn bransjesnittet i analyseperioden. Som det minste selskapet, med det vi oppfatter som den mest fleksible strategien, er resultatene muligens som forventet. Som deltaker i en syklisk bransje ser vi at det geometriske snittet til Reach på 13% derimot gir en pekepinn på at selskapet gjør det godt i analyseperioden mot geometrisk snitt for bransjen på 2,4%.

### 6.5.3. Vare- og lønnskostnader og andre kostnader



Figur 6 - Vare- og lønnskostnader og andre kostnader i prosent av omsetning<sup>18</sup>.

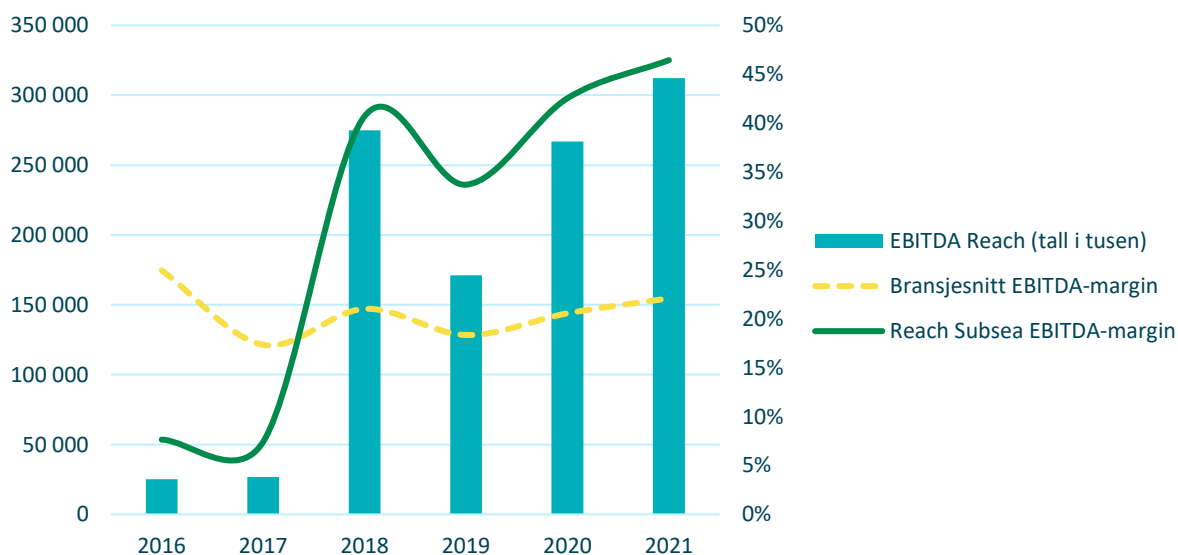
<sup>18</sup> Det var vanskelig å oppdrive tall fra konkurrenter på både lønnskostnader og «andre kostnader», og vi har derfor ikke med tall fra konkurrenter her.

Som vi kan se av figur 6 utgjør varekostnader til Reach mindre enn for bransjesnittet. Året 2017 virker også ikke å være representativ da vi her støter på et problem ved at Reach har byttet om fra å bokføre innleie fra «andre kostnader» til varekostnader. Vi går ikke mer i detalj på dette, men anerkjenner at overgangen 2016 til 2017 er noe problematisk iht. postens størrelse i kroner, om ikke som i prosent av omsetning.

Reach har obligatorisk tjenstepensjon (OTP) for sine ansatte og har derfor ikke kostnader utover det som blir kostnadsført og betalt hvert år over lønnskostnad. Lønnskostnadene har også holdt seg relativt stabil i analyseperioden på noe under 20% av omsetning.

Andre kostnader har tidligere inkludert bla. leiekostnader for skip og er derfor i perioden 2016 en «oppblåst» verdi. Det vil derfor være naturlig å heller ekskludere 2016 fra gjennomsnittet, og altså anvende 11,8% fremfor 19,5% for å vise kostandene som andel av omsetning.

#### 6.5.4. EBITDA og EBITDA-margin

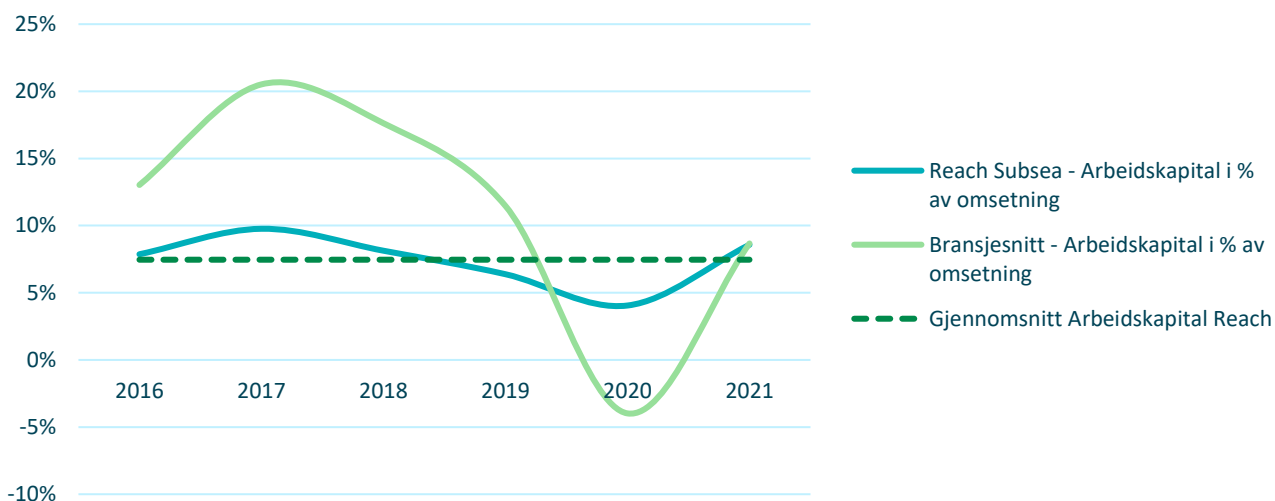


Figur 7 - Sammenligning av EBITDA-marginen utregnet som EBITDA/omsetning mellom Reach Subsea og bransjen. Bransjesnitt inneholder også Reach sine EBITDA-tall

I figur 7 sammenligner vi utviklingen i Reach sin EBITDA-margin med bransjeutviklingen i samme periode. EBITDA viser selskapets evne til å skape verdier gjennom den daglige driften. Er driftsresultatet positivt har driftskostnadene vært lavere enn driftsinntektene, men resultatet hensyntar ikke finansinntekter og finanskostnader for Reach (Langli,

Årsregnskapet, 2020). Som vi ser av figuren har EBITDA-marginen til Reach variert mer enn bransjen i analyseperioden

### 6.5.5. Arbeidskapital



Figur 8 - Arbeidskapital

Arbeidskapitalen<sup>19</sup> representerer midler som bindes opp og trengs i den daglige driften av selskapet, og som «får sin avkastning gjennom driftsresultatet, og som ikke er varige driftsmidler» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 216). Vi velger også å vurdere arbeidskapitalen i prosent av omsetning som er enklere å tolke, og merker oss at: «dersom arbeidskapitalen i prosent av driftsinntektene avtar, er det som regel et negativt tegn, fordi finansieringen blir mer kortsiktig» (Langli, Årsregnskapet, 2020, s. 496). Gitt alt annet likt bør arbeidskapitalen forventes å øke med økt aktivitet. Vi velger å ikke gå i detalj på kredittid mellom kunder og leverandører, og andre faktorer som inngår i arbeidskapital, og forutsetter at arbeidskapitalendringen også er relativt stabil gjennom året, selv om realiteten i bransjen eksempelvis tilsier mindre aktivitet om vinteren. Arbeidskapitalen fluktuerer rundt basisåret 2016, men arbeidskapitalen ligger nokså stabilt som prosent av omsetning i analyseperioden, og da spesielt sammenlignet med bransjen<sup>20</sup> i samme periode på rundt 7% av omsetning.

<sup>19</sup> Arbeidskapitalen er definert som differansen mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktige gjeld, og ekskluderer kontanter

<sup>20</sup> Bransjen ekskluderer her DOF fra snittet grunnet meget dårlige tall i perioden, som ville forskyvet arbeidskapitalutregningene mye

### 6.5.6. Investeringer (CapEx)

Investeringer (CapEx)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Kjøp varige driftsmidler	1 314	10 600	47 968	33 908	2 118	1 561
Salg varige driftsmidler	-	-	-	6 794	-	24 718
Netto investeringer	1 314	10 600	47 968	27 114	2 118 -	23 157

Tabell 9 – Oversikt over kjøp og salg av varige driftsmidler

Som tabell 9 viser sammen med nøkkelallsanalysen i tabell 8, er investeringer i varige driftsmidler i % av inntekter meget varierende.

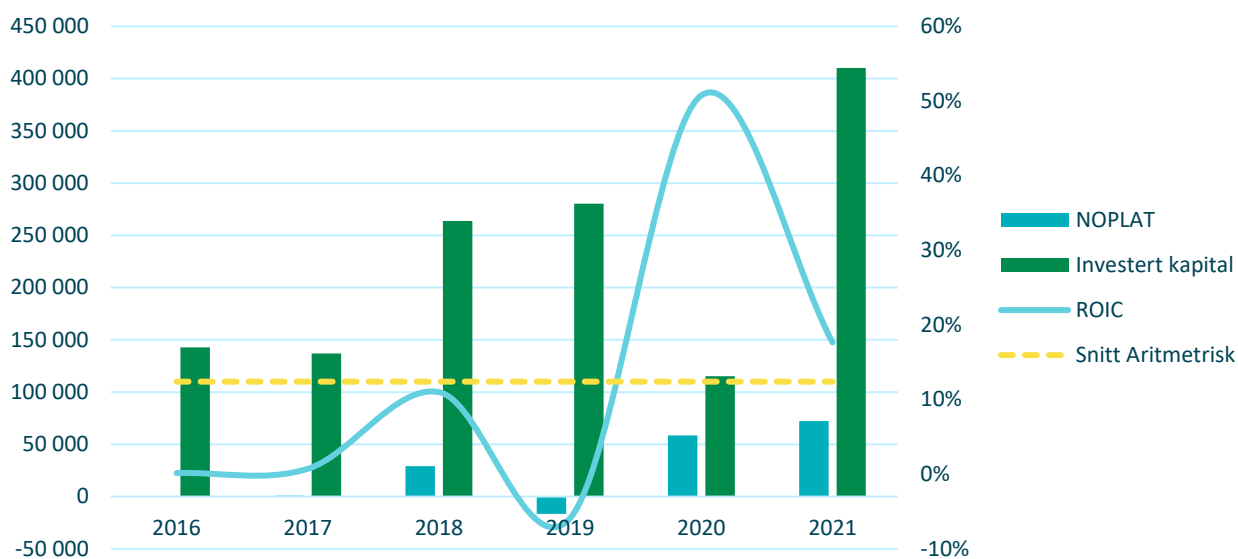
Investeringsbeløpet under netto investeringer og avskrivninger vanskeliggjøres også eksempelvis av omklassifisering fra langsiktige til kortsiktige fordringer jf. årsrapporten fra 2021 (2022). Vi anerkjenner problemet, men foretar av plassbesparende grunner også her en forenkling der vi heller tar snitt over tid som mest representativt, som da vil gjelde både avskrivninger og investeringer. Dette forvansker derimot skillet mellom vedlikeholdsinvesteringer og kapasitetsinvesteringer, som hhv. gjøres for å opprettholde kapasiteten mot det å øke kapasiteten (Kaldestad & Møller, 2016). Å anslå hvor Reach står i vedlikeholdssyklusen forvanskes også av hva verdien innleide skip utgjør i forhold til ROV-er og annet utstyr. Vi forutsetter også at Reach ikke har utsatt nødvendige investeringer.

Avskrivningene gjelder altså for det meste «long term right-of-use assets» og «short term right-of-use assets» heller enn «other assets» jf. Note 10 i årsrapporten (2022).

### 6.5.7. Avkastning på investert kapital

Et nyttig nøkkeltall for å vise verdiskapningen til selskapet er ROIC, overstiger ROIC rentabiliteten fra avkastningskravet WACC som vi finner seinere i oppgaven, skaper selskapet verdier (Kaldestad & Møller, 2016). Merk at dette kun inkluderer driftsrelaterte eiendeler, som også var noe av grunnen til at vi justerte balansetallene, men det er fortsatt basert på bokførte verdier.

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Investert\ kapital} = \frac{EBITA \times (1 - skatt)}{Anleggsmidler + Netto\ arbeidskapital}$$



Figur 9 - Avkastning på investert kapital (tall i tusen)

Som vi ser av figur 9, møter vi igjen på problematikken rundt den varierende bokførte verdien av driftsmidler hos Reach. Vi får for videre vurdering ta en forutsetning om at snittet i avkastning på investert kapital på 12% representerer et fornuftig mål på den historiske rentabiliteten til de driftsrelaterte eiendelene.

#### 6.5.8. Cash Conversion / Fri kontantstrøm før skatt

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	Snitt
EBITDA	25 034	26 703	274 870	171 212	266 847	312 224	
Endring i arbeidskapital	-18 500	-9 396	-19 741	22 461	7 369	-32 669	
Investeringer ("CapEx")	-1 314	-10 600	-47 968	-27 114	-2 118	23 157	
<b>Fri kontantstrøm før skatt</b>	<b>5 220</b>	<b>6 707</b>	<b>207 161</b>	<b>166 559</b>	<b>272 098</b>	<b>302 712</b>	

"Cash conversion rate"                      21 %      25 %      75 %      97 %      102 %      97 %      70 %

Tabell 10 – Oversikt over fri kontantstrøm før skatt

Vi får i analyseperioden meget varierende verdier på cash conversion hos Reach slik vi ser av tabell 10. Cash conversion måler «forholdet mellom kontantstrøm fra drift og EBITDA over tid» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 73). Etter å ha brukt oppgitte beløp for investeringer fra årsrapporter, sitter vi igjen med en gjennomsnittlig omdannelse av EBITDA til kontantstrøm på 70% som må sies å være meget tilfredsstillende, men også blir høyt fordi betaling av leieavtaler på skip kommer utenom CapEx. Innleiekostandene går som finanskostnad, og som vi vil gå mer i detalj på i kapittel 7 om fremtidige prognoser, vil vi gjøre en forenkling

som heller gjør det om til CapEx i form av kjøp av varige driftsmidler som vil tilsvare avskrivninger og vekst i behov for driftsmidler.

## 6.6. Risikoanalyse

I dette delkapittelet vil vi ta for oss en risikoanalyse av Reach, hvor vi først vil analysere likviditeten til selskapet, for deretter se nærmere på den langsiktige risikoen knyttet til selskapets soliditet. I risikoanalysen har vi valgt å ta for oss følgende nøkkeltall:



Figur 10 - Risikoanalyse

Nøkkeltallene bruker vi for å beregne hvor god inntjeningen og den finansielle stillingen til Reach er. For å kunne trekke konklusjoner om økonomien er god, dårlig eller midt på treet, trenger vi derimot et sammenlikningsgrunnlag, hvor vi benytter selskapene nevnt i kapittel 4<sup>21</sup>.

### 6.6.1. Likviditetsanalyse

Gjennom en likviditetsanalyse kan vi avdekke Reach Subseas evne til å innfri forpliktelser på kortsikt. Ved hjelp av nøkkeltallet likviditetsgrad 2 skal vi se nærmere på den kortsiktige kredittrisikoen til selskapet<sup>22</sup>.

