

Verdivurdering av Nord-Klima AS

av

Stine Slydal Nygård



Masteroppgave i Økonomi og administrasjon

Studieretning bedriftsøkonomi

30 studiepoeng

Handelshøgskolen i Tromsø

Universitetet i Tromsø

Mai 2010

Forord

Denne oppgaven markerer slutten på min tid ved Universitetet i Tromsø. Det har vært fem lærerike år, hvor jeg sitter igjen med mye kunnskap, og ikke minst mange gode minner.

Proessen frem til det endelige produktet har vært omfattende og lærerik, og jeg vil benytte anledningen til å takke de som har hjulpet meg på veien.

Jeg vil rette en stor takk til hovedveileder Bernt Bertheussen og biveileder Ulf Mack Growen, for gode diskusjoner og konstruktive tilbakemeldinger. Videre vil jeg takke Arild Karlsen i Nord-Klima AS for et godt samarbeid, og for å ha stilt opp med informasjon og besvart mine mange spørsmål. Jeg vil også takke min samboer Håvard for hans tålmodighet og oppmuntring underveis i arbeidet.

Til sist ønsker jeg å takke mine medstudenter, og ikke minst jentene på kontoret, for mye latter og for å ha gjort studieårene til en minnerik tid.

Tromsø, mai 2010

Stine S. Nygård

Stine Slydal Nygård

Sammendrag

Denne oppgaven tar for seg en verdivurdering av ventilasjonsbedriften Nord-Klima AS. Nord-Klima AS har operert i markedet siden 1977, og har i hovedsak Troms fylke som markedsområde. Det har tidligere blitt utført en verdivurdering selskapet, men med bakgrunn i et pågående generasjonsskifte og endrede markedsforhold ønsket ledelsen en ny beregning av bedriftens verdi.

Som bakgrunn for verdivurderingen har jeg foretatt en presentasjon av markedsutviklingen, en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Det fremgår her at Nord-Klima er i en konjunkturutsatt bransje, hvor kunnskap og kompetanse er avgjørende faktorer. Selskapet er også finansielt solid og har en god likviditet. Med utgangspunkt i analysene, samt historisk utvikling i ulike regnskapsposter, er det utformet prognoser for bedriftens fremtidige resultater. Fremtidsprognosene er diskontert til nåverdi med et beregnet avkastningskrav basert på kapitalverdimodellen (CAPM), og total kapitalverdimodellen (WACC).

Metodene benyttet i verdivurderingen er de kontantstrømbaserte modellene total kapitalmetoden og egen kapitalmetoden. I tillegg er multiplikator modeller tatt i bruk for å anslå rimeligheten av verdiestimatet sammenlignet med børsnoterte selskaper. En sensitivitetsanalyse er også utført for å belyse usikkerheten ved de parametre som inngår i verdivurderingen, samt deres innvirkning på det endelige verdianslaget. Av analysen fremgår at vekstprognoser for inntekter og driftskostnader har størst innvirkning på verdiestimatet. Avslutningsvis konkluderer jeg med at den anbefalte verdi på selskapets egen kapital er cirka 10 millioner kroner.

INNHALDSFORTEGNELSE

FORORD	iii
SAMMENDRAG	v
INNHALDSFORTEGNELSE	vi
TABELLER OG FIGURER	ix
1.0 INNLEDNING	1
1.1 BAKGRUNN OG FORMÅL.....	1
1.2 PROBLEMSTILLING	2
1.3 OPPGAVENS INNDELING	2
2.0 PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN	5
2.1 SELSKAPSHISTORIE	5
2.2 BRANSJENS HISTORIE	8
3.0 TEORI OG METODE	9
3.1 DATAGRUNNLAG	9
3.2 TEORETISK RAMMEVERK.....	9
3.3 SEMISTRUKTURERTE INTERVJUER	9
3.4 METODER FOR VERDSETTING	11
3.4.1 Balansebaserte metoder	11
3.4.2 Inntjeningsbaserte metoder	12
3.5 VALG AV METODE	18
4.0 AVKASTNINGSKRAV	21
4.1 AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN (CAPM)	21
4.2 AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN (WACC)	24
5.0 UTVIKLING I MARKEDET	25
5.1 UTVIKLING I MARKEDET FOR BYGG OG ANLEGGSTRANSJEN OG VENTILASJONSBRANSJEN	25
5.2 UTVIKLING I MARKEDET FOR VENTILASJONSBRANSJEN I TROMS FYLKE	26
6.0 STRATEGISK ANALYSE	29
6.1 EKSTERN ANALYSE.....	29
6.1.1 Analyse av bransjeeksterne forhold: PEST-analyse	29
6.1.2 Analyse av bransjeinterne forhold: Porters bransjeanalyse	34
6.2 INTERN ANALYSE.....	43

6.2.1 Analyse av bedriftsinterne forhold: Verdikjeden.....	43
6.3 OPPSUMMERING SWOT	49
7.0 REGNSKAPSANALYSE	51
7.1 LIKVIDITETSANALYSE.....	51
7.2 SOLIDITETSANALYSE	53
7.3 RENTABILITETSANALYSE	56
7.4 KONKLUSJON AV REGNSKAPSANALYSEN	60
8.0 FRAMTIDSPROGNOSE.....	61
8.1 BUDSJETTPERIODE OG TERMINALVERDI	61
8.2 DRIFTSINTEKTER	62
8.3 DRIFTSKOSTNADER.....	64
8.4 NETTO FINANSPOSTER	66
8.5 FREMTIDSPROGNOSE	67
8.6 KONTANTOVERSKUDD TIL TOTALKAPITALEN OG EGENKAPITALEN.....	68
9.0 VERDSETTELSE AV NORD-KLIMA.....	71
9.1 BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV	71
9.1.1 Avkastningskravet til egenkapitalen.....	71
9.1.2 Avkastningskravet til totalkapitalen	73
9.2 VERDSETTING NORD-KLIMA	74
9.2.1 Totalkapitalmetoden	74
9.2.2 Egenkapitalmetoden.....	75
9.3 RIMELIGHETSVURDERING – PRICE/EARNING OG PRICE/BOOK	75
10.0 SENSITIVITETSANALYSE	77
10.1 VEKSTENDRING I DRIFTSINTEKTER.....	77
10.2 VEKSTENDRING I DRIFTSINTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER	78
10.3 ENDRING AV VEKSTRATE UTOVER BUDSJETTPERIODEN	79
10.4 ENDRING I AVKASTNINGSKRAV.....	80
10.5 INGEN TERMINALVERDI	81
11.0 DISKUSJON	83
12.0 KONKLUSJON.....	87
LITTERATURLISTE	88
VEDLEGG	93
VEDLEGG 1: RESULTATREGNSKAP NORD-KLIMA AS.....	93
VEDLEGG 2: BALANSE NORD-KLIMA AS (EIEDELER).....	94

VEDLEGG 3: BALANSE NORD-KLIMA AS (EGENKAPITAL OG GJELD).....	95
VEDLEGG 4: REGNEARK FOR SENSITIVITETSANALYSE	96
VEDLEGG 5: INTERVJUGUIDE 1	98
VEDLEGG 6: INTERVJUGUIDE 2	100

TABELLER OG FIGURER

FIGUROVERSIKT

FIGUR 1: UTVIKLING I DRIFTSINNEKTER FRA 1998 TIL 2009.....	6
FIGUR 2: INNEKTER FORDELT PÅ PRODUKTØSNINGER OG AVDELINGSKONTOR	7
FIGUR 3: UTVIKLING I OMSETNING FOR BYGG- OG ANLEGGSSBRANSJEN OG VVS- BRANSJEN FRA 1998 - 2009	26
FIGUR 4: UTVIKLING I ÅRSRESULTAT FOR VENTILASJONSBRANSJEN I TROMS FRA 2004-2008.....	26
FIGUR 5: PORTERS FIVE FORCES	34
FIGUR 6: VERDIKJEDEN	44
FIGUR 7: PRIMÆRAKTIVITETER NORD-KLIMA.....	44
FIGUR 8: SEKUNDÆRAKTIVITETER NORD-KLIMA	47
FIGUR 9: OPPSUMMERING SWOT	49
FIGUR 10: LIKVIDITETSGRAD 1.....	52
FIGUR 11: LIKVIDITETSGRAD 2.....	53
FIGUR 12: EGENKAPITALPROSENT	54
FIGUR 13: GJELDSGRAD	55
FIGUR 14: RENTEDEKNINGSGRAD.....	56
FIGUR 15: TOTALKAPITALRENTABILITET	57
FIGUR 16: EGENKAPITALRENTABILITET	58
FIGUR 17: DRIFTSMARGIN	59
FIGUR 18: ENDRING I EK-VERDI VED VEKSTENDRING I INNEKTER, SAMT VEKSTENDING I INNEKTER OG KOSTNADER.....	79
FIGUR 19: ENDRING I EK-VERDI VED ENDRING AV VEKSTRATE UTOVER BUDSJETTPERIODEN.....	80
FIGUR 20: ENDRING I EK-VERDI VED ENDRET AVKASTNINGSKRAV	81

TABELLOVERSIKT

TABELL 1: UTVIKLING I ÅRSRESULTAT FOR VENTILASJONSBRANSJEN I TROMS FRA 2004 TIL 2008	27
TABELL 2: HISTORISK UTVIKLING I DRIFTSINNEKTER.....	62
TABELL 3: HISTORISK UTVIKLING I VAREKOSTNADER	64
TABELL 4: HISTORISK UTVIKLING I LØNNKOSTNADER	64
TABELL 5: HISTORISK UTVIKLING I AVSKRIVNINGER	65
TABELL 6: HISTORISK UTVIKLING I ANDRE DRIFTSKOSTNADER.....	66
TABELL 7: HISTORISK UTVIKLING I NETTO FINANSPOSTER	66
TABELL 8: FREMTIDSREGNSKAP.....	67
TABELL 9: HISTORISK UTVIKLING I ÅRLIGE INVESTERINGER.....	68
TABELL 10: FREMTIDSPROGNOSER FOR ÅRLIGE INVESTERINGER	68
TABELL 11: HISTORISK UTVIKLING I ARBEIDSKAPITAL	69
TABELL 12: FREMTIDSPROGNOSER FOR ENDRING I ARBEIDSKAPITAL	69

TABELL 13: ARITMETISK GJENNOMSNI TT LIG BETA FOR TO BYGG OG ANLEGGSS ELSKAPER.....	72
TABELL 14: BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN	72
TABELL 15: BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAVET TIL TOTALKAPITALEN	73
TABELL 16: BEREGNING AV SELSKAPETS VERDI VED TOTALKAPITALMETODEN	74
TABELL 17: BEREGNING AV SELSKAPETS VERDI VED EGENKAPITALMETODEN	75
TABELL 18: BEREGNING AV P/E OG P/B FOR NORD-KLIMA	76
TABELL 19: ENDRING I EK-VERDI VED VEKSTENDRING I DRIFTSINNTEKTER	78
TABELL 20: ENDRING I EK-VERDI VED VEKSTENDRING I DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER.....	78
TABELL 21: ENDRING I EK-VERDI VED ENDRET VEKSTRATE UTOVER BUDSJETTPERIODEN	79
TABELL 22: ENDRING I EK-VERDI VED ENDRET AVKASTNINGSKRAV	80
TABELL 23: ENDRING I EK-VERDI VED BEREGNING UTEN TERMINALVERDI	81

1.0 Innledning

Verdivurdering av et selskap kan være nyttig på flere områder, for eksempel ved kjøp og salg, eller ved fusjon eller fisjon (Boye & Meyer, 2008). Selv om en bedrift ikke har planer om å selge foretaket kan det likevel være ønskelig med opplysninger om selskapets markedsverdi. Deriblant for å belyse hvilken utvikling og verdiskapning selskapet har over tid. Slik informasjon kan være av interesse både for eiere, kreditorer, potensielle investorer og for finansinstitusjoner ved finansiering av nye prosjekter. I tillegg vil en verdsettingsprosess kunne gi innsikt og refleksjonsgrunnlag for fremtidige strategiske avgjørelser. Sistnevnte vil i første rekke være et resultat av prosessen frem til verdsettingen, hvor en i tillegg til å prognostisere fremtidige overskudd analyserer styrker og svakheter med bedriften, muligheter og trusler i markedet, samt makroøkonomiske forhold.

1.1 Bakgrunn og formål

Bakgrunnen for at verdsetting ble valgt som tema for min masteroppgave er at jeg synes det er et meget interessant fagfelt. En må ta i bruk kunnskap fra flere ulike fagområder, deriblant finansiering, strategi og regnskap, og kombinere disse for å gjennomføre verdivurderingen. Dette gjør at jeg får benyttet og fordypet meg i mye av den teoretiske kunnskapen jeg har tilegnet meg gjennom studieårene. Jeg håper også å dra nytte av erfaringen i min videre yrkeskarriere.

Selskapet det skal utføres en verdivurdering for er en bedrift i ventilasjonsbransjen, Nord-Klima AS. Ventilasjonsbransjen er en del av byggebransjen, med de sykliske svingninger og konjunkturfølsomhet det medfører. Sammen med den nedgangstiden verdensøkonomien nå er inne i gjør dette bedriften til et spennende utgangspunkt for en verdivurdering. Det har tidligere blitt utført en verdsetting av selskapet, men med bakgrunn i et pågående generasjonsskifte og endrede markedsforhold ønsket ledelsen en ny gjennomgang av bedriftens verdi.

Formålet med oppgaven er å utføre en verdivurdering for å estimere markedsverdien av egenkapitalen til Nord-Klima AS. Det finnes mange ulike verdivurderingsmodeller, og et utvalg av dem vil presenteres i metodekapittelet. Hovedfokus settes på de kontantstrømbaserte

modellene totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden, som vil utgjøre grunnlaget for verdivurderingen. Fremtidige kontantstrømmer prognostiseres, og diskonteres med tilhørende avkastningskrav for å beregne nåverdien av selskapet.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen i oppgaven er som følger:

Hva er markedsverdien til ventilasjonsbedriften Nord-Klima AS?

Verdsettingen vil utføres med utgangspunkt i historiske regnskapstall, statistikk for bransjen, samt analyser av selskapet og markedsforhold. Jeg vil i tillegg gjennomføre intervjuer med en av nøkkelpersonene i bedriften som supplementerende informasjon.

1.3 Oppgavens inndeling

Kapittel 2 består av en presentasjon av selskapet og bransjen. Kapitlet innledes med en introduksjon til historiske forhold ved bedriften, etterfulgt av informasjon om selskapets nåværende situasjon. Bransjens historie skisseres til sist kort.

Kapittel 3 innbefatter en gjennomgang av teori og metodegrunnlaget for oppgaven. Datagrunnlag, teoretisk rammeverk og fremgangsmåte for intervjuer presenteres først kort. Kapitlets hoveddel består av en beskrivelse av ulike verdivurderingsmodeller. Avslutningsvis følger en diskusjon rundt de ulike modellenes anvendelighet for en verdivurdering av Nord-Klima AS.

Kapittel 4 omhandler avkastningskrav og en diskusjon av de ulike parametre som inngår i avkastningskravene.

Kapittel 5 av oppgaven tar for seg markedets og bransjens utvikling. Tall for ventilasjonsbransjen sammenstilles her med tall for bygg og anleggsbransjen for å belyse sammenfallende utvikling.

Kapittel 6 er en strategisk analyse som deles opp i to hoveddeler, en ekstern analyse og en intern analyse. Den eksterne analysen tar for seg kritiske faktorer i bransjens omgivelser, samt bransjeinterne påvirkningsforhold, mens den interne analysen fokuserer på bedriftens resurser og hvordan de vil påvirke bedriftens fremtidige verdiskapning. Til sist i kapitlet oppsummeres funn fra den strategiske analysen i en SWOT- analyse, med fokus på styrker, svakheter, muligheter og trusler.

Kapittel 7 består av en regnskapsanalyse. Her gjennomgås historiske likviditets-, rentabilitets- og soliditetstall for bedriften, som så sammenlignes mot teoretiske krav og et snitt for bransjen.

Kapittel 8 tar for seg en prognostisering av bedriftens fremtid. Med bakgrunn i historiske regnskapstall, samt funn i kapittel 6 og 7, estimeres bedriftens fremtidsregnskap og kontantoverskudd.

Kapittel 9 er et verdivurderingskapittel. Avkastningskrav fastsettes først, etterfulgt av selve verdivurderingen. Det gjennomføres også en rimelighetsvurdering av den beregnede verdi.

Kapittel 10 består av en sensitivitetsanalyse. Her endres ulike parametre som inngår i verdivurderingen for å belyse verdianslagetets følsomhet for endringer.

Kapittel 11 innbefatter en diskusjon av den gjennomførte verdivurderingen, de ulike påvirkningsforhold, samt de resultater som har fremgått i oppgaven.

Kapittel 12 er en konklusjon. Problemstillingen besvares, og det gjøres en anbefaling for bruk av den estimerte verdi.

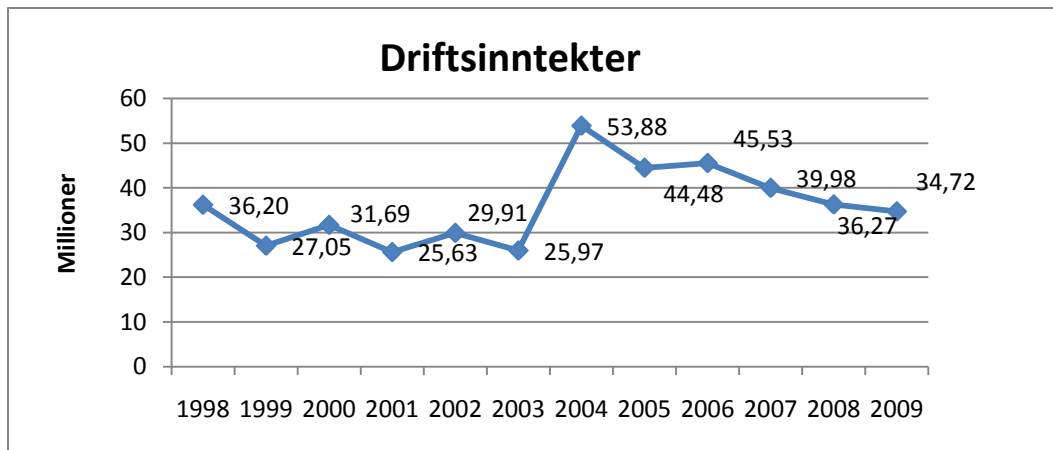
2.0 Presentasjon av selskapet og bransjen

I dette kapitlet presenteres Nord-Klima AS og bransjen bedriften opererer i. Historiske forhold ved selskapets utvikling presenteres først, etterfulgt av informasjon om selskapets nåværende situasjon. Til sist følger en kort introduksjon til bransjens utvikling fra 70-tallet og frem til i dag.

2.1 Selskapshistorie

Nord-Klima AS ble etter initiativ fra Arild Karlsen stiftet i 1977 av Arild Karlsen, Svein Kræmer og Magnus Nordmo, (bedriften vil i det følgende benevnes som Nord-Klima). Bedriften startet opp som et ingeniørfirma med fokus på ventilasjon og blikkenslagerarbeid i små lokaler på Strandveien i Tromsø. Blant ingeniørfirmaer var det på denne tiden vanlig å leie inn montører, og Nord-Klima ble blant de første ingeniørfirmaene i Norge som ansatte egne montører istedenfor å leie inn arbeidskraft til de ulike prosjektene. Dette viste seg å bli et midlertidig konkurransefortrinn for bedriften, da de som en av få ventilasjonsbedrifter kom seg igjennom nedgangstidene på 80-tallet. I følge tidligere daglig leder Arild Karlsen har bedriftene som opererer i bransjen i dag kopiert denne modellen.

I 1980 meldte behovet seg for større lokaler, og Nord-Klima flyttet til de nåværende lokalene på Tomasjordveien i Tromsdalen. Bedriften økte gradvis sin markedsandel og utvidet sine markedsområder, og i 1990 ble det åpnet avdelingskontorer i Harstad og Vadsø. Kontoret i Harstad viste seg å være lite lønnsomt, og ble lagt ned i årsskiftet 2008-2009, mens kontoret i Vadsø fortsatt er i drift. Behovet for nye ansatte steg også i takt med økte markedsandeler, og på det meste hadde bedriften 32 ansatte. De siste tolv årene har omsetningen variert fra 25 millioner til 53 millioner, avhengig av hvilke prosjekter bedriften har vært involvert i.



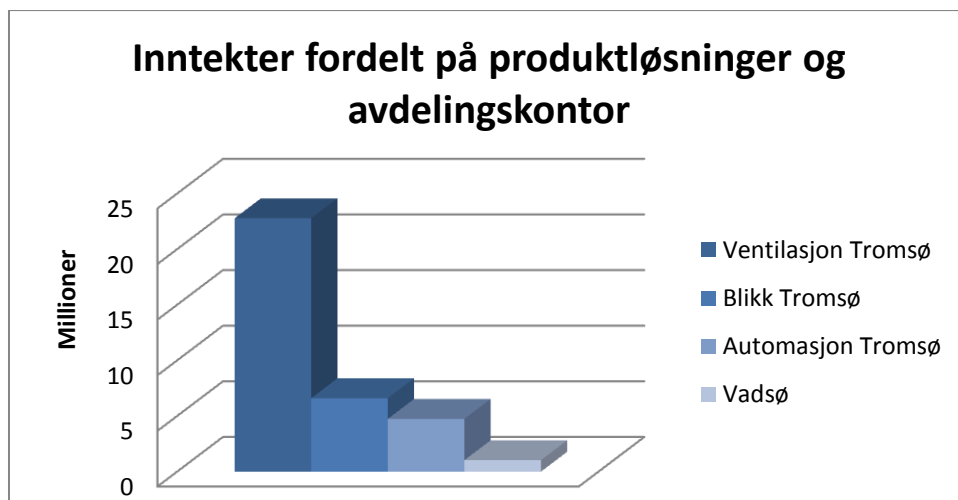
Figur 1: Utvikling i driftsinntekter fra 1998 til 2009

I 1995 ble Nord-Klima Eiendom AS stiftet, av de samme eiere som startet Nord-Klima. Selskapet driver med utleie av eiendom, og kjøpte også opp eiendommene hvor kontorene i Tromsø og Vadsø ligger. Stiftelsen ble gjennomført ved fisjon av Nord-Klima, hvor aksjekapitalen ble satt ned med 146 000 kroner, og bygninger med en bokført verdi på 1,1 million ble fisjonert ut. Bakgrunnen for fisjonen var i hovedsak et ønske om å selge bedriften, eller en mulig sammenslåing med andre selskaper. Eierne ønsket likevel å beholde eiendommene med de inntektsmuligheter det kunne skape. Selskapene er ikke et konsern, og Nord-Klima Eiendom AS vil derfor ikke være en del av den følgende verdivurderingen.

Aksjekapitalen har over de siste syv år gjennomgått en del endringer. I 2005 ble aksjekapitalen utvidet med to millioner ved konvertering av gjeld til aksjonærene. Verdien på aksjekapitalen ble da 2 256 000. I 2008 ble det gjennomført en nedsettelse av aksjekapitalen for utbetaling til aksjonærene, pålydende 2 030 400. Gjenværende aksjekapital var 225 600, noe som også er gjeldende for 2010.

Per dags dato har Nord-Klima hovedfokus på prosjektering og montering av ventilasjonsløsninger for alle typer bygg. I tillegg tilbyr bedriften blikkenslagerarbeid som blant annet fasader og beslag, automatikk, kjøleanlegg, samt vedlikehold innenfor disse områdene. Selskapet produserer enkelte av produktene de tilbyr selv, mens standardiserte deler i hovedsak kjøpes gjennom faste leverandøravtaler. Bakgrunnen for at bedriften produserer selv er at komponentene ellers må bestilles fra Oslo i store kvantum, med det ekstraarbeid det vil medføre i form av beskrivelser av produktene, og kostnader ved frakt. Verkstedet benyttes ellers for montering av produktene til endelige ventilasjonsløsninger.

Som vi ser av figur 2 er ventilasjonsløsninger bedriftens viktigste inntektskilde, etterfulgt av blikk og automasjon. Avdelingskontoret i Vadsø utgjør kun en liten del av Nord-Klimas inntekter, med en omsetning på rundt 1 million kroner per år.



Figur 2: Inntekter fordelt på produktløsninger og avdelingskontor

(Råbalanse Nord-Klima, 2009)

Markedsområdet er i hovedsak Troms fylke, men Nord-Klima regner også anbud på prosjekter i Finnmark. Selskapet vurderer også Bodø som et potensielt mulighetsområde dersom nedgangstidene i markedet skulle vise seg å vedvare. Kundegruppen består både av offentlige instanser som fylke, forsvar og kommuner, samt bedrifter og privatpersoner. Store deler av inntektene stammer fra anbudsregning på enkeltprosjekter, men også fra mer langsiktige avtaler med for eksempel Universitetssykehuset i Nord-Norge, hvor Nord-Klima har en stor vedlikeholdsavtale.

Arbeidsstokken i selskapet har vært forholdsvis stabil, og består nå av 28 personer, hvor av fire er stasjonert ved kontoret i Vadsø. I løpet av det siste året har to personer gått av med avtalefestet pensjon, og er foreløpig ikke erstattet med bakgrunn i nedgangstider i markedet. Bedriften er imidlertid nå inne i prosess hvor de ønsker å ansette en ny faglig leder med ingeniørkompetanse innenfor VVS. Det har så langt ikke vært nødvendig med permitteringer av personell, men det kan i følge Arild Karlsen bli aktuelt dersom selskapet ikke skulle få noen av de større anbudene de har regnet på.

Selskapet gjennomgår nå et generasjonsskifte. Sønnen til Arild Karlsen, Rune Karlsen, har overtatt som daglig leder, med virkning fra 5.1.2010. Arild Karlsen vil fortsatt være en del av arbeidsstokken, da som ansvarlig for store anbud, men trekker seg fra sin posisjon som ansvarlig for den daglige drift. Tidligere aksjonær og faglig leder Magnus Nordmo har gått av med pensjon, og solgt seg ut av selskapet. Gjenværende aksjonærer er dermed Arild Karlsen (50 %) og Svein Kræmer (50 %). Dersom ansettelse av ny faglig leder går etter planen vil han få tilbud om å kjøpe seg inn med en liten andel i selskapet. En eventuell ansettelse vil også muliggjøre nye markedsområder for bedriften, deriblant rørlegging som kan komplementere dagens produktløsninger.

2.2 Bransjens historie

Ved stiftelse av Nord-Klima i 1977 var det fire andre konkurrenter i markedet. De eksisterende bedriftene var rene ingeniørfirmaer, og mange av dem forsvant under nedgangstidene på 80-tallet, enten ved konkurs, oppkjøp eller endring av fokusområde. Antall konkurrenter har siden 80-tallet økt betraktelig, og innbefatter per dags dato alt fra små bedrifter med et par ansatte, til store multinasjonale konserner. Det har også funnet sted en endring i sammensetning av fagområder, hvor dagens ventilasjonsbedrifter er i besittelse av arbeidskraft både innenfor ingeniør og montørfag. Videre har bransjen opplevd en stor utvikling med hensyn til produkter, offentlige godkjenningsskrav og dokumentasjon, og det stilles dermed større faglige krav til aktørene enn tidligere. I tillegg har produktspekteret økt betraktelig, noe som nødvendiggjør et bredere leverandørnett, kompetent arbeidskraft innenfor ulike fagområder, og mulighet for å tilby kundene større totalløsninger.

3.0 Teori og metode

Denne oppgaven er et case-studie av en undersøkelsesenhet, Nord-Klima, hvor målet er å gjøre et dypdykk i den aktuelle enheten for så å kunne beregne seg frem til dens verdi (Ringdal, 2001). Dette kan gjennomføres ved hjelp av ulike metoder som igjen kan gi differensierende verdier på det aktuelle selskapet. Jeg vil i det følgende ta for meg mye benyttede metoder, etterfulgt av en diskusjon rundt de ulike modellenes anvendelighet for en verdivurdering av Nord-Klima.

3.1 Datagrunnlag

Sekundærdata vil utgjøre hovedgrunnlaget for verdivurderingen, og består av regnskaper og budsjetter, samt tall og statistikk for bransjen. Regnskapene benyttes som grunnlag for prognostisering av bedriftens fremtidige inntjening, og er dermed den viktigste informasjonskilden. Primærdata som anvendes i oppgaven består av intervjuer og samtaler med en av nøkkelpersonene i bedriften, tidligere daglig leder Arild Karlsen.