#### 6.6.1.1. Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 gir oss et godt bilde på Reach og bransjens likviditet og deres evne til å

<sup>21</sup> Alle tallene brukt i utregningene er hentet fra selskapenes årsrapporter fra 2016 til 2021

<sup>22</sup> Grunnet marginale endringer fra likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2, fordi mange av selskapene ikke har eller ikke rapporterer varelager, velger vi å bare vise til likviditetsgrad 2. For likviditetsgrad 1 se vedlegg 9.

betale gjeld ved forfall. Nøkkeltallet tar for seg forholdet mellom selskapets mest likvide omløpsmidler, derav omløpsmidler fratrukket varelager, som er selskapets eiendeler som forventer å bli kontanter i løpet av et år, og selskapets kortsiktige gjeld, som er selskapets forventede utbetalinger i løpet av året.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 2							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Reach Subsea	1,89	2,05	1,18	0,86	1,73	1,04	1,46
Bransje	1,32	1,57	1,39	1,00	1,19	1,23	1,28

Tabell 11 - Likviditetsgrad 2

Reach har et høyere gjennomsnitt enn bransjen i tidsperioden 2016 til 2021. Dette viser at Reach har en bedre evne enn bransjen til å betale kortsiktig gjeld ved forfall. Differansen mellom Reach og bransjen kan derimot skyldes at Reach ikke rapporterer varelager i årsrapportene sine, slik at det kan være rimelig å anta at Reach og bransjen har relativ lik likviditetsgrad 2 om Reach hadde rapportert varelager.

## 6.6.2. Soliditetsanalyse

For å analysere Reach sin langsiktige risiko skal vi utføre en soliditetsanalyse. Vi vil først analysere selskapets egenkapitalandel, for deretter se på selskapets rentedekningsgrad.

### 6.6.2.1. Egenkapitalandel

Soliditet er selskapets evne til å tåle tap, hvilket har en sammenheng med hvor mye av eiendelene som er finansiert av eierne. Jo mer egenkapital et selskap har, desto bedre er soliditeten. Selskap med høy egenkapitalandel kan tåle større tap enn selskap med lav egenkapitalandel, fordi disse selskapene kan lettere skaffe seg likviditet i dårlige tider. Høye egenkapitalandeler gir selskap mulighet til å tilby bedre sikkerhet til eksisterende og nye långivere i forbindelse med nye låneopptak.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{egenkapital}}{\text{totalkapital}}$$

Egenkapitalandel							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Reach Subsea	0,55	0,56	0,43	0,37	0,58	0,38	0,48
Bransje	0,52	0,59	0,53	0,46	0,37	0,37	0,47

Tabell 12 - Egenkapitalandel

Egenkapitalen til Reach og bransjen er tilnærmet lik. Dette viser at Reach har lik evne som resten av bransjen til å tåle tap, og gir derfor ikke långivere høyere risiko for mislighold hos Reach enn hos andre bedrifter i bransjen.

#### 6.6.2.2. Rentedeckningsgrad

Det siste nøkkeltallet vi skal se på i soliditetsanalysen er rentedeckningsgrad.

Rentedeckningsgrad uttrykker i hvor stor grad resultatet før rentekostnader og skatt (EBIT) kan dekke rentekostnadene. Nøkkeltallet viser også selskapets evne til å påta seg økte renteforpliktelser. Rentedeckningsgraden bør minimum være 1, men for å være tilfredsstillende bør den være minst 3 (Bisnode, u.d.).

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{rentekostnader}} \rightarrow \frac{\text{EBIT}}{\text{rentekostnader}}$$

Rentedeckningsgrad							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Reach Subsea	-1,60	-8,39	-0,77	-0,84	6,19	1,45	-0,66
Bransje	-0,95	3,22	-3,75	-2,22	-10,32	0,98	-2,17

Tabell 13 - Rentedeckningsgrad

Verken Reach eller bransjen har et gjennomsnitt på rentedeckningsgraden over de seks siste årene som dekker minimumskravet på 1. Bransjen viser derfor at selskapene ikke evner å



påta seg økte renteforpliktelser, og kan derfor forvente å få høye kredittpåslag ved opptak av nye lån.

## 7. Vekstprognoser og fremtidig kontantstrøm

For fremtidig vekst legger vi til grunnlag en scenarioanalyse av Reach sin kontantstrøm. Vi vil fokusere på tre ulike scenarioer som klassifiseres som «best case», «worst case» og «base case». For det optimistiske scenarioet, «best case», legger vi til grunn at det er oppgangstider for både olje, gass og fornybar energi. I denne situasjonen vil Reach oppleve en svært god vekst da selskapet opererer i begge sektorene. I det nøkterne scenarioet, «base case», legger vi til grunn at markedet for olje, gass og fornybar energi holder seg tilnærmet likt som i dag, men med en liten oppgang. Til slutt i det pessimistiske scenarioet, «worst case» legger vi til grunn at det går dårlig med olje, gass og fornybar energi, slik at Reach vil oppleve en stor økonomisk nedgang.

Det neste trinnet er å estimere en sannsynlighet for hvert av scenariene (Kaldestad & Møller, 2016). På bakgrunn av resultatene fra kapittel 5.2, femkraftsmodellen, forutsetter vi at markedet vil oppleve en fremtidig svak vekst. Vi vekter derfor «base case» scenarioet med høyest sannsynlighet. Videre legger vi til grunn resultatene fra 5.3, PESTEL, at fornybar energi vil oppleve en sterk vekst grunnet større fokus på miljøbevissthet. Fra 5.3 har vi også at det kan forventes å komme strengere lovverk for oljeindustrien, slik at det kan forventes en fremtidig nedgang i dette markedet. Vi anser derfor «worst case» og «best case» scenariene til å ha tilnærmet lik sannsynlighet for å inntreffe. Summen av dette gjør at vi sitter igjen med «base case», som også vil være grunnlaget for videre beregninger i oppgaven.

På grunn av oppgavens omfang velger vi ikke å utføre en grundig utregning av risikjustert kontantstrøm. Vi legger derfor til grunnlag Rystad sin forventning om fremtidig vekst på 7% som det mest sannsynlige utfallet for markedet (Rystad Energy, 2021).

## 7.1. Budsjetthorisont og prognosevalg

Da vi legger til grunn analysen til Rystad (2021) for vekst frem til 2025, for deretter å falle til fremtidig antatt vekst over 2 år i 2027, hvor den predikerte vekstraten settes til 2% likt med slik medianen av norske finansanalytikere gjør det ifølge PwC<sup>23</sup> (2021). Dette gir oss en eksplisitt prognoseperiode på 6 år, som også er lik perioden vi har brukt på analysen av historiske tall.

På perioder over 5 år frem, har imidlertid avkastning en tendens til å normalisere seg. Vi forutsetter derfor at Reach vil være i en «*steady state*» som er utgangspunktet for å beregne den langsiktige veksten etter den mer detaljerte budsjetthorisonten.

Vi velger en Top-down-modell som bruker de historiske forholdstallene vi fant i regnskapsanalysen som utgangspunkt for å komme frem til EBITDA som deretter benyttes som utgangspunkt for å finne kontantstrøm.

## 7.2. Verdidrivere

Verdidriverne vi tar med videre vil være nøkkeltallene vi identifiserte fra kapittel 6 Regnskapsanalysen. Med noen justeringer vil vi anta at analyseperioden gjennomsnittlig representerer en brukbar syklus for prognoseperioden fremover. Dette blir altså en form for «naiv modell» der vi støtter oss på vekstfaktorer i bransjen antatt av Rystad, vår egen strategiske analyse og våre egne tall fra regnskapsanalysen på interne anliggende hos Reach.

Det må igjen nevnes at foretaksmodellen til Reach gjør at å predikere kostnader som realistisk prosentsats av omsetning virker mest fornuftig.

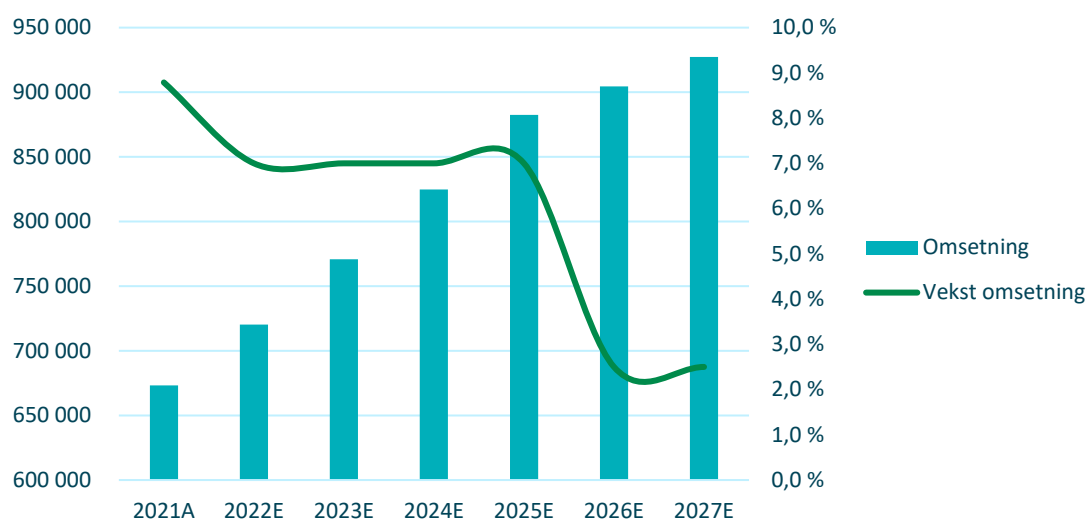
### 7.2.1. Vekst i omsetning

Selskapets forretningsplan med å leie inn skip til arbeid, og at skipet med utstyr i praksis kan være så stort eller lite som situasjonen krever, gjør at vi anser det for naturlig å bruke kontinuerlig vekst heller enn sprangvis vekst i prognosene. Sprangvis vekst ville passet bedre

---

<sup>23</sup> PwC er forkortelsen for PricewaterhouseCoopers, som er et globalt nettverk innen revisjon og rådgivning

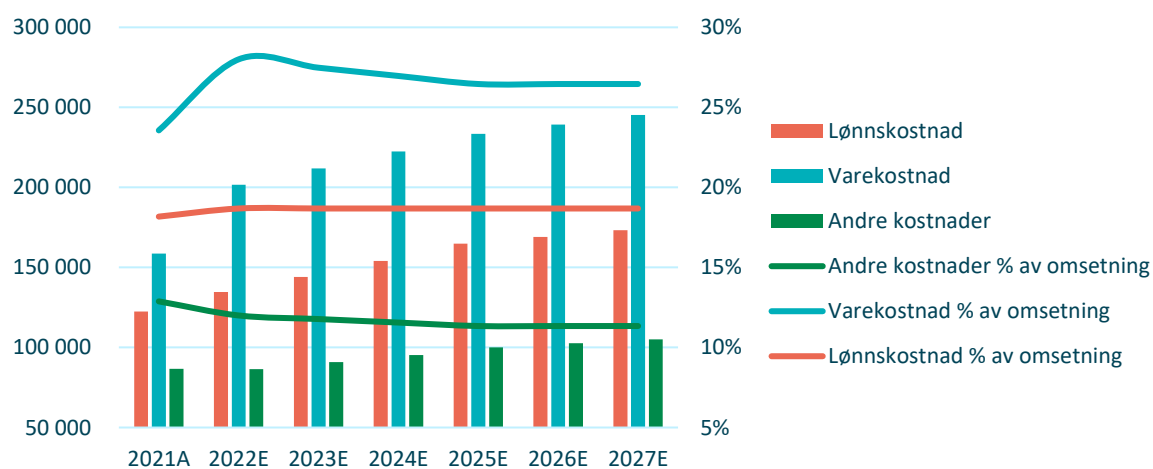
om Reach faktisk foretok store kapitalkjøp av skip, som deretter ville blitt bokført og avskrevet.



Figur 11 - Vekst i omsetning

Som vi fant i den strategiske analysen, antar vi at Reach greier å beholde sin posisjon relativt til bransjen, som vil gi en antatt vekst på 7% per år frem til 2025 jf. Rystad Energy (2021), for deretter å falle til 2%. Kundenenes forhandlingsmakt er høy, slik at vi anser det som naturlig å anta at Reach ikke vil vokse raskere enn markedet som helhet. Vi antar altså at dette vil ligge under det historiske snittet i vekst for Reach på 16% årlig i analyseperioden.

### 7.2.2 Vekst i kostnader



Figur 12 - Vekst i kostnader

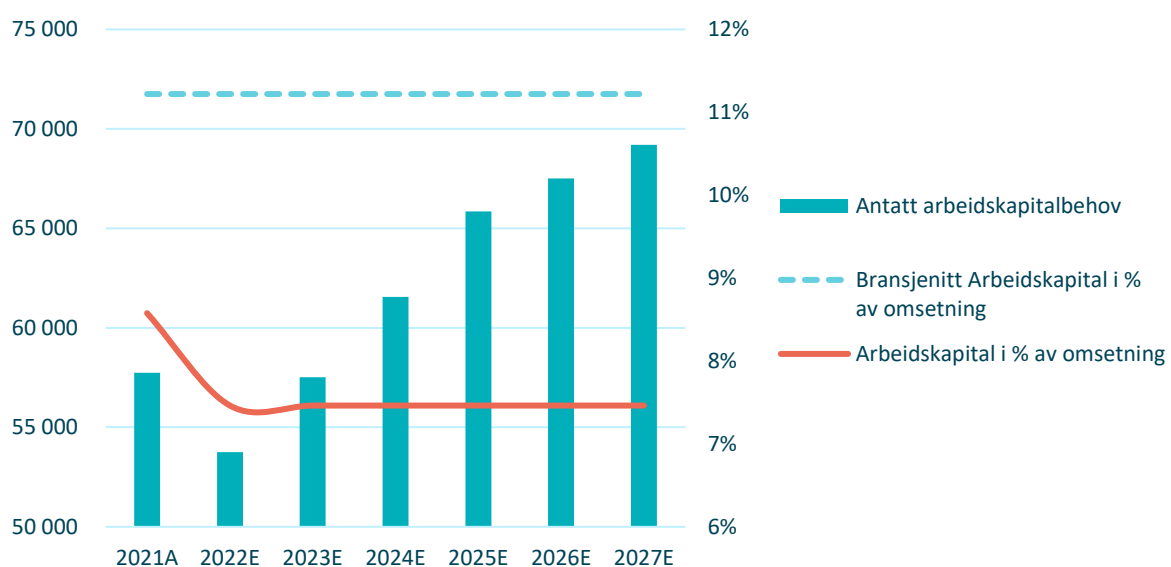
Som vi tok opp i kapittel 6.5.3, har varekostnad vært en problematisk post i regnskapet når

det kommer til verdivurderingsformål. Vi forutsetter at varekostnaden hos Reach vil ligge rundt 25% av omsetningen fremover. Dette vil være noe under bransjesnittet vi fant i 6.5.3 på ca. 44%, noe som kan forklares ved forskjeller i selskapenes måter å operere på. Vi forutsetter at kostnadene vil følge utviklingen i omsetning relativt. Varekostnad som vi i den strategiske analysen satt til moderat, men høy hos leverandør av ROV, gjør at vi har forutsatt en vekst på 5% i perioden frem tom. 2025, for deretter å falle til 2%.

Vi forutsetter en lønnsvekst holder seg på et historisk normalt nivå rundt 20% av omsetning, og siden etterspørsel etter arbeidskraft vil øke under vekst i næringen, vil vi anta samme vekst på 7% i lønnskostnader i perioden frem til 2025, for deretter å flate ut til 2% årlig vekst.

Andre kostnader antar vi starter rundt historisk snitt på 11%, med en vekst på rundt 5% frem til 2025, for deretter å falle til 2% årlig vekst.

### 7.3. Arbeidskapitalbehov



Figur 13 - Antatt behov for arbeidskapital

Som figur 13 viser antar vi en gradvis normalisering av investering i arbeidskapital på 8% jf. nøkkelallsanalysen 6.5.1. Som i kapittel 6.5.5 er DOF også utelatt fra dette bransjesnittet. Vi forutsetter at Reach vil fortsette å ha en (relativt til omsetning) stabil utvikling på arbeidskapitalen slik de har hatt historisk. Vi forutsetter at forskjeller med meget lite lager o.l. utgjør forskjellene mot bransjesnittet, og at det også vil fortsette fremover.