Fremgangsmåten for verdivurderingen vil være å benytte historiske regnskapstall og statistikk for bransjen, samt markedsforhold, for å prognostisere fremtidig inntjening. Dette vil sammen med intervjuer anvendes for å estimere bedriftens markedsverdi.

3.2 Teoretisk rammeverk

Verdivurdering er ikke en eksakt vitenskap, da det alltid vil være usikkerhet knyttet til prognostiseringen, og ulike forutsetninger og modeller kan gi store forskjeller i den estimerte verdi. En kan dermed si at verdsetting i beste fall er kvalifisert gjetning (Boye & Meyer, 2008). En god verdivurdering bør minimum inneholde: regnskapsanalyse, analyse av bedriftens strategiske posisjon, budsjettering av kontantoverskudd, fastsettelse av avkastningskrav, nåverdiregning, rimelighetsvurdering, og en vurdering av usikkerheten knyttet til verdianslaget (Boye & Meyer, 2008).

3.3 Semistrukturerte intervjuer

I studien vil det gjennomføres to intervjuer med en av nøkkelpersonene i bedriften. Et innledende intervju med tidligere daglig leder Arild Karlsen for å få hans syn på bedriftens historie, markedsposisjon og mulige fremtidsutsikter. I tillegg et oppfølgende intervju hvor

uklare temaer belyses, samt at det settes fokus på økonomi og regnskap for å få et klarere bilde av hva som ligger bak de historiske regnskapstallene.

Intervjuformen som skal benyttes er semistrukturerte intervjuer. Slike kvalitative intervjuer defineres av Steinar Kvale (1997) som en samtale med struktur og mål, hvor hensikten er å få fram aspekter med informantens hverdagsverden (Johannessen et al., 2004).

I forkant av intervjuet vil det utarbeides en overordnet intervjuguide med de temaer og spørsmål som det er ønskelig å få opplysninger om i forhold til den ovennevnte problemstillingen. Intervjuguiden vil i tillegg inneholde underspørsmål som kan benyttes for å få informanten til å utdype spørsmål som ikke besvares tilstrekkelig.

Underveis i intervjuet vil spørsmålene fungere som en retningsguide, mens muligheten for å bevege seg frem og tilbake mellom ulike temaer holdes åpen. Nettopp denne fleksibiliteten er bakgrunnen for at semistrukturerte intervjuer ble valgt. Begge parter kan utdype temaer, og det er mulighet for å komme med egne meninger. Slik vil en kunne få en dypere innsikt i de ulike områder, til forskjell fra et strukturert intervju hvor spørsmål og fremdrift er fastsatt på forhånd. Delvis strukturerte intervjuer kan dermed en gi god balanse mellom standardisering og fleksibilitet (Johannessen et al., 2004).

Dokumentering av intervjuet vil gjennomføres ved at svarene noteres underveis. I etterkant av intervjuet vil alle registrerte data skrives ned for å kunne benyttes som bakgrunnsstoff til oppgaven. Intervjuguidene legges ved oppgaven.

Svakheter ved semistrukturerte intervjuer ligger blant annet i at det er subjektive meninger som fremkommer, og at disse nødvendigvis ikke samsvarer med realitetene. Dersom informanten er uengasjert, eller har begrenset villighet til å gi ut informasjon, vil også dette kunne påvirke de data en får ut av intervjuet. Videre kan intervjuer påvirke informantens respons i form av hvordan han eller hun oppfattes, da ved alder, kjønn, oppførsel eller klesstil (Johannessen et al., 2004). Til sist vil fortolkning i etterkant av intervjuet kunne påvirke de data en får. For eksempel ved at forskeren drar konklusjoner ut i fra det han ønsker å finne svar på, eller at informantens svar feiltolkes.

3.4 Metoder for verdsetting

Det finnes mange ulike metoder for å vurdere verdien av et selskap. Som tidligere nevnt er verdsetting ingen eksakt vitenskap, og ulike modeller kan derfor gi ulike verdiberegninger.

Metoder for verdsetting kan deles i to hovedkategorier:

- Balansebaserte metoder
- Inntjeningsbaserte metoder

Hovedfokuset vil ligge på de inntjeningsbaserte metodene, og mer spesifikt på de kontantstrømbaserte metodene. Dette fordi disse vil benyttes i oppgaven. Ulike modeller vil likevel gjennomgå for å gi en forståelse av hvorfor kontantstrømbaserte metoder velges, samt hvilke metoder som vil benyttes som supplement til de kontantstrømbaserte metodene.

3.4.1 Balansebaserte metoder

De balansebaserte metodene verdsetter bedriften med utgangspunkt selskapets balanse, hvor selskapets verdi av egenkapitalen fremgår som differansen mellom verdien av eiendeler og gjeld.

Balansebaserte metoder kan deles opp i:

- Substansverdi
- Matematisk verdi
- Likvidasjonsverdi

Substansverdi

Substansverdi kan defineres som markedsverdi av eiendeler fratrukket markedsverdi av gjeld (Boye & Meyer, 2008). Verdsettingen tar utgangspunkt i at det eksisterer et effektivt annenhåndsmarked som kan benyttes for å få et anslag for eiendelenes verdi. Dersom dette ikke er tilfelle erstattes ofte markedsverdier med gjenanskaffelsesverdi, som justeres for slitasje og verdiforringelse (Dahl et al., 1997). En tredje mulighet er å benytte taksering for å finne eiendelenes markedsverdi. Postene i regnskapet påvirkes også av norsk regnskapslovgivning, noe som kan medføre at for eksempel omløpsmidlene undervurderes med bakgrunn i forsiktighetsprinsippet. En bør derfor gjennomgå postene i regnskapet nøye før en verdsetting ved bruk av substansverdimetoden gjennomføres. Selv om markedsverdier

legges til grunn for beregning av substansverdi kan en få avvik i forhold til reell markedsverdi (Boye & Meyer, 2008). Dette kan blant annet skyldes goodwill, i form av at selskapet innehar spesialkunnskaper eller et stort nettverk, eller badwill ved at selskapet utnytter sine ressurser i lavere grad enn andre selskaper (Boye & Meyer, 2008). Benyttelse av substansverdimetoden forutsetter også videre drift av selskapet (going concern).

Matematisk verdi

Den matematiske verdien av et foretak tilsvarer den bokførte verdien av egenkapitalen (Støle, 2008). Metoden er lite benyttet i praksis fordi den regnskapsmessige verdien av egenkapitalen reguleres av aksje og regnskapslovgivningen, noe som kan føre til at den virkelige verdi avviker sterkt fra den bokførte verdi (Boye & Meyer, 2008). I enkelte tilfeller benyttes matematisk verdi i forbindelse med bestemmelser om forkjøpsrett i vedtekter og aksjonæravtaler (Dahl et al., 1997).

Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi er en undergruppe av substansverdiberegninger. Her forutsettes avvikling av selskapet, eller tvunget salg av aktiva. Selskapsverdien vil tilsvare estimert salgsverdi av selskapets eiendeler etter at all gjeld er betalt, og vil ofte være langt lavere enn i den ovennevnte substansverdiberegningen (Copeland et al., 2000). Dette både med bakgrunn i prisavslag og store avviklingskostnader. Likvidasjonsverdi er dermed den teoretisk laveste verdi selger kan akseptere (Dahl et al., 1997).

3.4.2 Inntjeningsbaserte metoder

Inntjeningsbaserte metoder tar utgangspunkt i nåværende og fremtidig inntjening for å beregne en bedrifts verdi. Det er med andre ord de fremtidige overskudd som bestemmer verdien av et selskap, til forskjell fra de balansebaserte metodene hvor dagens verdier i bedriften er avgjørende.

Inntjeningsbaserte metoder kan deles opp i:

- Dividendemodeller
- Resultatmodeller
- Multiplikatormodeller
- Kontantstrømbaserte modeller

Dividendemodeller

Dividendemodellen beregner et selskaps verdi som netto nåverdi av fremtidige dividender (Damodaran, 2002). Modellen har i liten grad blitt benyttet ved verdsettinger i Norge, mens den i USA er en vanlig benyttet modell. Bakgrunnen kan være at det historisk sett har blitt utdelt større utbytter i amerikanske selskaper (Boye & Meyer, 2008). De siste årene har imidlertid norske børsnoterte selskaper økt sine utbytter, noe som kan medføre at dividendemodellen blir mer brukt i fremtiden. Verdien av en aksje/egenkapitalen kan matematisk beregnes slik (Dahl et al., 1997):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_e)^t}$$

Hvor:

P_0 = Verdi per aksje på verdsettelsestidspunktet/ verdi av egenkapital

D_t = Forventet dividende per aksje i år t / totalt utbetalt dividende til aksjonær i år t

k_e = Avkastningskrav til egenkapitalen

Resultatmodeller

Resultatmodeller er modeller som forutsetter at selskapets resultater representerer en tilnærming til fremtidige kontantstrømmer. En metode som er mye benyttet i praksis er normalresultatmetoden (Dahl et al., 1997).

Normalresultatmetoden

Normalresultatmetoden tar utgangspunkt i de ressurser selskapet besitter i dag, samt historiske regnskapstall, for å prognostisere et fremtidig normalresultat. Ekstraordinære poster elimineres for å gi et så riktig bilde som mulig av selskapets inntjening. Resultatet kapitaliseres deretter ved å benytte et avkastningskrav som skal reflekterer investorers krav til avkastning utover risikofri rente. Forventet vekst må også hensyntas (Dahl et al., 1997).

Matematisk kan verdien beregnes slik:

$$Verdi = \frac{\text{Normalresultat}}{k - g}$$

Hvor:

$k = \text{Avkastningskrav til egenkapitalen}$

$g = \text{Forventet vekst}$

Multiplikatormodeller

Multiplikatormodeller er mye benyttede metoder for verdsetting av selskaper. Her multipliseres vanligvis en regnskapsstørrelse fra det selskap som skal verdsettes med en multiplikator beregnet ut fra sammenlignbare selskaper. Multiplikatoren beregnes for børsnoterte selskaper ved å dividere børskursen med en regnskapsstørrelse. Price/Earning og Price/Book er de mest benyttede multiplikatormodellene (Boye & Meyer, 2008). Disse vil forklares i det følgende.

Price/Earning metoden

Price/Earning metoden beregner verdien av et selskap ved å multiplisere dets resultat før ekstraordinære poster med P/E tallet for et sammenlignbart selskap. Matematisk kan metoden defineres slik:

$$\text{Verdi selskap} = \text{Resultat før ekstraordinære poster} * P/E \text{ sammenlignbart selskap}$$

P/E tallet er forholdet mellom markedsverdi av egenkapitalen og resultat før ekstraordinære poster for et sammenlignbart selskap, og avhenger først og fremst av forventet avkastning og markedsrelatert risiko (Copeland et al., 2000 og Boye & Meyer, 2008). Skal en benytte P/E tall for et selskap til å verdsette et annet selskap bør disse to størrelser derfor være tilnærmet like. Videre må referanseselskapet være korrekt priset, og andre størrelser som inngår i beregningen være konsistente mellom de to selskapene.

Price/Book metoden

Price/Book metoden tar utgangspunkt i et selskaps bokførte verdi av egenkapitalen, som multipliseres med P/B verdien for et sammenlignbart selskap. Matematisk kan verdien beregnes slik:

$$\text{Verdi selskap} = \text{Bokført verdi egenkapital} * P/B \text{ sammenlignbart selskap}$$

P/B er forholdstallet mellom egenkapitalens markedsverdi og bokført egenkapital for et sammenlignbart selskap (Damodaran, 2002). Hovedfaktorer som påvirker P/B tallet er utdelingsforhold, avkastning og avkastningskrav (Boye & Meyer, 2008). P/B metoden innehar i tillegg et usikkerhetsmoment ved at ulik bruk av regnskapsregler mellom børsnoterte og ikke børsnoterte selskaper kan føre til at den bokførte verdien av egenkapitalen ikke er sammenlignbar (Damodaran, 2002).

Kontantstrømbaserte modeller

Hovedprinsippet med kontantstrømbaserte modeller er at det er den fremtidige kontantstrømmen som bestemmer verdien av et selskap (Boye & Meyer 2008). Verdien av kontantstrømmene er også det som skal gi avkastning for eiere og investorer. Ved benyttelse av kontantstrømbaserte metoder beregnes verdien ved å benytte historiske regnskapstall 3-5 år tilbake som basis for prognoser av kontantoverskudd 10-15 år frem i tid (Copeland et al., 2000). Kontantoverskuddene diskonteres så med et beregnet avkastningskrav for å finne nåverdi av foretaket.

De kontantstrømbaserte modellene deles her opp i egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden.

Egenkapitalmetoden

Ved benyttelse av egenkapitalmetoden beregnes kontantoverskuddene til egenkapitalen, som også tilsvarer utbyttepotensialet til foretakets eiere. Verdien av selskapet fremkommer ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmer med et beregnet avkastningskrav (Dahl et al., 1997 og Copeland et al., 2000). Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM) vil utledes i kapittel 4.

Kontantoverskudd til egenkapitalen:

Resultat etter skatt
+ Avskrivninger
- Anleggsinvesteringer
- Økning omsetningsavhengige omløpsmidler
+ Økning rentefri kortsiktig gjeld
+ Økning rentebærende gjeld
= Kontantoverskudd til egenkapitalen (FTE)

Selskapets verdi fremgår gjennom to utregninger, en nåverdiberegning av de budsjetterte kontantstrømmer, og en terminalverdiberegning. Nåverdien av de budsjetterte kontantstrømmene beregnes ved å diskontere kontantoverskuddene med avkastningskravet til egenkapitalen:

$$\text{Nåverdi budsjettperiode} = \sum_{t=1}^n \frac{FTE_t}{(1 + k_e)^t}$$

Hvor:

FTE_t = Kontantstrøm til egenkapitalen år t

k_e = Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM)

Da det er vanskelig å anslå fremtidig vekst i en lang tidshorisont kan en anta at selskapet etter budsjettperioden vil ha en eller flere perioder med konstant vekst i kontantstrømmene (steady state) (Damodaran, 2002). Et selskap kan ikke forventes å ha en høyere vekstrate enn resten av økonomien over langt tid, og veksten etter budsjettperiodens slutt bør derfor ikke være høyere enn den generelle økonomiens vekst (Damodaran, 2002). Formelen for terminalverdi gir et anslag for nåverdien av de fremtidige kontantstrømmer selskapet vil generere etter budsjettperioden.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{FTE_{n+1}}{(1 + k_e)^n (k_e - g)}$$

Hvor:

FTE_{n+1} = Kontantstrøm til egenkapitalen ved budsjettperiodens slutt

g = Forventet vekst ved budsjettperiodens slutt

Verdien av egenkapitalen kan da beregnes slik:

$$\text{Egenkapitalverdi} = \sum_{t=1}^n \frac{FTE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{FTE_{n+1}}{(1 + k_e)^n (k_e - g)}$$

Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden beregner kontantoverskuddet til totalkapitalen i foretaket, og dermed den kontantstrøm som er tilgjengelig for alle selskapets interessenter, både eiere og kreditorer.