## 7.4. Normal- og kapasitetsinvesteringer med tilhørende avskrivinger

Prognose Varige driftsmidler	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Varige driftsmidler UB	352 430	252 796	270 491	289 426	309 686	315 879	322 197
VDM i % av omsetning	52 %	35 %	35 %	35 %	35 %	35 %	35 %
<b>Avskrivning</b>	<b>239 807</b>	<b>188 917</b>	<b>202 141</b>	<b>216 291</b>	<b>231 432</b>	<b>236 060</b>	<b>240 781</b>
Avskrivning i % av omsetning	36 %	26 %	26 %	26 %	26 %	26 %	26 %
<b>Implisitte investeringer</b>		<b>89 283</b>	<b>219 837</b>	<b>235 226</b>	<b>251 691</b>	<b>242 254</b>	<b>247 099</b>
Kapasitetsinvesteringer		6 250	15 389	16 466	17 618	4 845	4 942
Normalinvesteringer		83 033	204 448	218 760	234 073	237 409	242 157
Implisitte investeringer i % av omsetning		12 %	29 %	29 %	29 %	27 %	27 %
Omsetning	673 253	720 381	770 807	824 764	882 497	900 147	918 150
VDM pleier å utgjøre av oms	35 %	252 796	270 491	289 426	309 686	315 879	322 197
Avskrivninger pleier å utgjøre av oms	26 %	188 917	202 141	216 291	231 432	236 060	240 781

Tabell 14 - Prognose varige driftsmidler (tall i tusen)

Vi forutsetter at andelen varige driftsmidler (VDM) fremover vil falle tilbake til historisk nivå rundt 35% av omsetning slik vi fant i nøkkeltallsanalysen i kapittel 6.5.1. Nøkkeltallsanalysen la også grunnlaget for prognosen om at avskrivningene historisk utgjør 26% av omsetning, og vi har også lagt dette til grunn i prognoseperioden.

For å kunne opprettholde nivået på VDM gjenspeiler det eksempelvis et implisitt investeringsbeløp på noe over NOK 89 millioner. Merk at dette ikke er representativt for resterende år, da vi anslår et fall i VDM i overgangen fra 2021 til 2022. Vi har forsøkt å hensynta at varige driftsmidler grunnet innleie i perioder kan variere mye slik eksempelvis overgangen fra '21 til '22, og vi har også forsøkt å hensynta at 2021 nok hadde for høye avskrivninger/investeringer som vi nevnte i kapittel 6.5.6

De implisitte investeringene fordeles så inn i normalinvesteringer som skal til for å opprettholde kapasitetsnivået, og kapasitetsinvesteringer som må utføres for å kunne øke kapasiteten i takt med omsetningsvekst.

## 7.5. Valg av skattesats og bruk av utsatt skatt

Den frie kontantstrømmen i 2022 og 2023 vil øke grunnet bortfall av skatt.

Kontantstrømmen øker fordi «utsatt skatt» i balansen på NOK 40 151 blir redusert til null, ved forutsetningen om at dette var skattemidler Reach kunne redusere betalbar skatt med etter hvert som skatten oppstod. Vi foretar også en forenkling ved at skattekostnad fremover blir betalt det året det oppstår.

Skatt blir ellers regnet til 20% kalkulatorisk skattekostnad, der dette er tatt som forutsetning grunnet selskapets store variasjon i balanseposter og avskrivninger, som ville gjort beregning av midlertidige og permanente forskjeller komplisert. Dette er også slik Kaldestad og Møller mener en tommelfingerregel for effektiv skattesats for selskaper med virksomhet i Norge bør være, at gitt en normal og relativt kapitalintensiv vekst, vil effektiv skattesats ligge et par prosentpoeng under selskapsskattesatsen på 22%. Dette gjør at vi velger å benytte en skattesats på 20% i oppgaven (Kaldestad & Møller, 2016). Vi velger heller ikke å se på økte skatter som en uventet stor risiko for Reach, da vi også i PESTEL i kapittel 5.3.2. konkluderte med at skatten antageligvis vil holde seg stabil fremover. Merk også at renter ikke trekkes i fra ved utregning av skatten (Bøhren & Gjærum, 2019).

## 7.6. Fremtidig kontantstrøm

Fri kontantstrøm	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Omsetning	673 253	720 381	770 807	824 764	882 497	900 147	918 150
<b>Total Omsetning</b>	<b>673 253</b>	<b>720 381</b>	<b>770 807</b>	<b>824 764</b>	<b>882 497</b>	<b>900 147</b>	<b>918 150</b>
Lønnskostnad	- 122 374	- 134 586	- 144 007	- 154 087	- 164 873	- 168 171	- 171 534
Varekostnad	- 158 633	- 201 707	- 211 792	- 222 382	- 233 501	- 238 171	- 242 934
Andre kostnader	- 86 722	- 86 446	- 90 768	- 95 306	- 100 072	- 102 073	- 104 115
Justering av engangsposter	6 700	-	-	-	-	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>312 224</b>	<b>297 643</b>	<b>324 241</b>	<b>352 989</b>	<b>384 052</b>	<b>391 733</b>	<b>399 567</b>
Avskrivninger	- 239 807	- 188 917	- 202 141	- 216 291	- 231 432	- 236 060	- 240 781
<b>EBIT</b>	<b>72 417</b>	<b>108 726</b>	<b>122 099</b>	<b>136 698</b>	<b>152 620</b>	<b>155 673</b>	<b>158 786</b>
Skatt EBIT	20 760	-	6 014	27 340	30 524	31 135	31 757
<b>NOPLAT</b>	<b>93 177</b>	<b>108 726</b>	<b>116 085</b>	<b>109 358</b>	<b>122 096</b>	<b>124 538</b>	<b>127 029</b>
Avskrivninger	239 807	188 917	202 141	216 291	231 432	236 060	240 781
Endring i arbeidskapital	- 32 669	3 986	3 763	4 027	4 308	1 317	1 344
Normalinvesteringer	- 22 200	- 83 033	- 204 448	- 218 760	- 234 073	- 237 409	- 242 157
Kapasitetsinvesteringer	- 8 543	- 6 250	- 15 389	- 16 466	- 17 618	- 4 845	- 4 942
<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>269 572</b>	<b>212 346</b>	<b>94 627</b>	<b>86 397</b>	<b>97 528</b>	<b>117 027</b>	<b>119 368</b>
<i>Hjelpelinje Arbeidskapital</i>	<i>57 746</i>	<i>53 760</i>	<i>57 523</i>	<i>61 550</i>	<i>65 858</i>	<i>67 175</i>	<i>68 519</i>
<i>Hjelpelinje utsatt skattefordel</i>	<i>40 151</i>	<i>18 406</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>46 %</i>	<i>41 %</i>	<i>42 %</i>	<i>43 %</i>	<i>44 %</i>	<i>44 %</i>	<i>44 %</i>

Tabell 15 - Prognose av fri kontantstrøm (tall i tusen)

Kontantstrømmen fra driften er før finansielle poster som renter og avdrag, pluss avskrivningene, med fratregg for årets investeringer. Den frie kontantstrømmen vi har funnet i tabell 15 representerer kontantene som er tilgjengelige for eierne av totalkapitalen i selskapet, altså både egenkapital- og gjeldssiden. Hvor det i totalkapitalstrømmen hverken inngår låneopptak, avdrag eller renter, men at den også er etter skatt. Se vedlegg 8 for hvilke forutsetninger som lagt er lagt til grunn.

Kapittel 6.5.8. og den frie kontantstrømmen vi fant der, blir ikke opprettholdt i fremtidig kontantstrøm. Dette er nok det klareste bildet på hvordan forutsetningene vi har tatt i oppgaven, fører til et fall i «cash conversion» fra et snitt på 70% til under 30% i 2027E.

### **7.7. Fremtidig likviditet og soliditets analyse**

Som konkludert med i kapittel 5 er Subsea Services bransjen attraktiv å konkurrere i for allerede eksisterende bedrifter, og gir bedriftene rom til å vokse med markedet da det er forventet en jevnlig vekst over de neste årene. Fra kapittel 5 konkluderte vi også med at Reach ikke har noen ressurser som gir dem et særegent konkurransefortrinn. På bakgrunn av disse konklusjonene antar vi at Reach vil vokse i takt med markedet slik at selskapets, og bransjens, fremtidig likviditet og soliditet vil være relativt like.

Reach hadde en økning i både omløpsmidler og kortsiktig gjeld fra 2020 til 2021. Siden vi legger til grunnlag en forventet vekst i markedet på 7%, antar vi at Reach vil utnytte sin økonomiske vekst til å øke kapasiteten og utstyret sitt slik at det tilpasses etterspørslene til markedet, som nevnt i 5.1 finansielle ressurser. Vi antar derfor at selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld vil øke, men ikke proporsjonalt, slik at den fremtidige likviditetsgraden får en svak vekst.<sup>24</sup>

I 2020<sup>25</sup> hadde det gjennomsnittlige ikke-finansielle aksjeselskapet<sup>26</sup> en egenkapitalandel på 48% (Statistisk Sentralbyrå, 2022). Siden både Reach og bransjens gjennomsnittlige egenkapitalandel ligger på omtrent det samme nivået som det gjennomsnittlige ikke-finansielle aksjeselskapet vil vi anta at fremtidig egenkapitalandel til Reach og bransjen vil holde seg stabilt rundt det den er nå.

Rentedekningsgraden har vært svært lav for både bransjen og Reach de første årene i tidsperioden 2016 til 2021, men har kommet seg opp til et høyere nivå de siste årene. Siden

---

<sup>24</sup> Vi anerkjenner at en eventuell fremtidig rapportering av Reach sitt varelager vil redusere fremtidig likviditetsgrad 2. Vi velger derimot å se bort fra dette da Reach ikke har rapportert varelager tidligere, og vi antar at det er liten sannsynlighet for at de kommer til å gjøre det i nærmeste fremtid.

<sup>25</sup> SSB opplyser bare nøkkeltall for ikke-finansielle aksjeselskap fra 2020, og det opplyses ikke når tallene blir oppdatert for 2021. Vi forutsetter derfor at egenkapitalandelen ikke vil avvike mye i 2021 når vi bruker dette som sammenligningsgrunnlag for fremtidig egenkapitalandel for Reach og bransjen.

<sup>26</sup> Selskaper som produserer varer eller ikke-finansielle tjenester (Statistisk Sentralbyrå, u.d.)

det forventes en jevn vekst på 7% de neste årene vil vi anta at resultat før skatt vil øke, samtidig som rentekostnader vil holde seg prosentvis lik i forhold til bransjens kostnader (Rystad Energy, 2021). Konklusjonen er at rentedekningsgraden vil holde seg relativt lik, men med en liten positiv vekst.

## 7.8. Fremtidig resultatregnskap og balanse

Fremtidig balanse	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Sum omløpsmidler	204 913	199 612	213 520	228 399	244 315	249 201	254 185
Sum kortsiktig gjeld	147 167	145 852	155 998	166 849	178 457	182 026	185 667
<b>Netto arbeidskapital</b>	<b>57 746</b>	<b>53 760</b>	<b>57 523</b>	<b>61 550</b>	<b>65 858</b>	<b>67 175</b>	<b>68 519</b>
Varige driftsmidler	352 430	252 796	270 491	289 426	309 686	315 879	322 197
<b>Sum investert kapital</b>	<b>410 176</b>	<b>306 556</b>	<b>328 014</b>	<b>350 976</b>	<b>375 544</b>	<b>383 055</b>	<b>390 715</b>
Sum finansielle eiendeler	149 035	233 904	325 630	408 924	503 132	615 426	729 967
<b>Sum eiendeler</b>	<b>559 211</b>	<b>540 460</b>	<b>653 644</b>	<b>759 900</b>	<b>878 676</b>	<b>998 481</b>	<b>1 120 682</b>

Egenkapital og gjeld	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Sum Egenkapital	286 806	366 729	469 893	565 425	672 727	782 175	893 812
Sum Gjeld	272 404	173 731	183 752	194 476	205 949	216 306	226 870
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>559 210</b>	<b>540 460</b>	<b>653 644</b>	<b>759 900</b>	<b>878 675</b>	<b>998 481</b>	<b>1 120 682</b>

Tabell 16 - Fremtidig balanse - Se vedlegg 10 «Fremtidig balanse» for utvidet versjon

Fremtidig egenkapital i balansen er basert på NOPLAT fratrukket rentekostnader, med fratregg for skatt på renter.

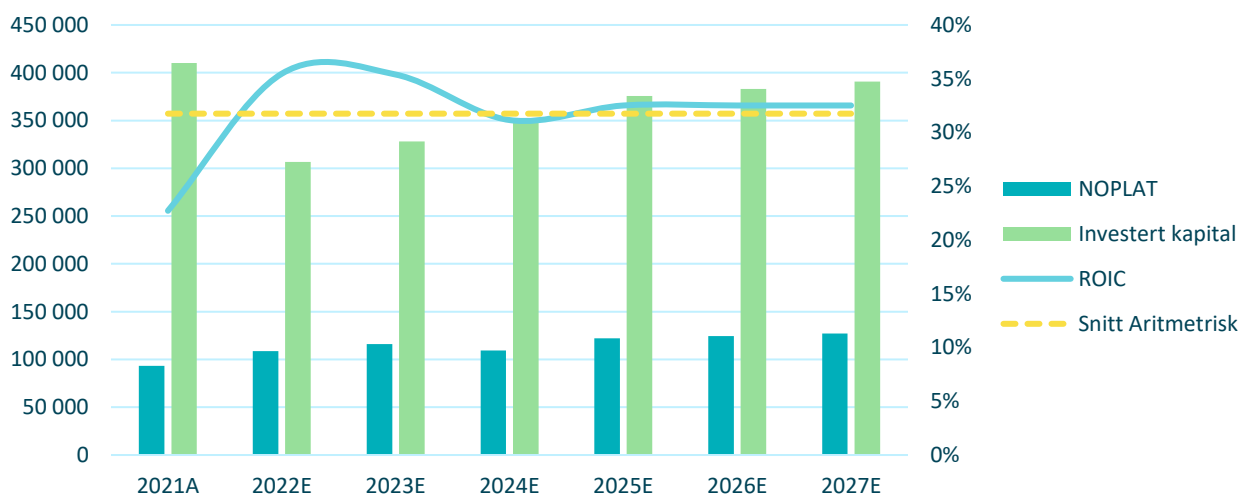
Kundefordringer og resten av omløpsmidlene er basert på kostnadsprosenten den har utgjort av omsetning i den historiske analyseperioden, mens leverandørgjeld er basert på analyseperiodens kostnadsprosent av historisk varekostnad, og er nå benyttet mot antatt fremtidig varekostnad. Resten av den kortsiktige gjelden blir brukt til å jevne ut forskjeller i balansen, og er derfor anerkjent som en feilkilde som vi antar stammer fra måten vi har endret på investeringer og gjeldsbetalinger.

Verdien av driftsmidler stammer fra utregning i kapittel 7.4, og finansielle eiendeler er utregnet gjennom NOPLAT med utgangspunkt, se vedlegg 11, og blir tilegnet finansielle eiendeler/bankkonto. Det forutsettes at tilbakebetaling av gjeld blir utregnet tilsvarende historiske tall på rundt 25% av omsetning. Netto gjeld vil bli negativ allerede i 2022E, som bør antas å være for optimistisk.

Forutsetningen om ingen utbetalte utbytter fører også til at posten finansielle eiendeler og bankinnskudd bygger seg opp.



## 7.9. Avkastning på investert kapital



Figur 14 - Avkastning på investert kapital

Figur 14 viser en antatt snittavkastning på investert kapital på ca. 30%. Dette ligger godt over snittet i analyseperioden vi fant i kapittel 6.5.7 men er på linje med nivået for 2020 og 2021.

## 7.10. Fremtidig nøkkeltallsanalyse

Nøkkeltallsanalyse	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Snitt
Vekst inntekter (fra 2021)		7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	2,0%	2,0%	5,0% GS
Varekostnad i % av inntekter	23,6%	28,0%	27,5%	27,0%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5% US
Lønnskostnader i % av inntekter	18,2%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,6% US
Andre kostnader i % av inntekter	12,9%	12,0%	11,8%	11,6%	11,3%	11,3%	11,3%	11,8% US
<b>EBITDA-margin</b>	<b>46,4%</b>	<b>41,3%</b>	<b>42,1%</b>	<b>42,8%</b>	<b>43,5%</b>	<b>43,5%</b>	<b>43,5%</b>	43,3% US
Avskrivninger i % av inntekter	35,6%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%	27,8% US
<b>EBIT-margin</b>	<b>10,8%</b>	<b>15,1%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,6%</b>	<b>17,3%</b>	<b>17,3%</b>	<b>17,3%</b>	15,5% US
Netto arbeidskapital i % av inntekter	8,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6% US
Varige driftsmidler i % av inntekter	52,3%	35,1%	35,1%	35,1%	35,1%	35,1%	35,1%	38,0% US
Investeringer/Inntekter	-3,4%	12,4%	28,5%	28,5%	28,5%	26,9%	26,9%	20,2% US
Investeringer/Avskrivninger	0,0%	47,3%	108,8%	108,8%	108,8%	102,6%	102,6%	79,4% US
<b>Omløpshastighet Investert Kapital</b>	<b>1,91</b>	<b>2,85</b>	<b>2,85</b>	<b>2,85</b>	<b>2,85</b>	<b>2,85</b>	<b>2,85</b>	2,69 US
Avkastning Investert Kapital før skatt	17,7%	35,5%	37,2%	38,9%	40,6%	40,6%	40,6%	35,1% US
<b>Avkastning Investert Kapital etter skatt</b>	<b>22,7%</b>	<b>35,5%</b>	<b>35,4%</b>	<b>31,2%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>	31,6% US
<b>Avkastning Investert Kapital etter skatt*</b>	<b>17,7%</b>	<b>35,5%</b>	<b>37,2%</b>	<b>38,9%</b>	<b>40,6%</b>	<b>40,6%</b>	<b>40,6%</b>	35,1% US

Tabell 17 - Nøkkeltallsanalyse US = Uvektet snitt, GS = Geometrisk snitt.

Som nøkkeltallsanalysen i tabell 17 viser, holder vi EBITDA-nivået omtrent slik det vi fant i analysen i kapittel 6.5.1, men EBIT-marginen er derimot noe høyere. Nøkkeltallsanalysen er hovedsakelig utført for å gi et godt sammenligningsgrunnlag med hva vi fant i analyseperioden. Investeringer og avskrivninger er som nevnt tidligere en forenkling for å vise at Reach skaffer nok driftsmidler til å dekke økt etterspørsel etter tjeneste de tilbyr, og går

ikke som finansposter slik det i realiteten har vært historisk ved leie av skip.

Omløpshastigheten på investert kapital, med en snittverdi på 2,69, ligger på omtrent samme nivå som i analyseperioden, hvor samme nøkkeltall ga 2,72.

## **8. Avkastningskrav**

Et selskap må gi investorene avkastning på den kapitalen de har skutt inn. Hvor avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2016).

Avkastningskravet skal reflektere hva aksjonærene kunne fått i avkastning ved en tilsvarende investering med samme risiko. Har selskapet en lavere avkastning enn avkastningskravet vil det ikke være lønnsomt for investorene. Kravet bør også være vesentlig høyere enn avkastningen til risikofri investering for å kompensere for introduksjon av risiko.

Avkastningskravet er relevant for verdsettelsen av Reach da dette brukes som diskonteringsfaktor for å beregne nåverdien av kontantstrømmen. Siden den frie kontantstrømmen vi skal diskontere for å estimere Reachs virksomhetsverdi skal betjene alle finansieringskildene til selskapet, benytter vi oss av avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) (Kaldestad & Møller, 2016).

Videre i kapittelet vil vi presentere hvert av elementene som inngår i utregningen av totalkapitalavkastningen, og avslutter med vårt estimat av avkastningskravet.

### **8.1. Egenkapitalkostnad**

For å regne ut Reach Subseas egenkapitalkostnad vil vi benytte oss av kapitalverdmodellen (KVM). Modellen bygger på spørsmålet «*hva skjer med kapitalkostnaden dersom investorer flest diversifiserer mest mulig?*». Aksjonærene bærer da kun den systematiske risikoen, og om tilgjengelige investeringer er i likevekt mellom tilbud og etterspørsel, skal modellen gi et forståelig svar på egenkapitalkostnaden (aksjonærens avkastningskrav på investeringen) (Bøhren & Gjærum, 2019)

Likningen til KVM er som følger:

$$r_{EK} = r_f + \beta * [E(r_m) - r_f]^{27}$$

Likningen inneholder to makrofaktorer; risikofri rente og markedets risikopremie, og en mikrofaktor; selskapets egenkapitalbeta. Dette betyr at den risikofrie renten og markedets risikopremie vil være lik uavhengig av hvilke investeringer eller prosjekter vi skal vurdere, mens selskapets beta er den eneste variabelen som varierer.

### *8.1.1. Risikofri rente*

Det finnes flere alternativer for å finne hvilken risikofri rente som skal benyttes i KVM. Vi velger å basere vår risikofri rente på PwC sin årlige undersøkelse av risikopremie i det norske markedet, gjort i samarbeid med NFF<sup>28</sup>. I undersøkelsen svarer flertallet av de som benytter en normalisert langsiktig risikofri rente at de setter renten til 3%. Denne verdien er heller ikke langt ifra hva som er kjøpsrenten på statslån med forfall om 10 år som er 2,78%<sup>29</sup> (Norges Bank, 2022). På bakgrunn av dette tar vi derfor som forutsetning at en rente på 3% vil være beste estimat for risikofri rente i avkastningskravet vi skal anvende.

### *8.1.2. Markedets risikopremie*

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016). I undersøkelsen til PwC vises det til at størrelsen på markedsrisikopremien har vært stabil fra 2012 til 2021 med en median på 5% (PwC, 2021). Vi velger derfor å benytte 5% som markedets risikopremie for å finne Reach sin egenkapitalkostnad.

### *8.1.3. Egenkapitalbeta*

---

<sup>27</sup>  $r_{EK}$  = kapitalkostnad (avkastningskravet),  $r_f$  = (nominell) risikofri rente,  $\beta$  = selskapets egenkapitalbeta,  $[E(r_m) - r_f]$  = markedets risikopremie

<sup>28</sup> Norske finansanalytikerers Forening

<sup>29</sup> Per mai 2022

Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2016).

Vi fant en femårig betaverdi for Reach på 1,60 og en ettårig på 0,72 (Yahoo Finance, u.d.; e24, u.d.). Siden tidsperioden vi har valgt for verdsettelsen strekker seg over en lenger periode enn ett år velger vi å benytte oss av den femårige betaverdien.

$$r_{EK} = 3\% + 1,60 * 5\%$$

$$r_{EK} = 11\%$$

## 8.2. Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden til Reach Subsea er kostnaden selskapet vil ha ved å ta opp nye lån. Vi velger å sette gjeldskostnaden til Reach som den gjennomsnittlige lånerenten til bransjen<sup>30</sup>. Reach betalte i 2021 4,5% rente på sine banklån (årsrapport), DOF Subsea betalte mellom 4%-6% i rente, mens Oceaneering betalte 4,5%. Basert på disse opplysningene velger vi som «beste estimat» å sette gjeldskostnaden til Reach for fremtidige låneopptak til 5%.

## 8.3. Kapitalstruktur

Etter vi har estimert egenkapitalkostnad og gjeldskostnad må vekten av hver finansieringsform estimeres for å kunne regne ut WACC (Kaldestad & Møller, 2016).

Når vi skal vekte andelen av totalkapitalen som er finansiert av egenkapital og gjeld bruker vi markedsverdiene til gjelden og egenkapitalen. Dette betyr at verdien til gjelden estimeres ut fra verdien til rentebærende gjeld og verdien til egenkapitalen er totalt utstedt aksjer \* aksjekurs ved utgangen av 2021 (31.12.21).

I årsrapporten til Reach kommer det frem at selskapet totalt har NOK 312 556 (NOK 1000) i rentebærende gjeld (Reach Subsea ASA, 2022). Markedsverdien til egenkapitalen ved utgangen av 2021 var 439 525<sup>31</sup>. Dette gir en totalkapital på NOK 752 081. Gjeldsandelen blir

---

<sup>30</sup> Bransjen er her gjennomsnittet til Reach Subsea, DOF Subsea og Oceaneering

<sup>31</sup>  $\frac{144\,580\,708 * 3,04}{1000\,NOK} = 439\,525$

41,6% og egenkapitalandelen blir 58,4%<sup>32</sup>

#### 8.4. Avkastningskravet til totalkapitalen

Totalavkastningskravet (Weighted Average Cost of Capital, «WACC»), er et veid gjennomsnitt av egenkapitalkostnad og gjeldskostnad (Kaldestad & Møller, 2016). Likningen for WACC er som følger:

$$WACC = r_{TK} = r_{EK} * \frac{EK}{EK + G} + r_G * (1 - s) * \frac{G}{EK + G}^{33}$$

$$WACC = 11\% * 58,4\% + 5\% * (1 - 22\%) * 41,6\%$$

$$WACC = 8,05\%$$

#### 9. Fundamental verdsettelse

Vi har som beskrevet i kapittel 4 valgt å benytte fundamental verdsettelse som den ene av to verdsettelsesmetoder for verdivurdering av Reach Subsea. For å komme frem til verdien av egenkapitalen vil vi derimot gå veien om først å finne totalkapitalen.

Etter å ha fastslått hva vi mener verdien er gjennom å benytte totalkapitalmetoden for å komme frem til en verdi per aksje for Reach, vil vi foreta sensitivitetsanalyser for å se hvor følsom aksjekursen er for endringer i inndata i modellene.

Etter dette vil vi foreta en vurdering av hvilke, om noen, rabatter og premier som burde påvirke aksjekursen til Reach Subsea.

---

<sup>32</sup> Gjeldsandel =  $\frac{312\,556}{752\,081} = 41,6\%$ , Egenkapitalandel =  $\frac{439\,525}{752\,081} = 58,4\%$

<sup>33</sup>

EK = markedsverdien av egenkapital, G = markedsverdi av gjeld,  $r_{TK}$  = selskapets totalkapitalkostnad,  $r_{EK}$  = selskapets egenkapitalkostnad,  $r_G$  = selskapets gjeldskostnad, s = nominell selskapskatt

## 9.1. Verdien av totalkapitalen

Totalkapitalmetoden går ut på å diskontere kontantstrømmene til totalkapitalen vha. avkastningskravet WACC vi fant i kapittel 8. Dette gjøres for årene vi har som prognoseperiode, altså 2022 til 2027. Vi vil også regne ut en terminalverdi for perioden utover prognoseperioden, som også vil diskonteres med WACC.

### 9.1.1. Terminalverdi

De fleste selskaper er forventet å leve «evig», men det vil være upraktisk å lage prognoser for 100 år frem i tid. Vi bruker derfor terminalverdi som en forenklet beregning av verdiskapningen til selskapet. Formelen vi bruker for å beregne terminalverdien til Reach er Gordons formel<sup>34</sup>, og er som følger (Kaldestad & Møller, 2016):

$$\frac{\text{Kontantstrøm}}{r - g} = \frac{\text{Fri kontantstrøm}_{2027}}{r_{WACC} - g}$$

Den predikerte vekstraten settes til 2% slik medianen av norske finansanalytikere gjør det ifølge PwC (2021).

$$\frac{119\,368}{8,05\% - 2\%} = 1\,973\,019$$

Terminalverdien for Reach blir utregnet til å være NOK 1 973 019.

### 9.1.2. Nåverdi av kontantstrømmer

Nåverdien av kontantstrømmene regnes som nevnt ut fra periodene 2022 til 2027 og diskonteres vha. WACC. Vi legger så til verdien av «evig drift» vi fant i form av terminalverdien og neddiskonterer også denne fra siste år til i dag. Diskonteringene blir utført halvveis inn året, da kontantstrømmen kommer jevnt gjennom året slik det er naturlig å forutsette.

---

<sup>34</sup> r = WACC, g = den predikerte vekstraten til selskapet

Vi vil også justere for netto finansiell gjeld, se vedlegg 12, og dermed komme over fra virksomhetsverdien, som er verdien av underliggende drift fratrukket netto finansiell gjeld, til verdien av egenkapitalen.

Forutsetninger i tabellen	
WACC	8,05 %
g (vekstfaktor)	2,00 %
Fri kontantstrøm 2027	119 368
Terminalverdi utregnet	1 973 019 ved hjelp av Gordons formel
Netto finansiell gjeld	163 520

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
År med diskontering	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5
Fri kontantstrøm fra drift	212 346	94 627	86 397	97 528	117 027	119 368
Terminalverdi						1 973 019
/ Diskonteringsfaktor	1,04	1,12	1,21	1,31	1,42	1,53
Nåverdi av kontantstrøm	594 678	204 283	84 251	71 193	74 378	82 599
Nåverdi av Terminalverdi	1 288 829					1 288 829
<b>= Virksomhetsverdi</b>	<b>1 883 506</b>					
- Netto finansiell gjeld	163 520					
<b>= Verdi egenkapital</b>	<b>1 719 986</b>					
Omregnet til NOK	1 719 986 026					
/ Antall aksjer	144 580 708					
<b>= Pris per aksje</b>	<b>11,90</b>					

Tabell 18 - Utregning av pris per aksje

Som tabell 18 viser er verdien vi kommer frem til per aksje gjennom fundamental verdsettelse NOK 11,90 per aksje. Her brukes antall aksjer på 144 580 708 aksjer per 31.12 oppgitt i årsrapporten (2022), som vi igjen fordeler verdien av egenkapitalen på, som gir oss verdi per aksje. Vi forutsetter at selskapet ikke vurderer noen form for utvanning ved å øke aksjeantallet i betydelig grad fremover, så antallet aksjer oppgitt regnes for å være anvendelig til verdivurderingsformål. I realiteten vil nok antallet aksjer øke noe gitt aksjeopsjoner og lignende til ansatte i bedriften.

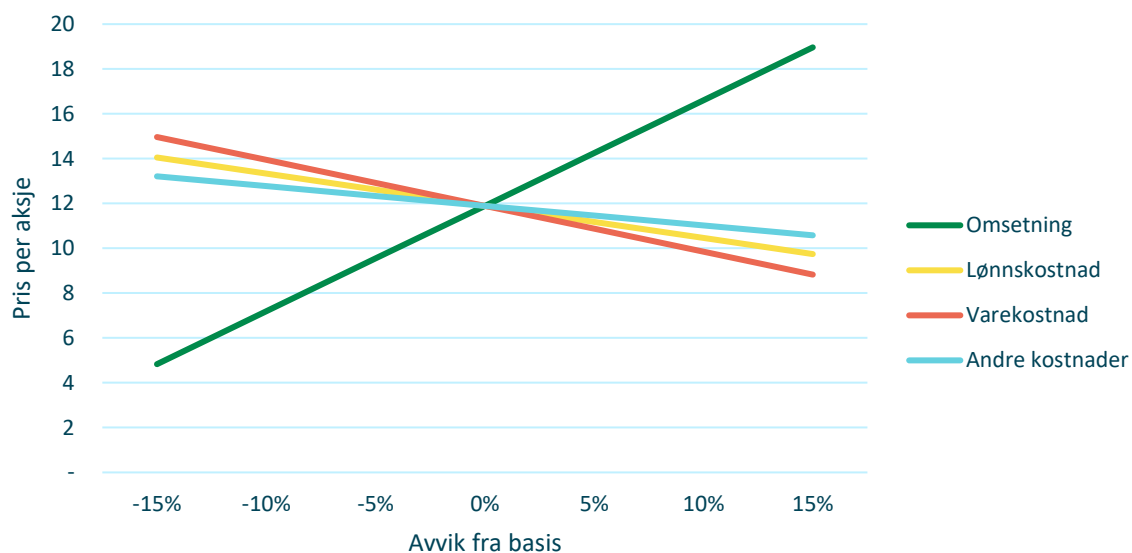
## 9.2. Sensitivitetsanalyser

Sensitivitetsanalyser blir utført for å kontrollere hvor sensitiv sluttverdien, som er pris per aksje, er for endringer i inndata i verdivurderingsmodellen. Dette kan være interessant for både verdivurderingsformål og for selskapet å utføre selv.