Som i egenkapitalmetoden må et avkastningskrav beregnes for å kunne diskontere de fremtidige kontantstrømmene. Her vil totalkapitalverdimodellen (WACC) benyttes for å fastsette avkastningskravet (Copeland et al., 2000), noe jeg vil komme tilbake til i kapittel 4. Etter at avkastningskravet er fastsatt beregnes foretakets verdi ved å diskontere kontantoverskuddet med avkastningskravet til totalkapitalen.

Kontantoverskudd til totalkapitalen:

Driftsresultat

- Skatt

+ Avskrivninger

- Anleggsinvesteringer

- Økning omsetningsavhengige omløpsmidler

+ Økning rentefri kortsiktig gjeld

= Kontantoverskudd til totalkapitalen (FKT)

Utledningen om nåverdi av budsjettperioden og terminalverdi er lik for egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden, og vil derfor ikke beskrives mer utfyllende her.

Verdien av totalkapitalen kan beregnes slik:

$$\text{Totalkapitalverdi} = \sum_{t=1}^n \frac{FKT_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FKT_{n+1}}{(1 + WACC)^n (WACC - g)}$$

Hvor:

FKT_t = Kontantstrøm til totalkapitalen år t

$WACC$ = Avkastningskrav til totalkapitalen

FKT_{n+1} = Kontantstrøm til totalkapitalen ved budsjettperiodens slutt

g = Forventet vekst ved budsjettperiodens slutt

Verdien av egenkapitalen kan deretter frembringes ved å subtrahere rentebærende gjeld fra totalkapitalverdien (Koller et al., 2005 og Boye & Meyer, 2008).

3.5 Valg av metode

Valg av metode vil avhenge av spesifikke forhold med den bedrift som skal verdsettes, den informasjon en har om selskapet og bransjen, og i tillegg tid og kostnadsrammer (Damodaran, 2002 og Boye & Meyer, 2008). Her følger en diskusjon av hvorvidt de ulike verdsettingsmetoder beskrevet ovenfor er egnet til å estimere verdien av Nord-Klima AS.

I følge Boye og Meyer (2008) og Copeland et al (2000) anbefales de kontantstrømbaserte metodene for verdsetting av selskaper, noe som begrunnes med at det som gir en bedrift verdi er de kontantoverskudd den vil generere i framtida. Det kan ligge betydelig usikkerhet forbundet med estimering av fremtidig inntjening og avkastningskrav, i tillegg til at metodene er tidkrevende. Samtidig kan en grundig vurdering av risikoforhold og fremtidsutsikter gjøre verddivurderingen mer pålitelig. Benytter en i tillegg sensitivitetsanalyser vil en også i større grad få klarhet i hvilke variabler som er mest kritiske og usikre.

Totalkapitalmetoden anbefales i litteraturen med bakgrunn i at en får en verdi basert på alle kapitalkomponenter som operer i bedriften, noe som gjør det enklere å forstå hvilke investeringer og finansielle ressurser som skaper verdi for investorer. I tillegg identifiseres nøkkeldrivere som kan ha betydning for bedriftens fremtidige verdiskapning (Copeland et al., 2000). I følge Boye og Meyer (2008) og Copeland et al (2000) er totalkapitalmetoden også den enkleste og mest passende for de fleste selskaper, og den metoden som brukes mest i praksis. Et annet aspekt er at totalkapitalmetoden forutsetter at bedriftens verdi ikke påvirkes av hvordan den er finansiert (Boye & Meyer 2008). I følge Boye og Meyer (2008) kan totalkapitalmetoden likevel lede til en for høy selskapsverdi for bedrifter med en unormal finansieringsgrad, noe som gjelder for Nord-Klima da bedriften ikke er i besittelse av rentebærende gjeld.

Med utgangspunkt i totalkapitalmetoden kan rentebærende gjeld fratrekkes for å finne verdien av egenkapitalen. Dette er imidlertid et teoretisk utgangspunkt, og for bedrifter uten rentebærende gjeld tilsier metoden at verdien av totalkapitalen og egenkapitalen er lik

Egenkapitalmetoden anbefales i hovedsak for bedrifter med en stabil egenkapital, deriblant banker og livsforsikringsselskaper (Copeland et al., 2000 og Boye & Meyer 2008). I følge Gjesdal og Johnsen (1999) bør egenkapitalmetoden også benyttes med omhu for ikke børsnoterte selskaper, da det kan bli en utfordring å estimere en korrekt betaverdi som inngår i

beregning av avkastningskravet til egenkapitalen. Dette argumentet oppheves imidlertid i det avkastningskravet til egenkapitalen benyttes for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Videre tar egenkapitalmetoden også hensyn til bedriftens finansiering ved at netto finansposter tas med i beregningen.

Ved konsistent bruk av forutsetninger skal verdiberegninger med totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden i teorien gi likt resultat. Jeg vil likevel benytte begge metodene for å belyse om verdiene er sammenfallende. Dette begrunnes med at totalkapitalmetoden anbefales i teorien, mens egenkapitalmetoden i større grad tar hensyn til bedriftens finansieringsstruktur.

Multiplikatormodeller som Price/Earning og Price/Book er mye benyttede metoder, både med bakgrunn i at de er enkle i bruk og lite ressurskrevende, samt at de kan gi en verdi som ligger nærmere markedspris enn de kontantstrømbaserte metodene (Damodaran, 2002). Metodene kan imidlertid resultere i inkonsistente estimater dersom nøkkelvariabler som risiko, vekst og forventede kontantstrømmer avviker sterkt mellom den bedrift som verdsettes, og de antatt sammenlignbare selskaper. Med bakgrunn i at det er svært vanskelig å finne selskaper som ligner Nord-Klima nok til at et verdianslag blir pålitelig vil multiplikatorer ikke benyttes som verdivurderingsmetode. Det vil imidlertid beregnes P/E og P/B multipler for bedriften, som så sammenlignes med tall fra to børsnoterte entreprenørselskaper innenfor bygg og anleggsbransjen, samt et snitt for alle små selskaper på Oslo børs. En slik sammenligning kan gi en indikator på hvorvidt selskapet er over eller underpriset i forhold til markedet for øvrig.

Dividendemodeller bygger på at det er de forventede fremtidige utbetalinger av dividender som avgjør prisen på aksjene. Dette gjør at modellen kan undervurdere selskaper som holder tilbake overskudd ved for eksempel reinvesteringer. Nord-Klima har ikke utbetalt utbytte siden 2004, og har heller ikke budsjettet med utbytter de nærmeste årene. Dividendemodeller vil derfor kunne gi et svært feilaktig bilde av bedriftens verdi, og vil ikke benyttes som verdivurderingsmetode.

Resultatmodeller som normalresultatmetoden er i følge Dahl et al (1997) mindre nøyaktige metoder enn de kontantstrømbaserte metodene. Årsaken til dette er at man forutsetter at dagens justerte resultater representerer en korrekt tilnærming til de fremtidige resultater. Modellen vil med bakgrunn i dette ikke benyttes i verdivurderingen.

Substansverdiberegninger kan gi et godt bilde av et selskaps verdi med bakgrunn i de verdier selskapet besitter i dag. For Nord-Klima vil det imidlertid ligge begrensninger i at det er et aksjeselskap hvor eiendelene i balansen er vurdert til anskaffelseskost, og det ikke eksisterer et effektivt annenhåndsmarked. Selv om det hadde vært mulig å benytte gjenanskaffelseskost for verktøy og inventar, samt en takstmann for vurdering av varelageret, vil dette være en umulig oppgave innenfor rammene av denne oppgaven. Bedriftens kompetanseavhengighet kan også resultere i en lav verdi, selv om verdiskapningen er høy, fordi slike forhold ikke verdsettes økonomisk i balansen. Det er også trolig at selskapet vil være i besittelse av egenutviklet goodwill med bakgrunn i lang fartstid i bransjen, og et faglig kompetent personell. Ut i fra det ovenstående anses ikke substansverdimetoden som hensiktsmessig for en verdivurdering av Nord-Klima.

Matematisk verdi kan ofte gi et uriktig bilde av et selskaps markedsverdi i og med at verdien tilsvarer den bokførte verdi av egenkapitalen. Metoden vil derfor ikke benyttes.

Nord-Klima er ikke i en situasjon hvor det er tvunget til å legge ned driften eller selge aktiva, og det vil dermed ikke være hensiktsmessig å benytte likvidasjonsverdi som verdsettingsmetode. I tillegg vil det være en stor utfordring å vurdere hvilken verdi postene i balansen vil inneha ved likvidering av selskapet.

Metoder som vil tas i bruk i oppgaven er dermed totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden, samt en rimelighetsvurdering ved hjelp av multiplene Price/Earning og Price/Book.

4.0 Avkastningskrav

For å vurdere verdien av et selskap må de budsjetterte kontantstrømmer diskonteres med et avkastningskrav. Avkastningskravet skal reflektere den forventede avkastning som eiere og investorer kan få ved alternative plasseringer med samme risiko som selskapet. Kravet vil dermed være den nødvendige avkastningsstørrelse som kreves for å trekke kapital til virksomheten (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Det finnes flere ulike metoder for å beregne avkastningskrav, deriblant CAPM, WACC, risikoanalyse, arbitrasjemodeller og dividender (Damodaran, 2002). I og med at verdivurderingen baserer seg på å beregne bedriftens verdi med basis i egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden må representative avkastningskrav her kalkuleres. Avkastningskravet til egenkapitalen utledes ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM), som i følge Damodaran (2002) er den mest benyttede modellen. Totalkapitalens avkastningskrav utledes deretter ved kapitalkostnadsmodellen (WACC).

Det foreligger betydelig usikkerhet forbundet med fastsettelse av avkastningskrav, og kravet kan også ha stor innvirkning på den estimerte verdi. I kapittel 10 vil det derfor gjennomføres beregninger med alternative avkastningskrav hvor verdianslagets sensitivitet for endringer belyses.

4.1 Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM)

Ved bruk av kapitalverdimodellen baserer avkastningskravet seg på forventet avkastning på en risikofri plassering (R_F), og forventet avkastning på markedsporteføljen (R_M). Den forventede avkastningen på markedsporteføljen justeres med et risikotillegg (β), som uttrykker virksomhetens risikonivå i forhold til markedsporteføljen (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Matematisk kan avkastningskravet beregnes slik:

$$CAPM = R_F(1 - s) + [R_M - R_F(1 - s)] * \beta + \lambda$$

Hvor:

R_F = Risikofri rente

s = Skattesats

β = Beta til selskapet

R_M = Forventet avkastning i markedet

λ = Likviditetspremie

Avkastningskravet består som vi ser av en rekke delkomponenter som influerer det endelige krav. Disse vil nå diskuteres.

Risikofri rente

Fastsettelse av den risikofrie renten kan ha stor innvirkning på avkastningskravet. Hypotetisk sett burde den risikofrie renten tilsvare avkastningen på verdipapirer uten risiko og korrelasjon med markedet for øvrig. I teorien vil det beste estimatet for risikofri rente derfor være avkastningen på en nullbeta portefølje. I praksis vil dette være for komplisert og tidskrevende, og Copeland et al (2000) og Koller et al (2005) anbefaler derfor å anvende 10-årige statsobligasjoner. Gjesdal og Johnsen (1999) foreslår at man istedenfor tar i bruk 3-års indeks statsrente, beregnet som et snitt av statsobligasjoner med durasjon på 3 år. Tilsvarende anbefaler Boye og Meyer (2008) at statsobligasjonsrente på 2-3 år benyttes som risikofri rente. Snittet for treårige statsobligasjoner over de siste tre årene er i følge Norges bank 4,01% (www.norges-bank.no, 26.3.2010).

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie uttrykker forskjellen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofrie renten, ($R_M - R_F$), og skal gjenspeile markedsporteføljens avkastningsrisiko (Copeland et al., 2005 og Gjesdal & Johnsen, 1999). Beregning av risikopremien kan være problematisk. Den kan enten baseres på historiske tall, eller utføres som et estimat av fremtiden. Historiske tall vil variere ut i fra hvilken periode en benytter, og en fremtidsestimering nødvendiggjør gjetninger om fremtiden. I praksis benyttes ofte historiske tall, og det vil gjøres også i denne oppgaven (Copeland et al., 2000).

NOU 1997-27 tar utgangspunkt i Gjesdal og Johnsen (1999), som fremlegger at Oslo børs totalindeks har hatt en meravkastning i forhold til korte statsrenter på 6,2 % over en periode på 32 år (1967-1998) (www.regjeringen.no, 1.4.2010). Forfatterne argumenterer likevel for at det fremtidige normalnivået vil være lavere enn det historiske. Endringsfaktorer er her en lavere variasjon i børsens likviditet, reduserte inflasjonssvingninger og bedre kapitalisering i form av reduserte gjeldsandeler. Samlet leder forholdene til en antatt fremtidig markedspremie på rundt 5 % (Gjesdal & Johnsen, 1999 og Boye & Meyer, 2008).

Beta

Beta er et mål for markedsrelatert risiko, og gir et uttrykk for gjenstående risiko når investeringen inkluderes i markedsporteføljen (Gjesdal & Johnsen, 1999). I snitt er beta lik 1 for børsnoterte aksjer. Er betaverdien høyere enn 1 har investeringen en høyere risiko enn markedsporteføljen, mens det motsatte er tilfelle med en betaverdi under 1 (Gjesdal & Johnsen, 1999). For unoterte selskaper anbefaler Copeland et al (2000) å benytte en gjennomsnittlig beta for industrien bedriften opererer i, framfor beta for et enkelt selskap. Dette fordi et snitt vil være mer stabilt og reliabelt med tanke på at spesifikke forhold med den enkelte bedrift utjevnes, og at individuelle målefeil kan viskes ut. Per i dag er ingen ventilasjonsbedrifter notert på Oslo børs. Et alternativ utgangspunkt kan da være børsnoterte bygg og anleggsbedrifter som BWG Homes ASA og Veidekke. I følge Dagens Næringsliv (24.3.2010) har foretakene en beta på henholdsvis 0,92 og 0,44. Et aritmetisk snitt av disse vil tas i bruk ved beregning av avkastningskravet (Gjesdal & Johnsen 1999).