Endring fra basis	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %
Omsetning	612 324	648 343	684 362	720 381	756 400	792 419	828 438
<b>Pris per aksje</b>	<b>4,83</b>	<b>7,19</b>	<b>9,54</b>	<b>11,90</b>	<b>14,25</b>	<b>16,61</b>	<b>18,96</b>
Lønnskostnad	- 114 398	- 127 857	- 127 857	- 134 586	- 141 315	- 148 045	- 154 774
<b>Pris per aksje</b>	<b>14,05</b>	<b>13,33</b>	<b>12,61</b>	<b>11,90</b>	<b>11,18</b>	<b>10,46</b>	<b>9,74</b>
Varekostnad	- 171 451	- 181 536	- 191 622	- 201 707	- 211 792	- 221 878	- 231 963
<b>Pris per aksje</b>	<b>14,96</b>	<b>13,94</b>	<b>12,92</b>	<b>11,90</b>	<b>10,87</b>	<b>9,85</b>	<b>8,83</b>
Andre kostnader	- 73 496	- 77 819	- 82 143	- 86 466	- 90 789	- 95 113	- 99 436
<b>Pris per aksje</b>	<b>13,21</b>	<b>12,77</b>	<b>12,33</b>	<b>11,90</b>	<b>11,46</b>	<b>11,02</b>	<b>10,58</b>

Tabell 19 - Sensitivitetsanalyse med pris per aksje utregnet gjennom endring fra basis på inndata. Tabellen er utregnet vha. Hva-skjer-hvis i Excel. Avvik er i prosent fra basis, og omsetning er oppgitt som positiv mens kostnader er negative.

Tabell 19 gir forventet verdi per aksje på NOK 11,90 ved basisverdiene på postene omsetning, lønnskostnad, varekostnad og andre kostnader. I tabell 19 og figur 15 er endringene foretatt for det første prognoseåret 2022. Endringene vil derfor påvirke både prognose-perioden og terminalverdien.



Figur 15 - Stjernediagram for sensitivitetsanalyse

Figur 15 blir utledet av tabell 19 og viser mer oversiktlig hvilken av valgte inndata-faktorer som har størst påvirkning på fremtidig aksjekurs. Det må være rimelig å tolke at omsetning, muligens som forventet, har klart størst påvirkning på kursen da de fleste andre utgifter blir utledet med omsetningstall som basis.



		Terminalverdi							
		-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	
<b>11,90</b>		1 438 331	1 598 145	1 775 717	1 973 019	2 170 321	2 387 353	2 626 088	
WACC	-3 %	5,05 %	10,87	11,71	12,65	13,69	14,73	15,88	17,14
	-2 %	6,05 %	10,38	11,18	12,07	13,06	14,05	15,13	16,33
	-1 %	7,05 %	9,92	10,68	11,52	12,46	13,40	14,43	15,57
	0 %	8,05 %	9,48	10,20	11,00	11,90	12,79	13,77	14,85
	1 %	9,05 %	9,07	9,75	10,52	11,36	12,21	13,14	14,17
	2 %	10,05 %	8,68	9,33	10,06	10,86	11,67	12,55	13,53
	3 %	11,05 %	8,31	8,93	9,62	10,39	11,15	12,00	12,92

Tabell 20 - Sensitivitetsanalyse med avvik i WACC og Terminalverdi, som gir utregnet verdi per aksje i Reach. Tabellen er utregnet vha. Hva-skjer-hvis i Excel. Avvik i WACC er prosentpoeng, mens avvik i Terminalverdi er prosent.

Tabell 20 og 21 gjelder terminalverdien hhv. direkte, og indirekte via vekstraten benyttet i Gordons formel.

Som vi ser av tabell 20 får vi som forventet samme kurs/verdi per aksje på NOK 11,90 ved et avvik på 0% fra normalverdier på Terminalverdi og WACC. Tabellene leses slik at forutsetningene i tabell 18 endres på, slik at pris per aksje regnes ut på nytt med nye forutsetninger.

		Vekstrate							
		-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %	
<b>11,90</b>		-1,0 %	0,0 %	1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	
WACC	-3 %	5,05 %	13,69	15,75	18,83	23,93	34,00	63,25	1262,58
	-2 %	6,05 %	11,66	13,06	15,01	17,94	22,77	32,33	60,10
	-1 %	7,05 %	10,13	11,13	12,46	14,32	17,09	21,69	30,77
	0 %	8,05 %	8,94	9,68	10,63	11,90	13,66	16,30	20,66
	1 %	9,05 %	7,99	8,56	9,26	10,16	11,36	13,04	15,55
	2 %	10,05 %	7,21	7,65	8,19	8,86	9,72	10,86	12,46
	3 %	11,05 %	6,57	6,92	7,33	7,84	8,48	9,30	10,39

Tabell 21 - Sensitivitetsanalyse med avvik i WACC og vekstrate benyttet for å regne ut verdi per aksje. Tabellen er utregnet vha. Hva-skjer-hvis i Excel. Avvik både i WACC og Vekstrate er i prosentpoeng

Tabell 21 gir også som forventet NOK 11,90 i verdi per aksje ved standard vekstrate og WACC. Vekstrate i tabellen er vekstraten benyttet i utregning av terminalverdi til Gordons formel, og viser derfor på flere måter det samme som tabellen over, men viser på en mer oversiktlig måte hvordan prosentvise endringer på lang sikt vil påvirke utregnet verdi per aksje med større kraft enn den kortsiktige endringen i terminalverdi i tabell 20.

Slik vi vurderer sensitivitetsanalysene, virker spennet mellom NOK 7-20 å være et realistisk intervall for verdi per aksje gitt forutsetningene vi har tatt i oppgaven.

### 9.3. Rabatter og premier

Vi forutsetter som nevnt under avgrensingene at vi skal kjøpe aksjer hvor de er tilgjengelige, altså over børs. Vi kjøper ikke en kontrollerende del av selskapet, og får derfor ikke synergieffekter og lignende som kan forskyve vår verdivurdering, og eventuell vurdering bør sees på som kjøp av en «marginal post» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 278).

Handelsvolumet for aksjer i Reach Subsea ASA på Oslo Børs (OSE) er ifølge Euronext sjelden over 25 000 kr i snitt per dag (2022). Ut av en total daglig handel på over 600 millioner per dag i snitt (Euronext c, 2022) på OSE, skulle handelen derfor tilsi at selskapet bør ha en likviditetsrabatt grunnet lite handel. Selskapet utgjør kun 0,06% av Oslo Børs Energy Indeks<sup>35</sup> (2022) og må derfor også kunne klassifiseres som småselskap, slik vi også antok i kapittel 8.2. Kaldestad og Møller mener at mindre børsnoterte selskaper der det er liten omsetning av aksjer, eksempelvis fordi store aksjeposter holdes av langsiktige investorer og derfor ikke omsettes, skal ha en likviditetsrabatt (Verdivurdering, 2016).

Ved verdsettelse av selskapet er det en viktig debatt om rabatter skal anvendes på elementer i kontantstrømmen, i avkastningskravet eller direkte i aksjeverdien (Kaldestad & Møller, 2016).

PwC sin undersøkelse (2021) viser at norske finansanalytikere mener at eierstruktur bør påvirke avkastningskravet. Vi velger derimot heller å følge Kaldestad og Møller sin logikk om at ved å anvende en prosentsats på sluttverdien av egenkapitalverdien, enklere kan forklare hvordan og hvorfor vi faktisk har anvendt en rabatt. Basert på at undersøkelsen som viser at 68% av finansanalytikere mener at eierstruktur påvirker avkastningskravet, og med North Energy AS som eier av 31,82% av selskapet per 31.12.2021 (Reach Subsea ASA, 2021), velger vi derfor å anvende 10% som eierrabatt på utregnet aksjekurs.

Samme undersøkelse mener også at det bør benyttes et risikopåslag i avkastningskravet for småselskap. Vi velger derfor å anvende en småselskapspremie på 10%.

Begge rabattene blir lagt til for å anerkjenne at det nok *bør* være en rabatt, men at det også er vanskelig å stadfeste nøyaktig hva den skal være. Vi foretar en enkel summering av rabatt

---

<sup>35</sup> OBX ENERGY GR kontrollert 26.04.2022

fra likviditets- og småselskapspremie ved 10% + 10% = 20%, og vil anvende dette som rabatt ved å gange verdivurderingen med (100%-20%) 0,8.

Endelig verdivurdering ved fundamental verdsettelse blir derfor verdien utregnet fra den fundamentale verdsettelsen multiplisert med rabatten:

$$11,90 * 0,8 = 9,52$$

## 10. Komparativ verdsettelse

Reach Subsea har konkurrenter innenfor sitt segment som vi klassifiserer som leverandører av undervannstjenester støttet av undervannsfarkoster. DOF ASA, TechnipFMC og Subsea 7 er representative selskaper med tanke på at de opererer i samme bransje. Forhold som gjør de mindre relevante for sammenligning, er at de har en betydelig større omsetning og en annen produktmiks. I tillegg til å tilby undervannstjenester i flere segmenter, eier og opererer konkurrentene flerbruksfartøy. Dette kan gjøre disse selskapene mindre egnet som referanseselskaper på grunn en annen forventet driftsrentabilitet og avkastningskrav følge av direkte eierskap i offshorefartøy.

Gitt at Reach ikke forplikter seg til lange befraktningsavtaler vil de være bedre beskyttet enn rederiene gjennom en nedgangskonjunktur, noe som igjen kan påvirke avkastningskravet. Reach eier ikke fartøy og de balanseførte varige driftsmidler er i all hovedsak eide og leasede ROV-systemer. 75,5 millioner av de balanseførte 90,1 millioner i 2020 var knyttet til ROV-systemer (Reach Subsea ASA, 2021).

Noen segmenter innenfor undervannstjenester krever mer spesialisert utstyr, utstyr som kanskje bare er relevant for enkelte kundegrupper eller operasjoner som er mer konjunktursensitive enn andre. Noe av dette utstyret kan ha en mer begrenset annenhåndsverdi eller er vanskeligere å omsette brukt, enn for eksempel alminnelige undervannsfarkoster. Dette kan påvirke avkastningskravet og kan gjøre substansverdimetoden for verdsetting mindre relevant.

Reach har ifølge årsberetningen 2020 gjennomført nedskrivningstester og sensitivitsanalyser for ROV-er de eier og leaser. Nedskrivningstester viser at de bokførte verdiene 2020 er lavere

en realiserbare verdier. Valg av avskrivningsprofil kan påvirke multiplene vi har gjennomgått i kapittel 4. P/B-ratio er et eksempel på dette (Kaldestad & Møller, 2016). Andre balanseorienterte multipler vil følgelig få tilsvarende utfordring.

I 2015 og påfølgende år var det mange konkurser i bransjen, og det ble foretatt flere oppkjøp av ROV-utstyr. (Foxwell, 2017; Offshore Engineer, 2018)

Dette viser at selv i nedgangstider er det fortsatt noe likviditet i markedet, som muliggjør avhending av både små og store beholdninger med ROV-systemer.

Substansverdimetoden kan på bakgrunn av at det finnes et fungerende marked for eiendelene være en aktuell verdsettelsesmetode. Vi har imidlertid ikke tilgang til konkret informasjon om ROV-systemene til Reach, noe som er en forutsetning for å kunne anslå verdier.

Komparativ verdsettelse baseres på følgende nøkkeltall for komparative selskaper.

	MNOK	MUSD	MUSD	MNOK
<b>2021</b>	<b>DOF</b>	<b>Subsea 7</b>	<b>TechnipFMC</b>	<b>Reach</b>
Markedsverdi	332	2730	3409	593
Driftsinntekter	6356	5010	6404	687
EBITDA	2078	521	788	319
EBIT	636	31	94	72
Rentebærende gjeld	18601	638	1779	164
Kontanter	1797	598	1327	149
Resultat etter skatt	-630	20	366	94
Total kapital	18951	6297	10172	747

Tabell 22 - Nøkkeltall for komparative selskaper

### 10.1. Price/Earnings

Denne metoden analyserer forholdet mellom egenkapitalens markedsverdi og resultat etter skatt. Markedsverdi av egenkapital er antall aksjer multiplisert med aksjekurs.

$$\frac{Price_{TechnipFMC}}{Earnings_{TechnipFMC}} = \frac{Markedsverdi\ av\ egenkapital}{Resultat\ etter\ skatt} = \frac{3409}{366} = 9,32$$

For å gi en indikasjon på Reach Subsea sin markedsverdi kan en benytte P/E multiplikator for

sammenlignbare selskaper og multiplisere med resultatet til Reach.

Bransje	Price/Earnings
DOF ASA	-0,53
Subsea 7	136,48
TechnipFMC	9,32
Reach Subsea ASA	6,31
Gjennomsnitt	37,89
Median	7,81

Tabell 23 - Price/Earnings multiplikator for komparative selskap

$$Selskapsverdi_{REACH} = \frac{Price}{Earnings_{Bransje}} \cdot Earnings_{REACH} = 7,81 \cdot 94 = 734 \text{ MNOK}$$

Reach Subsea ASA	Price/Earnings
Antall Aksjer	144 580 708
Earnings	94
Markedsverdi EK	734
<b>Aksjeverdi per aksje</b>	<b>5,08</b>

Tabell 24 - Aksjeverdi Reach Subsea ASA basert på median Price/Earnings multiplikator for komparative selskap

## 10.2. EV/EBITDA

Forholdet mellom Enterprise Value og driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger.

$$\frac{EV_{TechnipFMC}}{EBITDA_{TechnipFMC}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}} = \frac{3409+1779-1327}{788} = 4,90$$

Bransjens EV/EBITDA gjennomsnitt:

Bransje	EV/EBITDA
DOF ASA	8,25
Subsea 7 SA	5,32
TechnipFMC	4,90
Reach Subsea ASA	1,91
Gjennomsnitt	5,09
Median	5,11

Tabell 25 - EV/EBITDA multiplikator for komparative selskap

$$Selskapsverdi_{REACH} = \frac{EV}{EBITDA_{Bransje}} \cdot EBITDA_{REACH} = 5,11 \cdot 319 = \text{MNOK } 1\,629$$

Aksjeverdi ved bruk av EV/EBITDA multiplikator:

Reach Subsea ASA	EV/EBITDA
Antall Aksjer	144 580 708
EBITDA	319
Selskapsverdi	1 629
- rentebærende gjeld	164
+ Kontanter	149
= Markedsverdi EK	1 614
<b>Aksjeverdi per aksje</b>	<b>11,17</b>

Tabell 26 - Aksjeverdi Reach Subsea ASA basert på median EV/EBITDA multiplikator for komparative selskap

### 10.3. EV/EBIT

Forholdet mellom Enterprise Value og Driftsresultat

$$\frac{EV_{TechnipFMC}}{EBIT_{TechnipFMC}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}} = \frac{3409+1779-1327}{94} = 41,08$$

Bransjens EV/EBIT gjennomsnitt

Bransje	EV/EBIT
DOF ASA	26,94
Subsea 7 SA	89,34
TechnipFMC	41,08
Reach Subsea ASA	8,39
Gjennomsnitt	41,44
Median	34,01

Tabell 27 - EV/EBIT multiplikator for komparative selskap

$$Selskapsverdi_{REACH} = \frac{EV}{EBIT_{Bransje}} \cdot EBIT_{REACH} = 34,01 \cdot 72 = \text{MNOK } 2\,449$$

Aksjeverdi ved bruk av EV/EBIT multiplikator:

Reach Subsea ASA	EV/EBIT
Antall Aksjer	144 580 708
EBIT	72
Selskapsverdi	2 449
- rentebærende gjeld	164
+ Kontanter	149
= Markedsverdi EK	2 434
<b>Aksjeverdi per aksje</b>	<b>16,83</b>

Tabell 28 - Aksjeverdi Reach Subsea ASA basert på median EV/EBIT multiplikator for komparative selskap

## 10.4. EV/Sales

Forholdet mellom Enterprise Value og salgsinntekter

$$\frac{EV_{\text{TechnipFMC}}}{\text{Sales}_{\text{TechnipFMC}}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Salgsinntekter}} = \frac{3409 + 1779 - 1327}{6404} = 0,60$$

Bransjens EV/Sales gjennomsnitt

Bransje	EV/Sales
DOF ASA	2,70
Subsea 7	0,55
TechnipFMC	0,60
Reach Subsea ASA	0,89
Gjennomsnitt	1,18
Median	0,74

Tabell 29 - EV/Sales multiplikator for komparative selskap

$$\text{Selskapsverdi}_{\text{REACH}} = \frac{EV}{\text{Sales}_{\text{Bransje}}} \cdot \text{Sales}_{\text{REACH}} = 0,74 \cdot 687 = \text{MNOK } 511$$

Aksjeverdi ved bruk av EV/Sales multiplikator

Reach Subsea ASA	EV/Sales
Antall Aksjer	144 580 708
Sales (Driftsinntekter)	687
Selskapsverdi	511
- rentebærende gjeld	164
+ Kontanter	149
= Markedsverdi EK	496
<b>Aksjeverdi per aksje</b>	<b>3,43</b>

Tabell 30 - Aksjeverdi Reach Subsea ASA basert på median EV/Sales multiplikator for komparative selskap

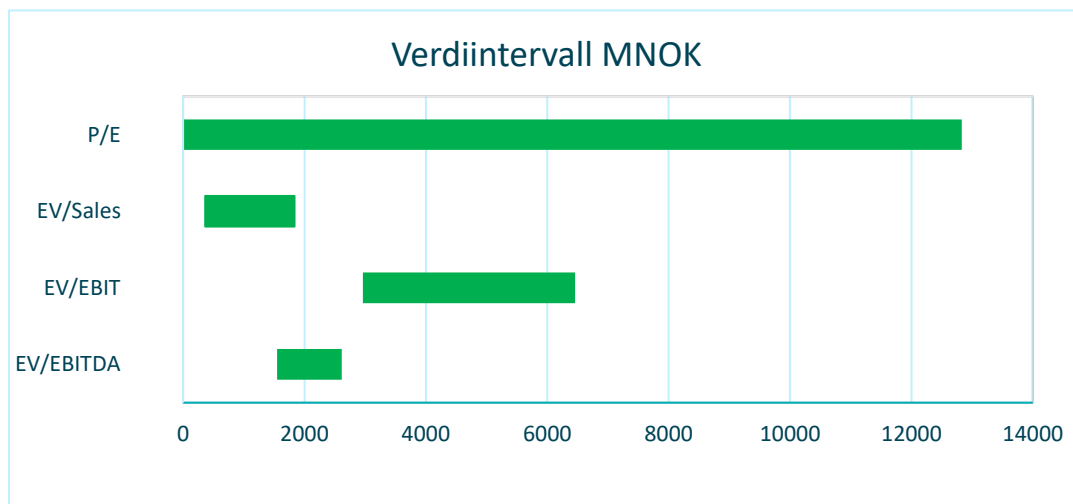
## 10.5. Oppsummering komparativ verdsettelse

Multipel	DOF	SS7	TechnipFMC	Gjennomsnitt
P/E	-0,53	136,48	9,32	48,42
EV/Sales	2,70	0,55	0,60	1,28
EV/EBIT	26,94	89,34	41,08	52,46
EV/EBITDA	8,25	5,32	4,90	6,15

Tabell 31 - Sammendrag beregnede multipler for komparative selskaper

Verdiintervall MNOK	DOF	SS7	TechnipFMC	Gjennomsnitt
P/E	-49	12829	876	4552
EV/Sales	1836	365	399	867
EV/EBIT	1937	6459	2962	3786
EV/EBITDA	2615	1680	1548	1947

Tabell 32 - Verdiintervall basert på multiplikatorer fra komparative selskaper



Figur 16 - Verdiintervall basert på multiplikatorer fra komparative selskaper

Selskapene vi har brukt i sammenligningen er ikke sammenlignbare med tanke på størrelse og lønnsomhet, noe som fører til varierte og usikre estimat. For å ta noe høyde for ekstreme verdier som det kommer frem i verdiintervallet, er medianen av multiplene benyttet.

Ved bruk av de fire valgte verdsettelsesmetodene fremkommer det fire forskjellige estimat på aksjeverdi. Vi benytter gjennomsnitt av disse verdiene i estimat for aksjeverdi.

$$Aksjeverdi_{REACH} = \frac{(5,08 + 3,43 + 16,83 + 11,17)}{4} = NOK 9,13$$

Aksjepris basert på komparativ verdsettelsesmetode settes til NOK 9,13 pr aksje.

(Reach Subsea ASA, 2021; DOF Subsea, 2021; TechnipFMC plc, 2022; Subsea 7, 2021)



## 11. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å komme frem til et verdiestimat av Reach Subsea ASA, uttrykt ved NOK per aksje 31.12.2021. For å verdsette Reach introduserte vi først selskapet og bransjen. Deretter utførte vi en strategisk analyse av selskapet og bransjen for å se mulighetene Reach har for å generere vekst i markedet. Til slutt anvendte vi verdsettelsesmetodene for å estimere selskapets verdi. Verdivurderingen tar utgangspunkt i et «base case» scenario, som nevnt i introduksjonen til kapittel 7.

Den første metoden vi anvendte var fundamental verdsettelse. Gjennom denne metoden fokuserte vi nøye på Reach sin plassering i bransjen og selskapets evne til å generere vekst gjennom en strategisk analyse. Den strategiske analysen, sammen med selskapets historiske vekst, ble brukt som grunnlag når vi konkluderte med forventet fremtidig vekst.

Resultatet fra den strategiske analysen viste at Subsea Services bransjen er en moderat attraktiv bransje å konkurrere i. Ved å utføre en VRIO-analyse av Reach kom vi frem til at selskapet har flere ressurser som er verdifulle for dem, men at de ikke vil gi et særegent konkurransefortrinn. PESTEL-analysen viser at det både finnes muligheter og trusler i bransjen som vil kunne påvirke Reach sin vekst i markedet.

Den andre metoden vi brukte var komparativ verdsettelse. Her verdsatte vi Reach basert på flere nøkkeltall fra andre aktører i bransjen. Her støtte vi derimot på flere problemer relatert til å finne sammenlignbare bedrifter og nøkkeltall. Siden flere av multiplene var svært varierte valgte vi å løse dette problemet med å heller benytte oss av median enn gjennomsnitt. Ved å bruke median kunne vi utelukke ekstremverdier som ellers ga oss urealistiske gjennomsnitt.

Verdivurderingen fra kapittel 9, fundamental verdsettelse, etter fratrukk av rabatter og premier, ble anslått til NOK 9,52 per aksje. Verdivurderingen fra kapittel 10, komparativ verdsettelse, ble anslått til NOK 9,13 per aksje.

Som nevnt underveis i oppgaven vil den endelige verdivurderingen vektet 2/3 fundamental metode og 1/3 komparativ metode. Bakgrunnen for denne vektingen er at den fundamentale metoden er mer spesifikt rettet mot Reach, mens den komparative

verdsettelsen reelt sett er mindre selskapsspesifikk.

Den endelige verdivurderingen vi konkluderer med blir derfor:

$$\left(\frac{2}{3}\right) * \textit{Fundamental verdi} + \left(\frac{1}{3}\right) * \textit{Komparativ verdi} = \textit{Verdi EK}$$

$$\left(\frac{2}{3}\right) * 9,52 + \left(\frac{1}{3}\right) * 9,13 = \mathbf{9,39}$$

Børskursen til Reach per 31.12.2021 stengte på NOK 3,04 (Euronext a, 2022).

### 11.1. Rimelighetsvurdering av verdi

Vi har etter beste evne forsøkt å unngå følgefeil i Excel frem til punktet for estimering av fremtidig kontantstrøm. Sannsynligheten for målefeil i regnskapet til Reach etter gjennomgang av revisor bør anses som nokså lavt. Metodefeil er også en mulighet, men vi anser fremgangsmåtene vi anvender for å være robuste. Eventuelle feilkilder rundt regnskapstallene vil derfor ligge i hvordan vi tolker og anvender disse, som kan gi følgefeil fra vår side. Vi anerkjenner at på grunn av den menneskelige egenskapen til å overvurdere sannsynligheten for å lykkes, vil verdiene vi har kommet frem til heller være for høye enn for lave (Kaldestad & Møller, 2016). Jevnt over har vi høyere inntekter og lavere kostnader enn selskapets historiske tall. Dette skyldes, som nevnt tidligere, endringer i hvordan selskapets kostnader bokføres. Dette har gjort det vanskelig å sammenligne regnskapstallene fra alle årene i analyseperioden.

Vi anvender en WACC på 8,05% som vi anser som rimelig sammenlignet med at Reach selv benytter WACC på 9% (Reach Subsea ASA, 2022). En endring i WACC fra 8,05% til 9% ville resultert i en endelig verdivurdering på NOK 8,50.

Både gjeld og varige driftsmidler i balansen har nok reelt sett for lave verdier, og vi antar at dette er grunnet svakhetene ved balansetallene som øyeblikksbilder per 31.12 hvert år. Vi anerkjenner at en avkastning på investert kapital (ROIC) på rundt 30% kan være for optimistisk, målt opp mot avkastningen i analyseperioden på 12%. Som nevnt i kapittel 7.6. ble ikke den frie kontantstrømmen fra 6.5.8. videreført i fremtidig kontantstrøm. Dette er

nok hovedgrunnen til fallet i «cash conversion» fra et snitt på 70% til 30% i 2027E.

Forutsetningen om ingen utbetalte utbytter fra kapittel 7.8. fører også til at posten finansielle eiendeler og bankinnskudd bygger seg opp. Dette er en forenkling som kan føre til for høye verdier mot sammenlignbare selskaper. Vi bruker også resten av den kortsiktige gjelden, som ikke er kundefordringer, til å jevne ut forskjeller i balansen. Vi antar at dette er en feilkilde som stammer fra måten vi har endret på investeringer og gjeldsbetalinger.

I tabell 33 har vi valgt å anvende multiplene vi fant i vår egen komparative analyse med verdiene vi utregnet i prognoseperioden for Reach. Resultatet viser at snitt pris per aksje i 2022E ligger 14% over vår endelige verdivurdering for 2021. Vi antar derfor at multiplene vi har brukt, samt prognosene for fremtidig vekst, er rimelige for verdivurderingen av selskapet.

Pris per aksje	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EV/EBITDA	10,94	12,44	13,96	15,63	16,61	17,60
EV/EBIT	24,45	27,59	31,03	34,77	35,49	36,22
EV/Sales	2,56	2,82	3,09	3,39	3,48	3,57
P/E	4,74	5,14	4,78	5,47	5,60	5,73
<b>Snitt pris per aksje</b>	<b>10,67</b>	<b>12,00</b>	<b>13,21</b>	<b>14,81</b>	<b>15,29</b>	<b>15,78</b>

Tabell 33 - Kontroll mot tall fra komparativ verdsettelse – se vedlegg 12

I kapittel 7.4. fordelte vi de implisitte investeringene inn i normalinvesteringer for å kunne opprettholde kapasitetsnivået og utføre nye kapasitetsinvesteringer for å øke selskapets kapasitet i takt med omsetningsvekst. Måten vi gjorde dette på var å forutsette at selskapet reinvesterte en sum tilsvarende avskrivninger oppjustert for vekst i omsetning. Justeringen som er gjort virker rimelig, da verdien til den fundamentale verdsettelsen hadde blitt urimelig høy grunnet for høy fri kontantstrøm. Dette ville igjen gitt en urimelig verdi på endelig verdivurdering.

Som tidligere nevnt mener vi at selskapet er underanalysert, og vi har ikke greid å finne noen analytikere som dekker selskapet. Vi skulle tatt kontakt med Reach tidligere for å oppklare tall. Har i ettertid sett at dette er en krevende problemstilling og vi har støtt på flere problemer. Ved videre arbeid med verdsettelse av Reach, ville neste steg vært å ta kontakt med kompetente personer innad i selskapet for å oppklare litt mer rundt nevnt problematikk.

## Bibliografi

- Abrenna. (2018, desember 17). *EnerWe*. Hentet fra <https://enerwe.no/hva-er-de-ti-oljebud/166167>
- Achilles. (u.d.). *Achilles*. Hentet fra Om oss: <https://www.achilles.com/no/om-oss/var-historie/>
- Andersen, I. (2014, august 27). *TU*. Hentet fra <https://www.tu.no/artikler/industri-na-skal-subseaindustrien-standardiseres/230442>
- Basso, M. N., Hernes, S., Albertsen, M., Erraia, J., Fjose, S., & Jakobsen, E. (2021). *EKSPORTMELDINGEN 2021*. Oslo: Menon Economics. Hentet fra <https://www.menon.no/wp-content/uploads/2021-58-Eksportmeldingen-2021.pdf>
- Bisnode. (u.d.). *Soliditet*. Hentet fra <https://www.soliditet.no/dokumenter/nokkeltall.pdf>
- Bryhni, I. (2022, Januar 4). Hentet fra <https://snl.no/oljeselskap>
- Bøhren, Ø., & Gjærum, P. I. (2019). *Finans: innføring i investering og finansiering*. Fagbokforlaget.
- Collabor8. (u.d.). *Collabor8*. Hentet fra Services: <https://collabor8.no/services/magnet-jqs/>
- Damodaran, A. (2000). *Damodaran*. Hentet fra Estimating a synthetic rating and cost of debt: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/valquestions/syntrating.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/syntrating.htm)
- DOF Subsea. (2021). *Integrated Annual Report 2021*. Hentet fra <https://www.dofsubsea.com/media/1553/dof-subsea-integrated-annual-report-2021.pdf>
- e24. (2022, april 26). *e24 børs*. Hentet fra <https://bors.e24.no/#!/instrument/REACH.OSE>
- Euronext a. (2022, 04 22). *REACH SUBSEA euronext*. Hentet fra REACH SUBSEA euronext: <https://live.euronext.com/en/product/equities/NO0003117202-XOSL>
- Euronext b. (2022, 04 22). *OSLO Energy Index euronext*. Hentet fra OSLO Energy Index euronext: <https://live.euronext.com/en/product/indices/NO0010580590-XOSL>

- Euronext c. (2022, 04 22). *statistics*. Hentet fra statistics:  
<https://live.euronext.com/nb/resources/statistics>
- Foxwell, D. (2017, Desember 21). *ROVOP picks up ROVs from Tidewater and adds to US offering*. Hentet fra Riviera: <https://www.rivieramm.com/news-content-hub/news-content-hub/rovop-picks-up-rovs-from-tidewater-and-adds-to-us-offering-26159>
- Gjerde, K. Ø. (u.d.). Hentet fra Oljebyen Stavanger:  
<https://www.norskolje.museum.no/forside/kunnskap/publikasjoner/artikler/oljebyen-stavanger/>
- Haugesund Rederiforening. (u.d.). Hentet fra <https://haugesundrederiforening.no>
- Hull, J. C. (2022). *Options, futures and other derivatives*. Pearson.
- IMCA. (2018, Januar). ROV Personnel & Vehicle Statistics 2017. Hentet fra  
<https://imcaweb.blob.core.windows.net/wp-uploads/2018/01/IMCA-Download-14401-2017-ROV-statistics.pdf>
- Iversen, A. (2016, Juni 28). *Fjernstyrt uten en tråd*. Hentet fra FFU:  
<https://www.ffu.no/artikkelside/fjernstyrt-uten-en-traad/>
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., & Patrick, R. (2017). *Exploring Strategy*. Pearson.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. Fagbokforlaget.
- Kongsnes, E. (2012, april 11). *Aftenbladet*. Hentet fra Energi:  
<https://www.aftenbladet.no/aenergi/i/plGL1/subsea-7-tvinges-til-oslo>
- Kotler, P., & Keller, K. L. (2017). *Markedsføringsledelse*. Gyldendal.
- Langli, J. C. (2018). *Fra bilag til bruk*. Gyldendal.
- Langli, J. C. (2020). *Årsregnskapet*. Gyldendal.
- Mellbye, C. S. (2015). *Petromaritim næring i Haugesundregionen*. Menon Business Economics. Hentet fra <http://fakta-bank.no/content/uploads/2017/02/Fremtidsutsikter-petromaritim-naering-notat-Menon.pdf>

Merill. (u.d.). *Merilledge*. Hentet fra <https://www.merrilledge.com/article/company-size-why-market-capitalization-matters-ose>

MMT Sweden AB. (2014, April 02). *Joint Venture with Reach Subsea*. Hentet fra MMT: <https://www.mmt.se/news-media/news/joint-venture-with-reach-subsea/>

Nergaard, A. (u.d.). *fjernstyrt undervannsfartøy*. Hentet April 25, 2022 fra Store Norske Leksikon: [https://snl.no/fjernstyrt\\_undervannsfart%C3%B8y](https://snl.no/fjernstyrt_undervannsfart%C3%B8y)

NHO. (u.d.). *NHO*. Hentet fra Skatter og avgifter: <https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>

Norges Bank. (2022, Mai). *Norges Bank*. Hentet fra Kurser og renter - statsgjeld: <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/statsgjeld-lan/?tab=all>

Norsk Petroleum. (2021, Juli 8). Hentet fra <https://www.norskpetroleum.no/okonomi/arbeidsplasser/>

NTB Nyhetsbyrå. (2020, mai 28). *EnerWe*. Hentet fra <https://enerwe.no/nedbemannning-ntb-oljebransjen/subsea-7-kutter-3000-ansatte/369760>

Offshore Engineer. (2018, Oktober 22). *ROVOP Acquires M2 Subsea's ROV Fleet*. Hentet fra Offshore Engineer: <https://www.oedigital.com/news/442921-rovop-acquires-m2-subsea-s-rov-fleet>

Parr, O. S. (2022, Februar 17). *Wilhelmsen tar stort jafs av Reach Subsea*. Hentet fra Finansavisen: <https://finansavisen.no/nyheter/oljeservice/2022/02/17/7822260/wilhelmsen-tar-21-prosent-av-reach-subsea>

PwC. (2021, Desember). *PwC*. Hentet fra Risikopremie i det norske markedet: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

Reach Subsea AS. (2019). *Årsberetning 2018 Reach Subsea AS*.