Likviditetspremie

Kapitalverdimodellen forutsetter et perfekt kapitalmarked, hvor markedets risikopremie uttrykker den forventede meravkastning på en aksje med representativ risiko og markedslikviditet. For unoterte selskaper kan det være aktuelt å legge til en likviditetspremie som skal kompensere for investors risiko ved plassering i lite omsettelige aksjer (Damodaran, 2002). Også det forhold at eierskapet i små selskaper ofte domineres av få eiere, og at det kan være vanskelig å få tak i all relevant informasjon i forkant av en investering, kan gi grunnlag for en likviditetspremie (Gjesdal & Johnsen, 1999). I følge Gjesdal og Johnsen (1999) kan en likviditetspremie for mindre unoterte selskaper ligge rundt 4-5 %, noe forfatterne også sier er vanlig i praksis. Størrelsen på likviditetspremien bør imidlertid utledes fra en vurdering både av selskapet som skal verdsettes, og den eventuelle kjøper.

4.2 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes ved å multiplisere selskapets gjeldsandel med gjennomsnittlig lånerente, og egenkapitalandelen med avkastningskravet til egenkapitalen. Matematisk beregnes avkastningskravet slik:

$$WACC = R_G(1 - s) * \frac{RG}{E + RG} + R_E * \frac{E}{E + RG}$$

Hvor:

- R_G = Gjennomsnittlig lånerente
- RG = Rentebærende gjeld
- R_E = Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM)
- E = Egenkapital
- s = Skattesats

Vektene i form av egenkapitalandel og gjeldsandel bør beregnes til markedsverdier. Årsaken til dette er at aksjonærene ønsker forrentning på markedsverdien til egenkapitalen, mens långivere skal ha forrentning på bedriftens utlånte kapital. Videre bør kun rentebærende gjeld tas med i bergningen (Copeland et al., 2000). Dette fordi den omsetningsavhengige rentefrie gjelden allerede er hensyntatt ved beregning av kontantoverskuddene (Boye & Meyer, 2008). Lånerente beregnes som et snitt av bedriftens lånerente.

Kapitalkostnadsmodellen forutsetter at forholdet mellom gjeld og egenkapital vil holde seg stabil over selskapets livstid, og er i samsvar med Miller-Modigliani hypotesen som uttrykker at totalkapitalens avkastningskrav ikke påvirkes av hvordan bedriften er finansiert. I følge Boye og Meyer (2008) holder hypotesen i Norge, men de fremhever også at en spesielt høy eller lav gjeldsandel kan få avkastningskravet til å stige. Andre teoretikere mener at den beste løsningen er å finne en målgitt kapitalstruktur for selskapet, fordi dagens kapitalstruktur nødvendigvis ikke er representativ for all fremtid. Dette innebærer å finne sammenlignbare selskapers kapitalstruktur, for så å vurdere om den kan være mer representativ for bedriften som skal verdsettes (Copeland et al., 2000). I oppgaven anses imidlertid en sammenligning for omfattende og unøyaktig til at det vil gjennomføres.

5.0 Utvikling i markedet

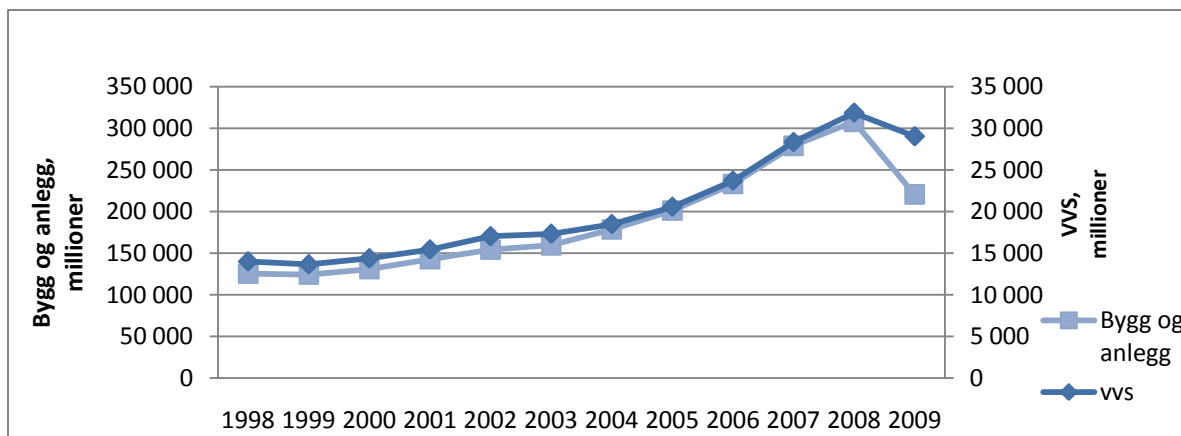
Utvikling og endring i markedet kan ha stor innvirkning på en bedrifts verdiskapning. For konjunkturutsatte bransjer merkes generelle markedssvingninger i ekstra stor grad. Dette fører til at de fleste bedrifter i slike bransjer opplever inntektssvingninger som ikke er basert på interne forhold ved bedriften.

Ventilasjonsbransjen er en del av byggebransjen, noe som gjør bedriftene svært avhengige av utviklingen i byggmarkedet for øvrig. For å få en forståelse av markedsforskningene Nord-Klima opererer i gjennomføres en beskrivelse av utviklingen innenfor bygg og anleggsbransjen, som sammenstilles med utviklingen innenfor ventilasjonsbransjen generelt, samt ventilasjonsbransjen i Troms fylke.

5.1 Utvikling i markedet for bygg og anleggsbransjen og ventilasjonsbransjen

Innenfor bygg og anleggsbransjen har produksjonsnivået vokst jevnt de siste femten årene. Med bakgrunn i finanskrisen og overopphetning i markedet sank imidlertid veksten i 2008, og endte med en negativ vekstrate på 4,6 % i 2009. Men ikke alle tall peker i negativ retning. Innenfor nybygg og anleggsvirksomhet var nedgangen sterk, mens ombygging og vedlikeholdsarbeid økte med 9,6 % fra 2008 til 2009 (www.ssb.no, 20.2.2010). Som en konsekvens av nedgang i produksjon ble også omsetningsveksten lavere i 2008, og gikk over i negativ vekst i 2009. Samlet sank bygg og anleggsbransjens omsetning med 12 % de 10 første månedene av 2009, sammenlignet med tilsvarende periode for 2008 (www.ssb.no, 22.3.2010).

Den negative utviklingen har også påvirket ventilasjonsbransjen. Nedgangstidene har som nevnt gitt langt færre nybygg, noe som reduserer inntekspotensialet betraktelig. En positiv trend er imidlertid en større andel vedlikehold. Likevel utgjør vedlikeholdsarbeid kun en liten andel av ventilasjonsbedriftenes inntekter, og kompenserer derfor ikke for redusert utbygging. Ser vi på utviklingen for bedrifter som driver med VVS- arbeid har omsetningen gått merkbart ned også her (www.ssb.no, 28.2.2010). Totalt endte bransjen med en nedgang i omsetning på 8,9 % fra 2008 til 2009.

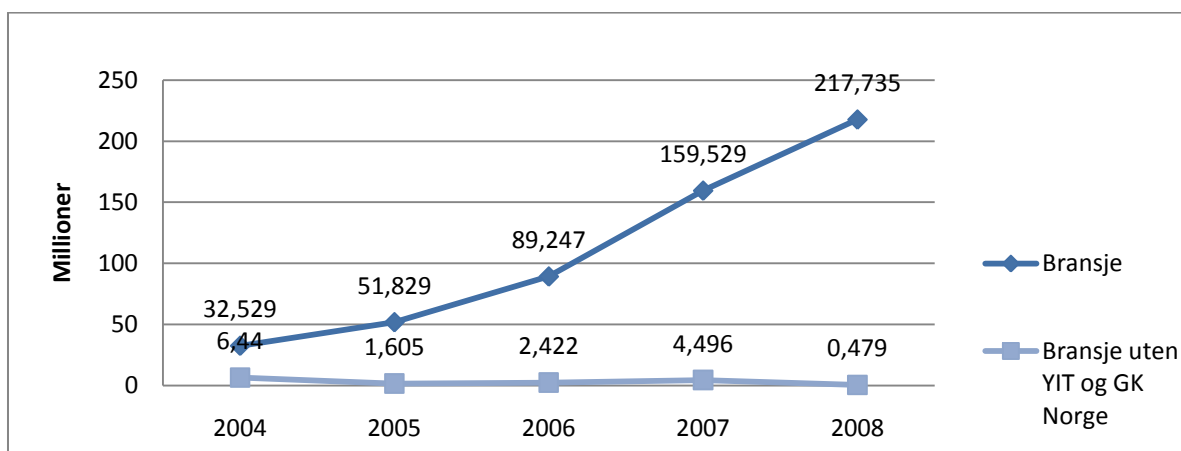


Figur 3: Utvikling i omsetning for Bygg- og anleggsbransjen og VVS- bransjen fra 1998 - 2009

Tall for VVS arbeid innbefatter i tillegg til ventilasjon også rørlegging, noe som gjør at tallene ikke er helt representative (SSB, 5.3.2010). De gir likevel et godt bilde av markedsutviklingen, og viser at ventilasjonsbransjen i stor grad følger byggebransjens svingninger.

5.2 Utvikling i markedet for ventilasjonsbransjen i Troms fylke

Nord-Klimas markedsområde innbefatter i hovedsak Troms fylke. Blant ventilasjonsbedriftene som opererer her reduserte majoriteten sitt resultat i 2008. Figuren nedenfor viser en positiv retning, men da i hovedsak fordi konsernene YIT og GK Norge har en langt høyere omsetning enn de resterende aktørene. Fjernes de to konsernene har ventilasjonsbransjen i Troms hatt en positiv utvikling fra 2005 til 2007, men en kraftig nedgang fra 2007 til 2008 (www.proff.no, 28.2.2010).



Figur 4: Utvikling i årsresultat for ventilasjonsbransjen i Troms fra 2004-2008

I tabellen nedenfor er årsresultat for ventilasjonsbedriftene i Troms fra 2004 til 2008 presentert. Vi ser her at det er store årlige variasjoner i resultatnivået, men det fremgår også at de fleste bedriftene har opplevd en resultatnedgang fra 2007 til 2008.

Tabell 1: Utvikling i årsresultat for ventilasjonsbransjen i Troms fra 2004 til 2008

Bedrift	2004	2005	2006	2007	2008	Utvikling 07-08
Nord-Klima	4 304 000	1 008 000	1 843 000	1 834 000	-197 000	Neg
YIT	14 965 000	33 323 000	70 769 000	131 743 000	196 330 000	Pos
GK Norge	11 124 000	16 901 000	16 056 000	23 290 000	20 926 000	Neg
Energiprojekt	499 000	-142000	373 000	1 144 000	1 761 000	Pos
Enervent	1 201 000	162 000	298 000	1 077 000	-42 000	Neg
Proent VVS prosjekt	284 000	276 000	722 000	254 000	156 000	Neg
Vekas	152 000	301 000	-814000	187 000	-1 199 000	Neg
Sum årsresultat	32 529 000	51 829 000	89 247 000	159 529 000	217 735 000	

(www.proff.no, 28.2.2010)

Hvorvidt nedgangstidene vil vedvare kan ingen si med sikkerhet. Per i dag er antall planlagte byggeprosjekter få sammenlignet med antall aktører i bransjen, og det er stor kamp om de jobbene som legges ut for anbud. Bakgrunnen for nedgangstidene er varierte, og det er mange forhold som har innvirkning på bransjens verdiskapning. I neste kapittel vil forhold som påvirker og kan komme til å påvirke bransjens og bedriftens verdiskapning, gjennomgås ved hjelp av en strategisk analyse.

6.0 Strategisk analyse

For å gjennomføre en grundig verdivurdering er det viktig å forstå bedriftens omgivelser og konkurransearena. Dette med bakgrunn i at en bedrifts fremtidige resultater i stor grad vil avhenge av hvordan den takler omgivelsene den opererer i. I tillegg er det avgjørende med en forståelse av bedriftsinterne forhold som kan ha innvirkning på bedriftens prestasjoner (Copeland et al., 2000). I dette kapittelet gjennomføres først en analyse av bransjeeksterne forhold som kan påvirke bransjen ved hjelp av en PEST-analyse. Deretter følger Porters bransjeanalyse som tar for seg bransjeinterne anliggender som har innvirkning på konkurranseintensiteten i bransjen. Til sist gjøres en analyse av bedriftens verdiskapning i form av Verdikjeden, samt en oppsummering ved hjelp av analyseverktøyet SWOT.

6.1 Ekstern analyse

6.1.1 Analyse av bransjeeksterne forhold: PEST-analyse

For å identifisere og klarlegge kritiske faktorer i bransjens eksterne omgivelser vil en PEST-analyse benyttes. Denne analysen tar for seg hvordan politisk-juridiske, økonomiske, sosiokulturelle og teknologiske forhold kan påvirke organisasjonens virksomhet (Roos et al., 2004). Ved å benytte PEST-analysen til innhenting av informasjon kan en få en systematisk bevisstgjøring av influerende faktorer i bedriftens makromiljø.

Politisk – juridiske forhold

Alle selskaper vil på en eller annen måte bli berørt av utvikling og endringer på det politisk-juridiske området. Politisk-juridiske forhold består blant annet av monopollovgivning, miljøvernlovgivning, skattepolitikk, handelsreguleringer og arbeidsreguleringer. Også ventilasjonsbransjen berøres av disse forholdene.

Foretak som driver innenfor områder hvor plan og bygningsloven kommer til anvendelse må ha tilstrekkelige kvalifikasjoner for å ivareta kravene loven stiller. Godkjenninger utstedes for ulike ansvarsområder, deriblant ansvarlig prosjekterende, ansvarlig utførende og ansvarlig kontrollerende (www.lovdatab.no, 4.3.2010). Det skilles også mellom ulike tiltaksklasser, avhengig av vanskelighetsgrad og mulige konsekvenser ved feil på det aktuelle prosjektet. Kravene til godkjenninger medfører at ventilasjonsselskaper som ønsker prosjekter på store og krevende bygg må ha tilstrekkelig med kompetanse og erfaring blant sine ansatte.

Standard Norge har utviklet en rekke standarder som har innvirkning på ventilasjonsbransjen. Standardene innbefatter blant annet funksjonskrav til produktene, prosjekteringsbestemmelser, krav til utførelse og vedlikehold, samt måleprosedyrer for å dokumentere ytelse (www.standard.no, 4.3.2010). Standardene er i utgangspunktet ikke rettslig bindende, men er ansett som ”agreed documents”, og benyttes av de fleste aktører blant annet fordi de kan gi gode praktiske løsninger og fordi kunder ofte forventer at de skal følges.

Den nye energimerkingsforskriften som trådte i kraft fra 1.januar 2010 kan komme til å påvirke ventilasjonsbransjen sterkt i tiden fremover. Fra og med 1.juli 2010 vil energimerking bli obligatorisk for alle nybygg, samt alle bygg som skal selges eller leies ut. For yrkesbygg over 1000 kvm er kravet at de alltid skal ha en gyldig energiattest, med siste frist for førstegangsmerking 1.januar 2012 (www.energimerking.no, 5.3.2010). For ventilasjonsbransjen innebærer forskriften både nye utfordringer i form av økte krav fra kunder til kvalitet og ytelse på ventilasjonssystemene, sterkere dokumentasjonskrav, samt muligheter for arbeid på eksisterende bygg hvor dagens systemer må forbedres for å få godkjent energimerkingen.

Ut fra det ovenstående vil jeg anse offentlige krav til godkjenninger og den nye energimerkingsforskriften som de største påvirkningsfaktorene innenfor det politisk-juridiske området. Godkjenningene har innflytelse på hvilke bygg aktørene kan operere på, mens energimerkingsforskriften vil stille nye krav og gi nye muligheter til hele ventilasjonsbransjen.

Økonomiske forhold

Økonomiske forhold består blant annet av faktorer som påvirker kunders etterspørsel, sykliske svingninger, rentenivå, inflasjon, energikostnader og trender i BNP (Roos et al., 2004).

De siste to årene har verdensøkonomien vært preget av nedgangstider. Dette har også rammet Norge og norske bedrifter. Bedriftsmarkedet preges av de dårlige tidene, og spesielt byggebransjen har blitt hardt rammet. Bedrifter i ventilasjonsbransjen fungerer ofte som underentreprenører for aktører i byggenæringen, og som vi har sett tidligere har nedgangstider med en langt lavere grad av utbygging gitt ringvirkninger også her.

Innefor det offentlige har nedgangskonjunktorene også latt seg merke. Tromsø kommune sto i fare for å havne på ROBEK-lista etter to år med underskudd (2007 og 2008). Dette ville medført at alle nyinvesteringer og lån måtte godkjennes av fylkesmannen, og en mindre grad av nybygg. 2009 ble imidlertid et bedre år, og kommunen unngår dermed å havne under fylkesmannens kontroll. I tillegg fikk kommunen en tiltakspakke på 46 millioner fra staten til vedlikehold og utbedring av eksisterende byggemasse. Gjennom bruk av lokale entreprenører ga tiltakspakken ringvirkninger også for private bedrifter. I følge kommunens økonomiplan er det likevel gjort store kutt i planlagte investeringer. Økonomiplanen for 2009-2012 viste for eksempel en sum for planlagte investeringer i 2010 på 366 millioner, mens beløpet i planen for 2010-2013 er kuttet til 304 millioner. For 2012 var det vedtatte beløp i 2009 86 millioner, som nå er kuttet til ca 11 millioner (Økonomiplan Tromsø Kommune 2009-2012 og 2010-2013). I følge økonomiansvarlig ved resultatenheten Eiendom i Tromsø kommune, Tove Nygård, er det sannsynlig at det blir foretatt endringer i investeringsraten nå som kommunen igjen går med overskudd, og det samtidig er mange lovpålagte oppgaver som venter på å bli utført. Beløpet som er satt av til vedlikehold, og dermed også forbedringer av ventilasjonssystemer, er for det inneværende år 32 millioner.

Privatmarkedet merkes også av nedgangstidene. Privatpersoner opplever økt ledighet, og har i større grad vært forsiktige med å bruke penger. Resultatet har vært langt færre nybygg, og istedenfor en større grad av vedlikehold.

De økonomiske nedgangstidene har også ført til at ventilasjonsbedrifter som normalt ikke har sitt markedsområde i Nord-Norge regner på store prosjekter til langt lavere priser enn normalt for å holde hjulene i gang. Dette gjør markedsforholdene for de eksisterende aktørene enda tøffere.

Samlet har det blitt langt færre tilbud å regne på for ventilasjonsbransjen, og dermed større konkurranse om de anbudsutlysningene som er tilgjengelige. Dette har igjen ledet til et større prispress, og en mer nøyaktig anbudsregning med lavere kalkyler. En del av bedriftene har gått med underskudd, og sett seg nødt til å permittere ansatte. Imidlertid kan det tenkes at den lave utbyggingsraten gjør at det akkumuleres framtidige behov. Dette vil i så fall lede til økt aktivitet i den økonomien igjen er i en vekstfase.

En annen økonomisk faktor som har innvirkning på bransjen er rentenivået. Styringsrenten har vært lavt i 2009, med et snitt på 1,75 prosentpoeng (www.norges-bank.no, 3.3.2010). De lave rentene er positivt for bedrifters overlevelsessevne og investeringsmuligheter, og vedvarende lave renter kan også stimulere privatmarkedet til å begynne å investere igjen. Fremover ser det imidlertid ut til at renten vil stige, selv om ingen kan anslå med sikkerhet hvor mye. I følge sentralbankens anslag vil styringsrenten ligge rundt 3 % ved utgangen av 2010, og like under 5 % ved utgangen av 2012 (www.norges-bank.no, 3.3.2010). En renteøkning vil gi motsatte effekter enn nevnt ovenfor, både for bedrifter og privatpersoner, men forutsetter samtidig at den nasjonale økonomien er på opptur, noe som gir positive ringvirkninger for ventilasjonsbransjen.

Innefor de økonomiske forholdene har nedgangstidene i markedet hatt størst innvirkning på bransjens markedsforhold og resultater. En oppgangstid i det generelle markedet vil også gi forbedrede omstendigheter for ventilasjonsbransjen.

Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold innbefatter blant annet demografi, inntektsfordeling, sosial mobilitet, konsum og utdanningsnivå

Tilgang på kvalifisert personell er en utfordring for hele ventilasjonsbransjen. Den senere tid har mange valgt ingeniørutdanning innenfor IT fremfor å spesialisere seg innenfor VVS. Rekrutteringsproblemene gjør at det er stor etterspørsel etter VVS ingeniører, og spesielt etter personell med erfaring. I tillegg er snittalderen i ventilasjonsbransjen relativt høy, noe som vil føre til et generasjonsskifte, og ytterligere behov for nye ansatte.

En generell befolkningsvekst i samfunnet vil øke behovet for sosiale tjenester, og dermed også nye bygg og vedlikehold av eksisterende bygg. Om noen år vil en stor andel av befolkningen være pensjonister og skape behov for eldreboliger og sykehjem, (i følge tall fra SSB vil Norge oppleve en økning i antall pensjonister fra 625 000 2010 til 716 000 i 2015) (www.ssb.no, 5.2.2010). Det fødes også flere barn enn tidligere, og kommunen har per dags dato ikke nådd målet om full barnehagedekning. Dette nødvendiggjør utbygging av barnehager og skoler, samt oppgradering av dagens skoler som til dels er forholdsvis nedslitte.

Utfordringsmessig vil den lave rekrutteringsandelen av ingeniører være det mest influerende sosiokulturelle forholdet. Befolkningsvekst i samfunnet er imidlertid et positivt forhold som muliggjør nye prosjekter for ventilasjonsbransjen.

Teknologiske forhold

Under teknologiske forhold ser man blant annet på utvikling innenfor områder som forskning og teknologi.

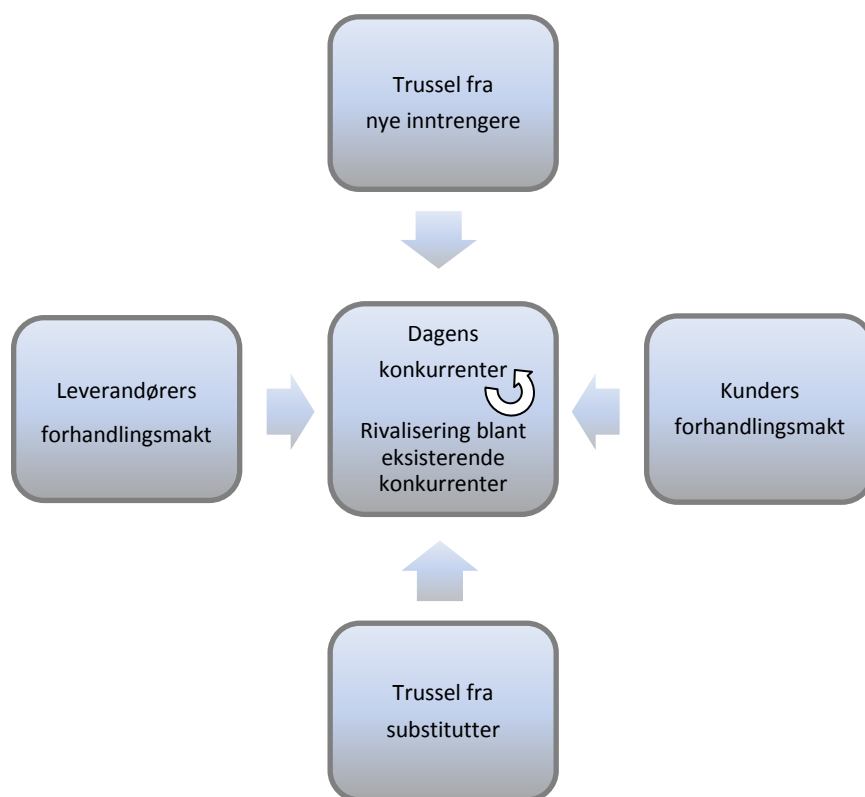
Produkter og løsninger innenfor ventilasjonsbransjen er i stadig utvikling. Fokus på energieffektivisering nødvendiggjør produkter som gir et godt inn klima, og samtidig et lavt energiforbruk. Det er nå startet opp et prosjekt i regi av Forening for ventilasjon, kulde og energi (VKE) og SINTEF Byggforsk, kalt "reDuCeVentilation". Prosjektet har som mål å utvikle kunnskap og fakta om mulige energibesparelser ved bruk av behovsstyrt ventilasjon (www.vke.no, 5.3.2010). Prosjektet viser hvor viktig det vil være for bransjen å følge med på utviklingen av ny teknologi, både med tanke på hva konkurrentene tilbyr av løsninger, og i forhold til hva potensielle kunder kan forventes å kreve i tiden som kommer.

Oppsummering PEST-analyse

Ser vi på de eksterne forholdene i bransjens omgivelser samlet vil jeg anse de mest influerende faktorer å være nedgangstider i markedet, endring og utvikling som følge av offentlige krav som energimerkingsforskriften, fokus på energieffektivitet, samt rekruttering av kvalifisert personell. Nedgangstidene gjør markedsforholdene usikre, og ingen kan med sikkerhet si når endringer vil inntreffe. Energiproblematikken vil stille større krav til dagens aktører, men kan samtidig skape muligheter i form av nye markedsområder. Den lave rekrutteringsraten innenfor VVS leder til stor konkurranse om den arbeidskraft som er tilgjengelig, og vil også gi utfordringer for en bransje som er svært avhengig av kompetanse og offentlige godkjenninger.

6.1.2 Analyse av bransjeinterne forhold: Porters bransjeanalyse

En bedrifts konkurransevne og lønnsomhet påvirkes i stor grad av de interne forhold i bransjen, og det er derfor viktig med et bevisst forhold til hvilke krefter som virker inn (Porter, 1980). For å analysere de bransjeinterne forholdene vil Porters konkurranseanalyse benyttes. Konkurransanalysen tar utgangspunkt i fem grunnleggende konkurransekrefter som påvirker konkurransetilstanden i en bransje; nye potensielle aktører, dagens konkurrenter, mulige substitutter, kunders forhandlingsposisjon, og til slutt leverandørens forhandlingsposisjon.



Figur 5: Porters five forces

(Porter, 1980)

Trussel fra nye potensielle inntrengere i bransjen

Trussel fra nyetableringer vil avhenge av de aktuelle etableringshindringer som eksisterer i bransjen. Dersom barrierene for å etablere seg er høye kan det avskrekke potensielle aktører fra å starte opp. Videre vil også eventuelle forventede reaksjoner fra etablerte aktører påvirke etableringstrusselen. Forventer en ny aktør sterke reaksjoner fra etablerte aktører vil sjansen for nyetableringer reduseres (Porter, 1980).

Det generelle markedet preges av nedgangstider, noe som i utgangspunktet ikke tiltrekker nye aktører til hardt rammede bransjer. På landsbasis økte konkurstatistikken fra 2845 i 2007, til 3637 i 2008, og videre til 5013 i 2009 (www.ssb.no, 6.3.2010), mens det i Troms fylke ble åpnet 92 konkurser i 2008, mot 142 i 2009 (www.ssb.no, 6.3.2010). I følge Arild Karlsen har det vært få nyetableringer innenfor ventilasjonsbransjen i Troms fylke de siste årene. Nå har imidlertid en multinasjonalt leverandør av tekniske installasjonssystemer, Bravida, gått ut i mediene med at de vurderer å satse på ventilasjon i tillegg til dagens satningsområder. Dersom dette blir en realitet kan bedriften komme til å utgjøre en trussel for de eksisterende aktørene i bransjen.

I følge Roos et al (2004) finnes det syv ulike etableringshindre i en bransje. I det følgende vil de mest relevante for ventilasjonsbransjen gjennomgås.

Stordriftsfordeler blant etablerte aktører i bransjen kan fungere som et etableringshinder for nye aktører. Slike fordeler beskriver situasjoner hvor enhetskostnaden synker ved stigende produksjonsvolum, og kan finnes i de fleste funksjoner hos en bedrift. Deriblant innkjøp, produksjon og markedsføring (Porter, 1980).