Reach Subsea AS. (2021). *Åreberetning 2020 Reach Subsea*.

Reach Subsea ASA. (u.d.). Hentet fra Surveyor Interceptor: <https://reachsubsea.no/assets/surveyor-interceptor/>

- Reach Subsea ASA. (2013). *Annual Report 2013*. Hentet fra Investors:  
<https://reachsubsea.no/investors/financial-reports/>
- Reach Subsea ASA. (2014). *Q4 2013 Reach Subsea ASA - Konsernrapport kvartal*. Hentet fra  
<https://reachsubsea.no/wp-content/uploads/2021/01/4Q2013-REACH-SUBSEA-ASA.pdf>
- Reach Subsea ASA. (2015, Juni 30). *NewsWeb*. Hentet fra Oslo Børs:  
<https://newsweb.oslobors.no/message/381322>
- Reach Subsea ASA. (2017a, Februar 23). *Prospectus REACH SUBSEA ASA*. Haugesund. Hentet fra  
[https://reachsubsea.no/wp-content/uploads/2021/01/Reach-Subsea-ASA\\_prospectus\\_2017-02.pdf](https://reachsubsea.no/wp-content/uploads/2021/01/Reach-Subsea-ASA_prospectus_2017-02.pdf)
- Reach Subsea ASA. (2017b). *Q6 2016 Quarterly Consolidated Report*. Haugesund. Hentet fra  
<https://reachsubsea.no/wp-content/uploads/2021/01/4Q2016-REACHSUBSEAASA.pdf>
- Reach Subsea ASA. (2021). *Annual report 2020*. Haugesund. Hentet fra  
<https://reachsubsea.no/wp-content/uploads/2021/03/Reach-Subsea-ASA-Group-Annual-Report-2020.pdf>
- Reach Subsea ASA. (2022). *Annual report 2021*. Haugesund: Reach Subsea.
- Rystad Energy. (2021). *Internasjonal omsetning fra norske oljeserviceselskaper*. Hentet fra  
[https://www.regjeringen.no/contentassets/d8415e1fbab841af96f5b65f526e3292/20211122-rystad-energy\\_internasjonal-omsetning\\_offentlig-rapport-2021.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/d8415e1fbab841af96f5b65f526e3292/20211122-rystad-energy_internasjonal-omsetning_offentlig-rapport-2021.pdf)
- Solheim, B., & Winther, T. (2019). *Driftsregnskap og budsjettering*. Gyldendal.
- Standard. (u.d.). Hentet fra <https://www.standard.no/pagefiles/978/u-102r1.pdf>
- Statistisk Sentralbyrå. (u.d.). Hentet fra Begreper i nasjonalregnskapet:  
[https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/begreper-i-nasjonalregnskapet#Ikkefinansielle\\_foretak](https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/begreper-i-nasjonalregnskapet#Ikkefinansielle_foretak)
- Statistisk Sentralbyrå. (2022, April 28). Hentet fra Regnskap for ikke-finansielle aksjeselskaper: <https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/regnskap/statistikk/regnskap-for-ikke-finansielle-aksjeselskaper>

Subsea 7. (2021). *Annual Report 2021*. Hentet fra Investors:

<https://www.subsea7.com/content/dam/subsea7-corporate2018/annual-report-2021/2021-oar/documents/2021-Annual-Report.pdf>

TechnipFMC plc. (2022). *U.K. Annual Report and Accounts for the year ended December 31,*

*2021*. Hentet fra <https://www.technipfmc.com/media/a5jfaew0/technipfmc-uk-annual-report-2021.pdf>

Tho, E. (2012, November 01). Bygger opp nytt undervannsselskap. *Haugesunds Avis*. Hentet

fra Haugesunds Avis: <https://www.h-avis.no/haugesund/siste-nytt/nyheter/bygger-opp-nytt-undervannsselskap/s/2-2.921-1.7609135>

Trading Economics. (u.d.). *Trading economics*. Hentet fra

<https://no.tradingeconomics.com/norway/government-bond-yield>

Yahoo Finance. (2022, april 26). *Yahoo Finance*. Hentet fra

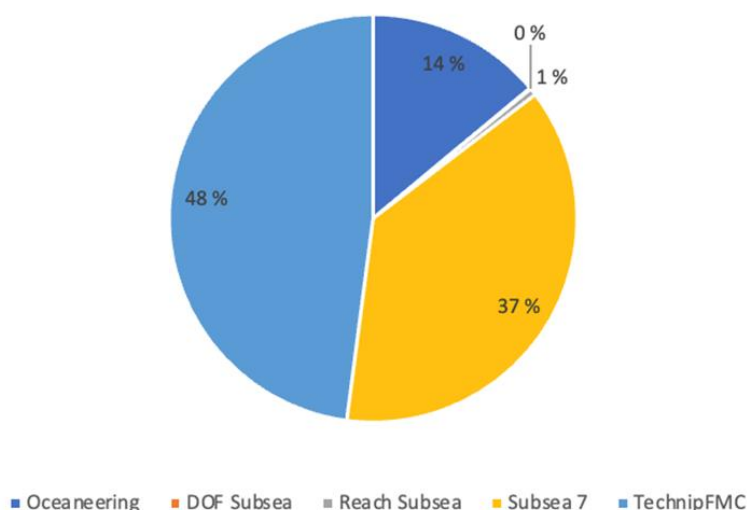
<https://finance.yahoo.com/quote/REACH.OL/>



## VEDLEGG

### Vedlegg 1 «Bransjens totale driftsinntekter fordelt etter selskap»

Driftsinntekter i MRD. NOK



### Vedlegg 2 «Profit and Loss»

Profit & Loss							
Continuing operations	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Revenues	634 369	327 493	360 155	675 265	508 337	618 870	673 253
Other income/losses	-	-	-	-	194	9 160	13 347
<b>Operating income, in total</b>	<b>634 369</b>	<b>327 493</b>	<b>360 155</b>	<b>675 265</b>	<b>508 531</b>	<b>628 030</b>	<b>686 600</b>
<b>Operating Expenses (tall er negative)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Cost of sales	- 29 089	-	-	-	-	-	-
Cost of materials and goods	-	- 43 951	-	-	-	-	-
Procurement expenses	-	-	- 206 676	- 243 109	- 184 140	- 169 972	- 158 633
Depreciation	- 23 030	- 24 814	- 25 719	- 245 855	- 187 728	- 208 386	- 239 807
Impairment	-	-	-	-	-	- 7 505	-
Amortized termination fee	-	-	- 28 471	- 33 000	-	-	-
Employee expenses	- 53 884	- 68 428	-	-	-	-	-
Personnel expenses	-	-	- 81 512	- 98 417	- 90 552	- 111 422	- 122 374
Other operating expenses	- 517 008	- 204 580	- 45 264	- 58 869	- 62 433	- 79 429	- 86 722
Operating cost, in total	- 623 011	- 341 773	- 387 642	- 679 250	- 524 853	- 576 714	- 607 536
<b>Operating result</b>	<b>11 358</b>	<b>14 280</b>	<b>27 487</b>	<b>3 985</b>	<b>16 322</b>	<b>51 316</b>	<b>79 064</b>
<b>Financial income and Financial expenses</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Interest and other financial income	15 885	3 147	-	-	-	-	-
Interest and other financial expenses	- 18 674	- 10 524	-	-	-	-	-
Interest income	-	-	84	224	680	149	237
Interest expense	-	-	- 3 466	- 9 543	- 11 452	- 6 576	- 7 838
Other financial items	-	-	1 708	360	5 200	3 274	1 437
<b>Finance income - net</b>	<b>- 2 789</b>	<b>- 7 377</b>	<b>- 1 674</b>	<b>- 8 959</b>	<b>- 15 972</b>	<b>- 9 701</b>	<b>- 6 164</b>
Share of profits of investments ....	- 7 173	- 1 557	- 1 604	1 343	3 391	1 487	-
Result for associated companies	-	-	-	-	-	-	146
<b>Profit (loss) before taxes</b>	<b>1 396</b>	<b>- 23 214</b>	<b>- 30 765</b>	<b>- 11 601</b>	<b>- 35 685</b>	<b>43 102</b>	<b>73 046</b>
Taxes	-	-	-	- 500	24	-	- 20 760
<b>Profit (loss) for the year</b>	<b>1 396</b>	<b>- 23 214</b>	<b>- 30 765</b>	<b>- 12 101</b>	<b>- 35 709</b>	<b>43 102</b>	<b>93 806</b>

### Vedlegg 3 «Financial position»

Financial Position							
Assets	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
<b>Non-current assets</b>							
Property, plant and equipment	140 415	116 916	101 796	208 878	247 802	90 103	73 761
Property, plant and equipment (related to IFRS 16)	-	-	-	-	-	-	277 212
Research and development	-	-	-	-	-	-	1 457
Investments	6 829	5 272	-	-	-	-	-
Investments in joint-ventures	-	-	5 168	24 771	21 285	22 772	-
Non current receivables	53 000	33 000	-	-	-	-	-
Capitalized termination fee	-	-	11 000	-	-	-	-
Deferred tax asset	8 161	8 161	8 161	8 161	8 161	8 161	40 151
<b>Non-current assets, in total</b>	<b>208 405</b>	<b>163 349</b>	<b>126 125</b>	<b>241 810</b>	<b>277 248</b>	<b>121 036</b>	<b>392 581</b>
<b>Current assets</b>							
Bunkers	-	-	-	-	6 696	1 376	8 130
Trade receivables	66 856	67 422	114 469	173 071	59 154	90 783	149 633
Other current receivables	9 622	37 231	27 616	16 184	63 625	44 422	47 150
Capitalised termination fee	-	-	22 000	-	-	-	-
Cash and cash equivalents	54 370	30 586	98 954	63 277	38 657	105 396	149 035
<b>Current assets, in total</b>	<b>130 848</b>	<b>135 239</b>	<b>263 039</b>	<b>252 532</b>	<b>168 132</b>	<b>241 977</b>	<b>353 948</b>
<b>Total Assets</b>	<b>339 253</b>	<b>298 588</b>	<b>389 164</b>	<b>494 342</b>	<b>445 380</b>	<b>363 013</b>	<b>746 529</b>
<b>Equity and liabilities</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
<b>Equity</b>							
Share capital	76 241	91 241	143 240	143 546	143 546	143 606	144 941
Share premium	67 806	80 919	114 813	105 025	105 025	83 529	107 468
Proposed dividends	-	-	-	10 048	-	21 541	-
Other equity	13 397	9 211	39 975	47 370	82 740	38 522	34 397
<b>Equity, in total</b>	<b>157 444</b>	<b>162 949</b>	<b>218 078</b>	<b>211 249</b>	<b>165 831</b>	<b>210 154</b>	<b>286 806</b>
<b>Non-current liabilities</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Interest-bearing debt	94 601	64 227	42 919	69 947	-	-	-
Interest-bearing debt to credit institutions	-	-	-	-	25 216	12 731	14 497
Interest-bearing debt to other (related to IFRS 16)	-	-	-	-	58 784	-	105 171
<b>Non-current liabilities, in total</b>	<b>94 601</b>	<b>64 227</b>	<b>42 919</b>	<b>69 947</b>	<b>84 000</b>	<b>12 731</b>	<b>119 668</b>
<b>Current liabilities</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Trade payables	40 263	30 954	75 472	85 252	53 984	65 055	63 467
Taxes, payables	-	-	-	500	-	-	-
Public duties a.o.	3 401	4 069	4 643	13 581	5 231	7 237	-
Interest-bearing debt short term	18 000	21 000	21 250	78 798	-	-	-
Interest-bearing debt to credit institutions	-	-	-	-	16 023	12 859	16 260
Interest-bearing debt, other (related to IFRS 16)	-	-	-	-	82 497	15 766	176 627
Derivative financial instruments	-	-	-	-	-	-	-
Other current liabilities	25 544	15 390	26 804	35 015	37 814	39 212	83 700
<b>Current liabilities, in total</b>	<b>87 208</b>	<b>71 413</b>	<b>128 169</b>	<b>213 146</b>	<b>195 549</b>	<b>140 129</b>	<b>340 054</b>
<b>Total Equity and Liabilities</b>	<b>339 253</b>	<b>298 589</b>	<b>389 166</b>	<b>494 342</b>	<b>445 380</b>	<b>363 014</b>	<b>746 528</b>

## Vedlegg 4 «Cashflow»

Cash Flow							
Operations	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Profit (loss) before taxes	1 394	23 212	-	-	-	-	-
Net result from affiliated companies	7 173	1 557	-	-	-	-	-
Operating result	-	-	27 487	3 985	16 322	51 317	79 064
Paid taxes	-	-	-	-	524	-	-
Gain sold assets	-	-	-	-	194	9 160	-
Gain on acquisitions	-	-	-	-	-	-	13 265
Depreciation and write-downs	23 030	-	-	-	-	-	-
Depreciation and amortization	-	24 814	54 190	278 855	187 728	208 386	239 807
Impairment	-	-	-	-	-	7 505	-
Change in debtors	40 929	567	-	-	-	-	-
Change in creditors	12 166	9 309	-	-	-	-	-
Change in accruals	-	2 905	-	-	-	-	-
Change in other accruals	22 916	-	-	-	-	-	-
Change in trade debtors	-	-	47 046	58 603	113 917	31 629	41 164
Change in trade creditors	-	-	44 518	9 780	31 268	11 071	11 863
Change in other provision	-	-	5 160	21 252	63 345	30 770	26 636
Share option cost employees	604	604	-	1 667	1 035	432	-
<b>Net cash flow from operating activities (1)</b>	<b>26 354</b>	<b>3 208</b>	<b>19 015</b>	<b>248 966</b>	<b>191 027</b>	<b>268 692</b>	<b>279 215</b>
<b>Investments</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Sale of fixed assets	-	-	-	-	6 794	-	24 718
Acquired cash balance from .. Otico AS and Monviro A	-	-	-	-	-	-	19 196
Acquired cash balance from consolidation of Surveyor	-	-	-	-	-	-	12 482
Investment in equipment	65 973	1 314	-	-	-	-	-
Purchase of fixed assets	-	-	10 600	47 968	33 908	2 118	1 561
Purchase of shares in associated companies	8 642	-	-	-	-	-	-
Guarantees Charter-party	-	-	-	-	-	-	-
Purchase of shares in subsidiary	-	-	-	-	-	-	47 872
Cash acquired in reverse takeover	-	-	-	-	-	-	-
Investment in associated companies	-	-	1 500	10 183	-	-	-
<b>Net cash flow from investment activities (2)</b>	<b>- 74 615</b>	<b>- 1 314</b>	<b>- 12 100</b>	<b>- 58 151</b>	<b>- 27 114</b>	<b>- 2 118</b>	<b>6 963</b>
<b>Financing</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>
Proceeds from issuance of ordinary shares	-	8 113	85 892	-	-	-	3 119
Net financial items paid	-	-	3 382	2 643	1 726	2 176	1 740
Proceeds from borrowings	42 883	-	-	-	-	-	-
Proceeds from borrowings and leases	-	-	-	25 000	-	-	-
Payment of dividends	-	-	-	-	10 048	-	21 541
Repayment of debt	-	-	-	-	-	-	-
Repayment of borrowings and financial leases	-	-	-	-	-	-	17 793
Repayment of interest bearing debt	-	27 374	-	-	-	-	-
Repayment of IFRS 16 leases	-	-	-	-	-	-	207 185
Repayment of borrowings and leases, including IFRS 16	-	-	21 058	248 850	177 231	197 996	-
<b>Net cash flow from financing activities (3)</b>	<b>42 883</b>	<b>- 19 261</b>	<b>61 452</b>	<b>- 226 493</b>	<b>- 189 005</b>	<b>- 200 172</b>	<b>- 245 140</b>
<b>Net cas flow for the year (1+2+3)</b>	<b>- 5 378</b>	<b>- 23 783</b>	<b>68 367</b>	<b>- 35 678</b>	<b>- 25 092</b>	<b>66 402</b>	<b>41 038</b>
<b>Cash and cash equivalents 1/1</b>	<b>59 746</b>	<b>54 370</b>	<b>30 586</b>	<b>98 954</b>	<b>63 277</b>	<b>38 657</b>	<b>105 393</b>
Translation differences	-	-	-	-	473	339	2 602
<b>Cash and cash equivalents 31/12</b>	<b>54 368</b>	<b>30 587</b>	<b>98 953</b>	<b>63 276</b>	<b>38 658</b>	<b>105 398</b>	<b>149 033</b>