Nord-Klima er med i en samarbeidsgruppe (VESAM) bestående av seks norske ventilasjonsentreprenører spredt over hele landet. Medlemsbedriftene samarbeider om felles innkjøpsavtaler som gir fordelaktige rabatter på innkjøp, og dermed stordriftsfordeler i innkjøpsfunksjonen. Gruppen er heller ikke åpen for nye medlemmer som kan skape konkurranse i medlemsbedriftenes markedsområder. I tillegg har Nord-Klima faste rammeavtaler med andre leverandører som sikrer gode priser og leveringstider. Samlet kan dette skape et etableringshinder for nyetableringer med bakgrunn i høyere innkjøpskostnader.

Stordriftsfordeler kan også oppstå ved fusjoner og oppkjøp med bakgrunn i at de eksisterende aktørene får fordeler av innkjøps og produksjonssamarbeid, lavere administrasjonskostnader, eller tilgang til en større kundegruppe. Antall ingeniørfirmaer i Norge ble redusert fra 274 i 2007 til 256 i 2008 grunnet oppkjøp og fusjoner i bransjen (www.vvs-forum.no, 6.3.2010).

Breddefordeler kan også være et etableringshinder (Porter, 1980). De etablerte aktørene driver innenfor mange ulike fagområder, deriblant rådgivning, ventilasjon og blikkenslager, samt at de tilbyr løsninger for både små og store kunder. Dette gjør selskapene fleksible i form av at

de har flere områder å støtte seg på, i tillegg til at de kan tilby kundene en mer helhetlig løsning enn et enkelt produkt. For nye aktører som vil inn på markedet kan dette kan være vanskelig å matche, og de kan måtte velge mellom å satse stort på flere områder med de kostnadene det medfører, eller starte opp i langt mindre skala.

Adgang til distribusjonskanaler kan representere et etableringshinder i form av at nye aktører må finne en måte å få produktet ut til kundene. I ventilasjonsbransjen distribueres produkter og tjenester i stor grad gjennom anbudsregninger. Dette medfører at tilgangen til distribusjonskanaler i utgangspunktet er åpen for både nye og etablerte bedrifter, og dermed ikke kan anses som et stort hinder for nyetableringer i bransjen. De etablerte bedriftenes faste kunder vil imidlertid være vanskeligere å få tilgang til for nyetableringer.

Kapitalbehov vil i utgangspunktet ikke utgjøre et etableringshinder da det ikke er behov for store produksjonsanlegg eller store lagerbeholdninger for å starte opp i ventilasjonsbransjen. Ved anbudsregning for det offentlige kreves imidlertid god til meget god soliditet, noe som gjør at nyetableringer må ha representative finansielle tall å vise til for å være aktuell for de ulike prosjekter.

Kostnadsulemper som er uavhengig av størrelsesfaktoren kan også fungere som et hinder for nyetableringer. Imidlertid eksisterer det ingen enerett på produktteknologi, råstofftilgang eller lokalisingsfordeler som skaper etableringshindre for å starte opp med salg av ventilasjonsutstyr. Ønsker derimot en ny aktør å drive med prosjektering og montering vil det ligge begrensninger i form av krav til statlige godkjenninger. For å prosjektere og montere i store bygg med høy vanskelighetsgrad kreves godkjenninger innenfor tiltaksklasse 3 (www.be.no, 10.3.2004). Denne godkjenningen krever at bedriftene oppfyller spesifiserte krav til utdanning og relevant praksis. Prosjektering i tiltaksklasse 3 krever for eksempel en utdanningsgrad tilsvarende sivilingeniør, samt 8 års praksis (www.be.no, 10.3.2004). For nyoppstartede bedrifter vil det være en utfordring å tilknytte seg kvalifisert fagpersonell, og det vil ta tid å erverve seg kompetanse på lik linje med bedrifter som har drevet i bransjen i mange år. Nyetableringer kan dermed måtte etablere seg i ventilasjonsbransjen med fokus på små bygg (tiltaksklasse 1), noe som kun utgjør en liten andel av etablerte aktørers markedsområde. Eventuelt kan de kjøpe ut ansatte fra andre bedrifter i bransjen, noe som antakelig vil medføre en betydelig kostnadsulempe. En ytterligere etableringshindring ligger i at det per dags dato er mangel på kvalifiserte fagfolk innenfor ventilasjonsbransjen.

Samlet vil ikke trusselen fra nyetableringer være stor i ventilasjonsbransjen. Enkelte av de etablerte aktørene samarbeider om innkjøp, de fleste har et relativt bredt produktspekter, og det vil ta tid å opparbeide seg kompetanse som gir godkjenninger innenfor de ulike tiltaksklassene. I tillegg vil rekrutteringsproblematikken gjøre det vanskeligere for nye bedrifter å etablere seg i bransjen.

Eksisterende konkurrenter

En bedrift vil forsøke å manøvrere seg på best mulig måte i forhold til sine konkurrenter (Roos et al., 2004). Virkemidler som priskonkurransen, kundeservice, kompetanse, produktlanseringer eller garantibetingelser kan posisjonere bedriften godt i det markedet den opererer i (Porter, 1980). Er rivaliseringen, og dermed konkurranseintensitet mellom bedriftene høy, kan det gjøre forholdene i bransjen ustabile og lede til en lavere lønnsomhet.

Ventilasjonsbransjen i Norge består av to store aktører, seks mellomstore bedrifter og mange små. I Troms fylke er Nord-Klimas hovedkonkurrenter YIT, GK Norge, Energiprojekt, Vekas, Proent VVS Prosjekt og Enervent. Alle selskapene driver innenfor ventilasjon, og i tillegg driver noen av dem med blikkenslagerarbeid, automasjon, og rørlegging. Størrelsen varierer fra små bedrifter med et par ansatte og en omsetning på rundt tre millioner, til store multinasjonale konsern med flere tusen ansatte og en omsetning på flere milliarder. Nord-Klima og GK Norge har i følge Arild Karlsen den største markedsandelen i Troms fylke. De nasjonale aktørene har imidlertid nå en større andel av markedet enn tidligere. Ved store prosjekter kan ventilasjonsbedrifter fra hele landet anses som konkurrenter. Dette gjelder spesielt i lavkonjunkturperioder, ettersom enkelte større bedrifter regner på anbud utenfor sitt normale markedsområde med unormalt lave priser for å holde hjulene i gang. I tillegg til selskaper som både driver innenfor ventilasjon og blikk finner vi en del bedrifter i Troms fylke som har spesialisert seg på blikkenslagerarbeid. Bedriftene er i hovedsak små med 1- 5 ansatte, og omsetning rundt 3 millioner. Nord-Klima har også en nisje innenfor sveisearbeid, hvor de for eksempel nå lager laboratorieskap til Universitetet i Tromsø. Her er det per dags dato få eksisterende konkurrenter.

Konkurransenintensitet mellom eksisterende konkurrenter

Høy rivalisering og konkurransenintensitet mellom bedrifter kan gjøre forholdene i en bransje ustabile, og lede til en lavere lønnsomhet. I det følgende vil forhold som kan påvirke konkurransenintensiteten i ventilasjonsbransjen gjennomgås.

Ved et stort antall konkurrenter i samme bransje kan en forvente en høy konkurransenintensitet (Porter, 1980). Mange konkurrenter øker sjansen for at enkelte bedrifter går egne veier, noe som kan resultere i ustabile forhold dersom andre aktører har styrke og ressurser nok til å respondere på eventuelle angrep (Porter, 1980). Antall konkurrenter som kjemper på samme marked er forholdsvis stort i Troms fylke, noe som gir en høy konkurransenintensitet. Dette kan lede til økt ustabilitet og pressede marginer for de tilstedeværende aktørene.

Nord-Klima har som nevnt en relativt høy markedsandel i Troms fylke. Likevel er konkurransen om nye anbud stor, og bedriften sier selv at de må tenke i nye baner og utvikle nye kapabiliteter for å hevde seg på konkurransenarenaen (Karlsen). Bedriften ønsker nå å forsterke sine kunnskaper innenfor det elektriske, og eventuelt rørlegging, for så å kunne gi kunden en bredere totalpakke med rådgivning, prosjektering og montering. Mest sannsynlig vil også de andre aktørene i markedet se seg nødt til å se på nye markedsområder, eller tilby flere produkter og forbedrede totalløsninger, noe som igjen kan lede til økt konkurransenintensitet i bransjen.

En annen faktor som kan påvirke konkurransenintensiteten er lav bransjevekst. I en bransje med lav vekst vil konkurransen preges av at bedriftene må kapre markedsandeler fra hverandre. Konkurransesituasjonen vil dermed være ustabil sammenlignet med en bransje i høy vekst, hvor bedrifter kan øke vekstraten så lenge de holder tritt med resten av bransjen (Porter, 1980 og Roos et al., 2004). Ventilasjonsbransjen har hatt en negativ vekstrate det siste året i følge tall fra Statistisk sentralbyrå (www.ssb.no, 28.2.2010). Bransjen påvirkes av konjunktursvingninger, og nedgangstider i det generelle markedet har også ledet til nedgang i markedsveksten. Hvorvidt nedgangstidene vil vedvare er svært usikkert, men 2010 ser ut til å bli et vanskelig år med lav markedsvekst for de fleste i bransjen, og dermed også høy konkurransenintensitet.

Manglende differensiering av de produkter og tjenester som en bransje tilbyr kan lede til økt konkurransenintensitet (Porter, 1980). Innenfor ventilasjonsbransjen legges en stor andel av

jobbene ut som anbud. Kundene spesifiserer på forhånd hva som skal gjøres, og hvilke krav de har til utforming av totalproduktet. Konkurrentene vil her ha faste rammer å forholde seg til, noe som vanskeliggjør differensiering av produktet de leverer. Det er mulig å skille seg ut på bedre og mer effektive prosjekteringsløsninger, men så lenge kjøper har klare krav til hvordan oppdraget skal utføres vil pris og tidsperspektiv for ferdigstilling ofte være det avgjørende forhold. Denne manglende differensieringen øker konkurranseintensiteten i ventilasjonsbransjen.

Av de forhold som ble diskutert ovenfor anser jeg lav bransjevekst, et stort antall konkurrenter, og markedsforhold som tvinger aktørene til å tenke nytt for å være de største påvirkningsfaktorene. Samlet leder disse forholdene til høy rivalisering mellom aktørene, og dermed også en høy konkurranseintensitet i bransjen.

Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter som kan dekke samme funksjoner som bransjens og bedriftens produkter (Roos et al., 2004). Dette kan blant annet være nye produkter eller løsninger som kunden anser som likverdige til de produkter som finnes på markedet i dag. Nord-Klima tilbyr som tidligere nevnt prosjektering, delvis produksjon, og montering av ventilasjonsløsninger for alle typer bygg. I tillegg automatikk, klima og blikkenslagerarbeid. Direkte substitutter for totalløsninger som innbefatter prosjektering og montering kan være vanskelig å finne. Dette innbefatter ikke bare et rent fysisk produkt, men også rådgivning og installering, som krever kunnskap innenfor det aktuelle området. Det er i dag stor fokus på energi, blant annet i form av den nye Energimerkingsforskriften for bygg. Dette kan medføre at bedrifter kommer inn på markedet med nyskapende og eventuelt rimeligere totalløsninger enn det som i dag eksisterer. De fysiske produktene som benyttes er også i stadig utvikling, og mulige substitutter kan her være nye produkter som gir en mer effektiv ventilasjon og større grad av energibesparelse.

Av det ovenstående ser vi at det ikke er enkelt å finne direkte substitutter til totalløsninger for ventilasjon, men at det derimot i større grad foreligger forbedringer av eksisterende produkter og løsninger i markedet. Ut i fra foreliggende opplysninger og diskusjonen overfor antas det at substitutter per i dag ikke utgjør en stor trussel for ventilasjonsbransjen.

Kunder

Nord-Klimas kundegruppe består både av ulike oppdragsgivere på prosjekter hvor det i forkant regnes anbud, enkelte faste kunder, samt mindre privatkunder. Kunder med prosjekter som det regnes anbud på består både av private bedrifter som for eksempel Barlindhaug og Nor- Bygg, og offentlige instanser, deriblant Universitetet i Tromsø, Tromsø kommune og Troms fylkeskommune. Delvis faste kunder er for eksempel UNN, hvor serviceavtalen legges ut for anbud hvert fjerde år, og Bjørn Bygg, som ofte benytter Nord-Klima som underentreprenør. Kunder som kan anses som helt faste har tilkommet gjennom service og vedlikehold på bygninger hvor Nord-Klima har vært involvert i utbyggingen. For privatkunder utføres småprosjekter etter kontakt fra kunde.

Kunders forhandlingsposisjon

Kunder ønsker ofte høyere kvalitet, lavere priser eller bedre service. Dette kan oppnås ved en sterk posisjon i forhandlinger, noe som kan resultere i pressede marginer for den selgende bransje (Roos et al., 2004).

Innenfor ventilasjonsbransjen legges de fleste prosjekter ut for anbud. Kunder vil dermed være den aktuelle byggherre eller bedrift med ansvar for prosjektet. Den vanligste formen for anbud er åpne anbudsutlysninger hvor alle aktører som ønsker jobben kan regne på anbudet. Ved begrensede anbudsrunder inviteres utvalgte bedrifter til å levere et bud (www.regjeringen.no, 9.3.2010). Dette vil øke kundens makt i og med at den kan velge ut hvilke aktører den ønsker å ha med.

Lukkede anbudsrunder henviser til anbudsrunder hvor bedriftene som har levert anbud ikke får adgang til andre tilbyders pristilbud ved anbudsåpning. Kundens forhandlingsmakt vil her økes fordi den har mulighet til å forhandle med de ulike bedriftene om pris uten at de kan sammenligne seg med andre tilbydere. Et annet aspekt som øker kundens makt i forhandlingssituasjoner ytterligere er nedgangstidene i markedet. Færre anbud å regne på medfører at mange bedrifter er villige til å strekke seg mye lenger prismessig enn de ville gjort i en normal markedssituasjon.

Når en kontrakt først er underskrevet vil det være vanskelig for en kunde å bytte leverandør. En kan dermed si at byttekostnadene for kunden er høye, noe som svekker kundens forhandlingsmakt.