## Vedlegg 5 «omgruppert balanse»

Eiendeler	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Bunkersolje	-	-	-	6 696	1 376	8 130
Andre kortsiktige fordringer	8 761	27 616	16 184	63 625	44 422	47 150
Kundefordringer	67 422	114 469	173 071	59 154	90 783	149 633
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>76 183</b>	<b>142 085</b>	<b>189 255</b>	<b>129 475</b>	<b>136 581</b>	<b>204 913</b>
Leverandørgjeld	30 954	75 472	85 252	53 984	65 055	63 467
Betalbar skatt	-	-	500	-	-	-
Skyldige offentlige utgifter	4 069	4 643	13 581	5 231	7 237	-
Annen kortsiktig gjeld	15 390	26 804	35 015	37 814	39 212	83 700
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>50 413</b>	<b>106 919</b>	<b>134 348</b>	<b>97 029</b>	<b>111 504</b>	<b>147 167</b>
<b>Netto arbeidskapital</b>	<b>25 770</b>	<b>35 166</b>	<b>54 907</b>	<b>32 446</b>	<b>25 077</b>	<b>57 746</b>
Driftsmidler	116 916	101 796	208 878	247 802	90 103	73 761
Driftsmidler (relatert til IFRS 16)						277 212
Forskning og utvikling						1 457
<b>Varige driftsmidler</b>	<b>116 916</b>	<b>101 796</b>	<b>208 878</b>	<b>247 802</b>	<b>90 103</b>	<b>352 430</b>
<b>Sum investert kapital</b>	<b>142 686</b>	<b>136 962</b>	<b>263 785</b>	<b>280 248</b>	<b>115 180</b>	<b>410 176</b>
Investeringer i fellesforetak	5 272	5 168	24 771	21 285	22 772	-
Bankinnskudd, kontanter og lignende	30 586	98 954	63 277	38 657	105 396	149 035
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>35 858</b>	<b>104 122</b>	<b>88 048</b>	<b>59 942</b>	<b>128 168</b>	<b>149 035</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>178 544</b>	<b>241 084</b>	<b>351 833</b>	<b>340 190</b>	<b>243 348</b>	<b>559 211</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Aksjekapital	91 241	143 240	143 546	143 546	143 606	144 941
Overkursfond	80 919	114 813	105 025	105 025	83 529	107 468
Foreslått utbytte	-	-	10 048	-	21 541	-
Annen egenkapital	- 9 211	- 39 975	- 47 370	- 82 740	- 38 522	- 34 397
<b>Sum Egenkapital</b>	<b>162 949</b>	<b>218 078</b>	<b>211 249</b>	<b>165 831</b>	<b>210 154</b>	<b>286 806</b>
Kostnad ved terminering av kontrakt	- 61 471	- 33 000	-	-	-	-
Kortsiktig rentebærende gjeld			21 750	16 023	12 859	16 260
Kortsiktig rentebærende gjeld	21 000	21 250	57 048	82 497	15 766	176 627
Gjeld til kredittinstitusjoner	-	-	43 703	25 216	12 731	14 497
Langsiktig gjeld	64 227	42 919	26 244	58 784		105 171
Utsatt skatt	- 8 161	- 8 161	- 8 161	- 8 161	- 8 161	- 40 151
<b>Sum Gjeld</b>	<b>15 595</b>	<b>23 008</b>	<b>140 584</b>	<b>174 359</b>	<b>33 195</b>	<b>272 404</b>
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>178 544</b>	<b>241 086</b>	<b>351 833</b>	<b>340 190</b>	<b>243 349</b>	<b>559 210</b>

## Vedlegg 6 «Justert EBITDA engelsk»

Continuing operations	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Revenues	327 493	360 155	675 265	508 337	618 870	673 253
<b>Operating income</b>	<b>327 493</b>	<b>360 155</b>	<b>675 265</b>	<b>508 337</b>	<b>618 870</b>	<b>673 253</b>
Cost of materials and goods	- 43 951	-	-	-	-	-
Procurement expenses	- -	206 676 -	243 109 -	184 140 -	169 972 -	158 633
Employee expenses	- 68 428	-	-	-	-	-
Personnel expenses	- -	81 512 -	98 417 -	90 552 -	111 422 -	122 374
Other operating expenses	- 190 080 -	45 264 -	58 869 -	62 433 -	79 429 -	86 722
Justering av engangsposter	-	-	-	-	8 800	6 700
<b>EBITDA</b>	<b>25 034</b>	<b>26 703</b>	<b>274 870</b>	<b>171 212</b>	<b>266 847</b>	<b>312 224</b>
Depreciation	- 24 814 -	25 719 -	245 855 -	187 728 -	208 386 -	239 807
Amortized termination fee	- 14 500 -	28 471 -	33 000	-	-	-
Impairment	-	-	-	- -	7 505	-
<b>EBIT</b>	<b>- 14 280 -</b>	<b>27 487 -</b>	<b>3 985 -</b>	<b>16 516</b>	<b>50 956</b>	<b>72 417</b>
EBIT	- 14,3 -	27,5 -	4,0 -	16,3	51,3	79,1
EBIDTA	25,1	26,7	274,9	171 406	267 207	318 871

## Vedlegg 7 «Driftsinntekter»

Endring i driftsinntekter	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	GS
Reach Subsea GS	100 %	110 %	187 %	75 %	123 %	109 %	13 %
Subsea 7 GS	100 %	109 %	102 %	90 %	95 %	145 %	5 %
DOF GS	100 %	103 %	97 %	105 %	101 %	108 %	2 %
Oceaneering GS	100 %	85 %	99 %	107 %	89 %	102 %	-3 %
TechnipFMC GS	100 %	164 %	84 %	107 %	49 %	98 %	-6 %
Bransjesnitt geometrisk snitt	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %

## Vedlegg 8 «Forutsetninger for fremtidig kontantstrøm»

Forutsetninger							
Vekst omsetning	8,8%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	2,0%	2,0%
Vekst varekostnad	32,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%	2,0%
Vekst lønnskostnad	18,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	2,0%	2,0%
Vekst andre kostnader	20,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%	2,0%
Vekst arbeidskapital	9,9%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
Vekst investeringer og avskrivninger		2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Vekst avskrivninger		2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

## Vedlegg 9 «Likviditetsgrad 1»

Likviditetsgrad 1							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Reach Subsea	1,89	2,05	1,18	0,86	1,73	1,04	1,46
Bransje	1,42	1,72	1,50	1,08	1,27	1,36	1,39

## Vedlegg 10 «Fremtidig balanse»

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Bunkersolje	8 130	3 247	3 409	3 580	3 759	3 834	3 911
Andre kortsiktige fordringer	47 150	47 312	50 624	54 167	57 959	59 118	60 301
Kundefordringer	149 633	149 054	159 487	170 652	182 597	186 249	189 974
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>204 913</b>	<b>199 612</b>	<b>213 520</b>	<b>228 399</b>	<b>244 315</b>	<b>249 201</b>	<b>254 185</b>
Leverandørgjeld	63 467	74 989	78 739	82 676	86 810	88 546	90 317
Annen kortsiktig gjeld	83 700	70 863	77 259	84 173	91 647	93 480	95 350
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>147 167</b>	<b>145 852</b>	<b>155 998</b>	<b>166 849</b>	<b>178 457</b>	<b>182 026</b>	<b>185 667</b>
<b>Netto arbeidskapital</b>	<b>57 746</b>	<b>53 760</b>	<b>57 523</b>	<b>61 550</b>	<b>65 858</b>	<b>67 175</b>	<b>68 519</b>
Driftsmidler	352 430	252 796	270 491	289 426	309 686	315 879	322 197
<b>Varige driftsmidler</b>	<b>352 430</b>	<b>252 796</b>	<b>270 491</b>	<b>289 426</b>	<b>309 686</b>	<b>315 879</b>	<b>322 197</b>
<b>Sum investert kapital</b>	<b>410 176</b>	<b>306 556</b>	<b>328 014</b>	<b>350 976</b>	<b>375 544</b>	<b>383 055</b>	<b>390 715</b>
Bankinnskudd, kontanter og lignende	149 035	233 904	325 630	408 924	503 132	615 426	729 967
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>149 035</b>	<b>233 904</b>	<b>325 630</b>	<b>408 924</b>	<b>503 132</b>	<b>615 426</b>	<b>729 967</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>559 211</b>	<b>540 460</b>	<b>653 644</b>	<b>759 900</b>	<b>878 676</b>	<b>998 481</b>	<b>1 120 682</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Aksjekapital	144 941	144 941	144 941	144 941	144 941	144 941	144 941
Overkursfond	107 468	107 468	107 468	107 468	107 468	107 468	107 468
Annen egenkapital	34 397	114 320	217 484	313 016	420 318	529 766	641 403
<b>Sum Egenkapital</b>	<b>286 806</b>	<b>366 729</b>	<b>469 893</b>	<b>565 425</b>	<b>672 727</b>	<b>782 175</b>	<b>893 812</b>
Kortsiktig rentebærende gjeld	16 260	27 823	12 705	16 389	20 505	28 841	37 343
Kortsiktig rentebærende gjeld (relatert til IFRS 16)	176 627	73 537	75 731	78 005	80 358	80 278	80 196
Gjeld til kredittinstitusjoner	14 497	19 269	20 232	21 244	22 306	22 752	23 207
Langsiktig gjeld	105 171	71 508	75 084	78 838	82 780	84 435	86 124
Utsatt skatt	-	40 151	18 406	-	-	-	-
<b>Sum Gjeld</b>	<b>272 404</b>	<b>173 731</b>	<b>183 752</b>	<b>194 476</b>	<b>205 949</b>	<b>216 306</b>	<b>226 870</b>
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>559 210</b>	<b>540 460</b>	<b>653 644</b>	<b>759 900</b>	<b>878 675</b>	<b>998 481</b>	<b>1 120 682</b>

## Vedlegg 11 «Fremtidig kontantstrøm»

Kontantstrømmer fra operasjonelle aktiviteter	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
NOPLAT / Resultat etter skatt	108 726	116 085	109 358	122 096	124 538	127 029
+ Avskrivning	188 917	202 141	216 291	231 432	236 060	240 781
+ Endring i Arbeidskapital	3 986	-3 763	-4 027	-4 308	-1 317	-1 344
<b>Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter</b>	<b>301 629</b>	<b>314 463</b>	<b>321 623</b>	<b>349 219</b>	<b>359 281</b>	<b>366 467</b>
Kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	-6 250	-15 389	-16 466	-17 618	-4 845	-4 942
<b>Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter</b>	<b>-6 250</b>	<b>-15 389</b>	<b>-16 466</b>	<b>-17 618</b>	<b>-4 845</b>	<b>-4 942</b>
Kontantstrømmer fra finansaktiviteter	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Betalt utbytte	0	0	0	0	0	0
Betalt rente	-28 815	-12 935	-13 841	-14 809	-15 106	-15 408
Tilbakebetaling av gjeld, og IFRS-leie	-181 695	-194 413	-208 022	-222 584	-227 036	-231 576
<b>Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter</b>	<b>-210 510</b>	<b>-207 349</b>	<b>-221 863</b>	<b>-237 393</b>	<b>-242 141</b>	<b>-246 984</b>
<b>Nettoendring i kontantbeholdning</b>	<b>84 869</b>	<b>91 726</b>	<b>83 294</b>	<b>94 207</b>	<b>112 295</b>	<b>114 541</b>
Konter og bankinnskudd per 01.01	149 035	233 904	325 630	408 924	503 132	615 426
Konter og bankinnskudd per 31.12	233 904	325 630	408 924	503 132	615 426	729 967

## Vedlegg 12 «Rentebærende gjeld»

Post	Kommentar	Beløp
Rentebærende gjeld til kredittinstitusjoner, langsiktig	Bokført verdi	14 497
Rentebærende gjeld til andre (relatert til IFRS 16), langsiktig	Bokført verdi	105 171
Rentebærende gjeld til kredittinstitusjoner, kortsiktig	Bokført verdi	16 260
Rentebærende gjeld til andre (relatert til IFRS 16), kortsiktig	Bokført verdi	176 627
Bankinnskudd	Bokført verdi -	149 035
<b>Netto rentebærende gjeld</b>		<b>163 520</b>

## Vedlegg 13 «Komparativ verdsettelse»

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<i>Enterprise value</i>							
EV/EBITDA	1 595 465	1 520 954	1 656 870	1 803 772	1 962 504	2 001 754	2 041 789
EV/EBIT	2 462 902	3 697 756	4 152 600	4 649 083	5 190 610	5 294 422	5 400 311
EV/Sales	498 207	533 082	570 397	610 325	653 048	666 109	679 431
P/E	727 712	849 146	906 627	854 086	953 570	972 642	992 095
<i>Netto gjeld</i>							
	163 250	-60 173	-141 879	-214 449	-297 183	-399 120	-503 097
<i>Verdi egenkapital</i>							
EV/EBITDA	1 432 215	1 581 127	1 798 748	2 018 221	2 259 687	2 400 874	2 544 886
EV/EBIT	2 299 652	3 534 506	3 989 350	4 485 833	5 027 360	5 131 172	5 237 061
EV/Sales	334 957	369 832	407 147	447 075	489 798	502 859	516 181
P/E	564 462	685 896	743 377	690 836	790 320	809 392	828 845
<i>Omregnet til NOK</i>							
EV/EBITDA	1 432 214 640	1 581 126 807	1 798 748 372	2 018 220 960	2 259 687 092	2 400 874 222	2 544 886 215
EV/EBIT	2 299 652 170	3 534 505 542	3 989 349 613	4 485 832 829	5 027 359 932	5 131 172 131	5 237 060 573
EV/Sales	334 957 220	369 831 725	407 147 446	447 075 267	489 798 036	502 858 997	516 181 177
P/E	564 462 370	685 896 451	743 376 891	690 836 137	790 320 446	809 391 855	828 844 692
<b>/ Antall aksjer</b>	<b>144 580 708</b>	<b>144 580 708</b>	<b>144 580 708</b>	<b>144 580 708</b>	<b>144 580 708</b>	<b>144 580 708</b>	<b>144 580 708</b>
<i>Pris per aksje</i>							
EV/EBITDA	9,91	10,94	12,44	13,96	15,63	16,61	17,60
EV/EBIT	15,91	24,45	27,59	31,03	34,77	35,49	36,22
EV/Sales	2,32	2,56	2,82	3,09	3,39	3,48	3,57
P/E	3,90	4,74	5,14	4,78	5,47	5,60	5,73
<b>Snitt pris per aksje</b>	<b>8,01</b>	<b>10,67</b>	<b>12,00</b>	<b>13,21</b>	<b>14,81</b>	<b>15,29</b>	<b>15,78</b>