Kundenes antall og størrelse er også et forhold som påvirker forhandlingsmakten. Det potensielle markedet for Nord-Klima består både av små og store kunder. Kunder som kommuner og fylkeskommuner er store, og vil ha en større forhandlingsmakt overfor bedriften enn de små privatkundene. Ser vi på størrelse og antall kunder samlet i form av deres totale etterspørsel, er den lavere enn det potensielle tilbudet i markedet. Noen av bedriftene går med underskudd, mens de fleste har redusert sine overskudd de siste årene. Som et resultat har kundene mange flere tilbud å vurdere per anbudsutlysning, og prisene presses også nedover. Nedgangstidene i markedet har dermed økt kundenes forhandlingsmakt.

Ventilasjonsbransjens kunder stiller sterkt i forhandlingssituasjoner, og da spesielt ved begrensede og lukkede anbudsrunder. Begrensede anbudsrunder gjør at kunder kan velge ut anbudsgivere, mens lukkede anbudsrunder muliggjør prispress fra kundens side. I tillegg påvirkes forhandlingssituasjonen av at etterspørselen er lavere enn det potensielle tilbudet i markedet. Kundene vil dermed ha en sterk forhandlingsmakt overfor bedriftene i ventilasjonsbransjen.

Leverandører

Ventilasjonsbransjen har et bredt produktspekter som strekker seg fra en enkelt varmpumpe, til et meget stort antall delkomponenter for installasjon av ventilasjonsanlegg i større bygg. Som nevnt produserer Nord-Klima noen av komponentene selv, mens resten kjøpes inn hos eksterne leverandører gjennom etablerte avtaler. Dersom det er nødvendig med spesialkomponenter til et prosjekt bestilles dette utenom de faste avtalene.

Leverandørers forhandlingsposisjon

Leverandører som står i en sterk forhandlingsposisjon kan påvirke lønnsomheten i en bransje ved å presse opp prisene, eller levere produkter med lavere kvalitet (Porter, 1980). Det er ulike faktorer som kan påvirke leverandørenes forhandlingsposisjon:

Dersom gruppen av leverandører er dominert av få bedrifter, og samlet sett er mer konsentrert enn bransjen de selger til, kan deres forhandlingsposisjon være sterk. Innenfor ventilasjonsbransjen er det god tilgang på de fleste produkter, også med hensyn til antall leverandører (Karlsen). Nord-Klima er med i en samarbeidsgruppe for

ventilasjonsentreprenører (VESAM), hvor innkjøp koordineres og gir langt bedre priser enn den enkelte bedrift ville oppnådd ved egne innkjøp. Bedriften har i tillegg faste rammeavtaler med 2-4 leverandører innenfor hver produktkategori, hvor pris, kvalitet, mengde og leveringstid er avtalt for standardleveranser. Leverandørene har tilnærmet like produkter, noe som muliggjør forhandlinger om mengde og pris ved store kvantum. I tillegg varierer produktspekteret noe, og det er dermed nødvendig å være tilknyttet mer enn en leverandør. Enkelte prosjekter krever spesialtilpassede komponenter som ikke er med i faste leverandørers sortiment. I disse tilfellene kan det både ta lengre tid og være mer kostbart å få tak i ønsket produkt, og leverandørens forhandlingsposisjon forsterkes. Spezialtilpassede komponenter representerer imidlertid enkelttilfeller, og utgjør ikke en stor del av Nord-Klimas innkjøp. Samlet vil leverandørenes forhandlingsposisjon svekkes med bakgrunn i innkjøpsavtaler i ventilasjonsbransjen, men forsterkes i enkelttilfeller hvor spesialkomponenter bestilles.

Er det få substitutter til produktene som leveres kan også det forsterke leverandørenes forhandlingsposisjon (Porter, 1980). Produktkomponentene som benyttes i ventilasjonsanlegg er tilpasset nettopp dette formålet, og selv om de finnes i mange ulike former er det få klare substitutter på markedet. Dette kan gi en økt grad av forhandlingsmakt for leverandører, spesielt dersom det skulle bli knapphet på et produkt i markedet. Per i dag er det ikke mangel på noen av produktene, men bransjen har tidligere opplevd at lav tilgang på stål gav leverandørene reduserte muligheter til å levere ønskede produktmengder.

Differensierte produkter kan stille leverandørene i en gunstig forhandlingsposisjon. Mange av produktene som ventilasjonsbedriftene benytter i sine totalløsninger er standardiserte, og finnes hos en rekke leverandører. Dette gjelder blant annet runde ventilasjonskanaler, ventilrister og en rekke andre produkter. Så fremt det ikke er knapphet på produktene vil bedriftene i bransjen forholdsvis enkelt få tak i de produktene de ønsker. Dette leder til økt konkurranse blant leverandørene, og deres forhandlingsposisjon svekkes.

Byttekostnader kan også påvirke en leverandørs forhandlingsmakt. På det åpne markedet vil det være forholdsvis enkelt for Nord-Klima å bytte leverandør, noe som svekker leverandørenes forhandlingsmakt. Samtidig krever det mye tid og kostnader å finne rett leverandør, og å forhandle om pris, mengde og leveringstid for alle produkter til hvert enkelt prosjekt. Som en konsekvens av dette har Nord-Klima inngått langsiktige avtaler med sine leverandører. Dette kan forsterke kostnadene i det et bytte av leverandør skulle bli aktuelt.

Likevel vil de negative sidene oppveies av fordelen ved stabilitet og redusert usikkerhet i innkjøpssituasjonen. Samlet vil byttekostnadene kunne svekke leverandørens forhandlingsmakt ved åpne transaksjoner, mens den kan forsterkes i situasjoner der kontrakter involveres.

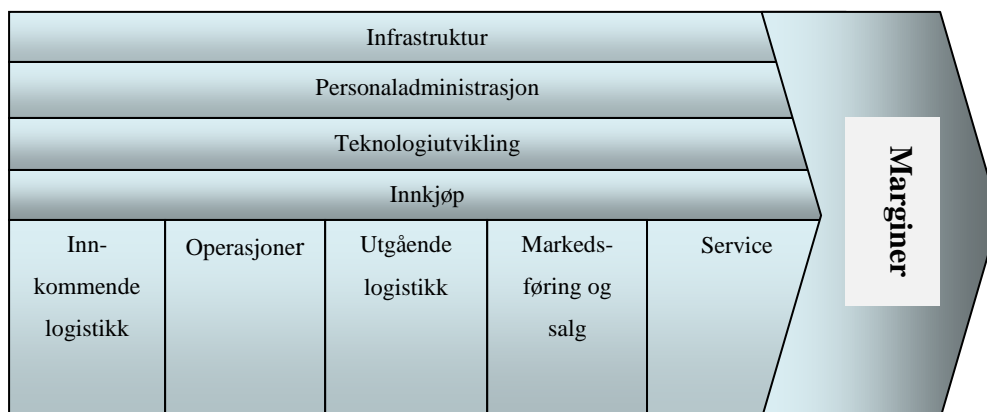
Samlet sett vil ikke leverandørgruppen være i en sterk forhandlingsposisjon overfor sine kunder i ventilasjonsbransjen. Dette med bakgrunn i at det per i dag ikke er knapphet på produkter, produktene som leveres er standardiserte, og fordi leveringsavtaler må forhandles mot en gruppering av ventilasjonskunder.

6.2 Intern analyse

Bedriftsinterne forhold har innvirkning på en bedrifts posisjon og konkurranseevne i markedet. Det er derfor viktig med en forståelse av hvilke aktiviteter som er avgjørende for bedriftens verdiskapning (Roos et al., 2004). I det følgende gjennomføres en verdikjedeanalyse som fokuserer på Nord-Klimas interne ressurser, sammenhengen mellom dem, og hvordan disse kan bidra til verdiskapning for bedriften.

6.2.1 Analyse av bedriftsinterne forhold: Verdikjeden

En verdikjedeanalyse bygger på at enhver bedrift er satt sammen av ulike aktiviteter som er konstruert for å dekke områder som produktdesign, produksjon, markedsføring og distribusjon (Roos et al., 2004). Analysen tar for seg hvordan de ulike funksjonsområdene bidrar til verdiskapning i bedriften, for dermed å gi en forståelse av hva som er, og eventuelt kan bli, bedriftens konkurransefortrinn. I modellen vil Nord-Klimas verdiskapende aktiviteter deles i to hovedtyper; primæraktiviteter og sekundæraktiviteter. Innenfor hver aktivitet vil svake og sterke sider identifiseres og analyseres opp mot den samlede verdiskapningen.



Figur 6: Verdikjeden

(Roos et al., 2004)

Primæraktiviteter

Primæraktiviteter gir uttrykk for aktiviteter som er involvert i å skape et produkt eller en tjeneste, samt salg og distribusjon til kundene (Roos et al., 2004). I følge Roos et al (2004) kan primæraktivitetene deles inn i; inngående logistikk, operasjoner, utgående logistikk, markedsføring/salg og service. Ventilasjonsløsningene som Nord-Klima leverer består som tidligere nevnt ikke bare av et fysisk produkt, men også av prosjektering, montering og installasjon av de aktuelle løsningene. Bedriftens verdikjede vil derfor avvike litt fra standardeksemplaret vist ovenfor.

Primæraktiviteter Nord-Klima;



Figur 7: Primæraktiviteter Nord-Klima

Anbudsregning og prosjektering

En stor andel av Nord-Klimas inntekter kommer fra prosjekter tilegnet gjennom anbudsregning. I forkant prosjekteres mulige løsninger, samt at det gjøres kostnadsberegninger som avgjør hvilken pris bedriften må ha for å kunne levere produktet med overskuddmargin. Hvorvidt bedriften får et tilbud avhenger i stor grad av at de kan levere til en lavere pris enn konkurrentene. Dette gjør kostnadskontroll og nøye vurderte

kalkuleringer til fundamentale brikker i Nord-Klimas verdiskapning. Deltakelsen i innkjøpssamarbeidet VESAM er her fordelaktig da det muliggjør lavere kostnader, og dermed høyere marginer for de deltakende bedrifter. I følge Arild Karlsen har Nord-Klima en stor kontaktflate og et godt omdømme, noe som må anes som trolig da bedriften har vært i bransjen i over tretti år, samt at mange av kundene velger å benytte bedriften om igjen. Dette kan ha stor innvirkning ved prosjekter hvor bedrifter inviteres til å gi bud, eller ved prosjekter uten anbudsutlysning. I tillegg er det avgjørende at bedriften har godkjenninger for prosjektering innenfor tiltaksklasse 3, noe som gir anledning til å utføre prosjekter på alle typer bygg.

Innkommende logistikk

Størsteparten av komponentene til ventilasjonssystemene kjøpes inn hos eksterne leverandører. Bestillingene skjer etter inngåelse av kontrakt om et prosjekt, og da gjennom faste rammeavtaler, noe som ikke nødvendiggjør stor lagringskapasitet eller lang lagringstid. Bedriften unngår dermed store lagre som står stille over lengre perioder, og kostnader som løper før tilhørende inntekter er sikret. Et lite lager kan imidlertid føre til at leveringsdyktigheten innskrenkes, og gjør også at selskapet er svært avhengig av at bestilte komponenter ankommer til rett tid for å kunne ferdigstille et prosjekt. Innkjøpssamarbeidet VESAM og avtaler med leverandørene er med på å redusere denne risikofaktoren. I innkjøpssituasjonen hender det også at Nord-Klima kjøper inn større mengder standardvarer enn nødvendig dersom det gir en bedre kvantumsrabatt, men ikke større kvanta enn at bedriften selv har lagringsplass. Den bokførte verdien av varelageret ligger stabilt på rundt 1 million, og består i hovedsak av varer til pågående prosjekter. I tillegg innbefatter det standardvarer som gir tilstrekkelig kapasitet til å dekke reparasjoner og vedlikeholdsarbeid.

Utforming, montering og installasjon

For Nord-Klima innebærer operasjoner blant annet utforming, montering og tilpasning av komponenter til hvert enkelt prosjekt, samt installasjon av ventilasjonsløsningene. Bedriften produserer en liten del av produktene selv, mens innkjøpte komponenter tilpasses i verkstedet. Løsningene monteres så delvis hos bedriften før de kjøres ut til prosjektet hvor de installeres. Verkstedet gir imidlertid ikke en konkurransefordel ettersom andre konkurrenter i samme markedsområde også har eget verksted. Som ved prosjektering krever også installasjon høy kompetanse og offentlige godkjenninger, noe Nord-Klima er i besittelse av. Bedriften har også en nisje i form av sveising av rustfritt stål, hvor de blant annet utformer laboratorieskap

til Universitetet i Tromsø. I tillegg er gode og allsidige montører, fokus på kvalitet i arbeidet som utføres, og overholdelse av tidsfrister viktige aspekter for Nord-Klimas verdiskapning.

Utgående logistikk

Nord-Klimas verdikjede vil i utgangspunktet ikke innebefatte utgående logistikk i og med at produktet ferdigstilles hos kunden. Dette punktet vil derfor ikke utdypes ytterligere.

Markedsføring, salg og service

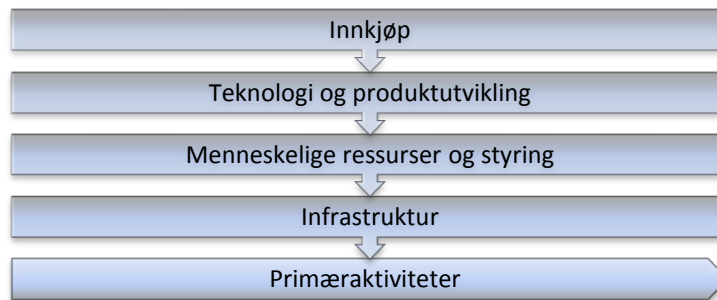
Nord-Klima driver i liten grad med bevisst salg og markedsføringsaktivitet, og har ingen spesifikk plan for promotering av produktløsningene. Samtidig er bedriftens inntekter i stor grad avhengig av anbudsutlysninger hvor de selv må være aktive for å finne aktuelle prosjekter. Dette gjør at det ofte ikke er hensiktsmessig å gjøre bruk av vanlige markedsføringskanaler. I følge bedriften selv skjer markedsføringen stort sett gjennom personkontakt og et godt opparbeidet kontaktnett, og nye kunder kan derfor tilkomme gjennom anbefalinger fra andre. Økt fokus på markedsføring kan likevel være en viktig verdidriver fremover, og da spesielt med tanke på å gjøre markedet oppmerksom på eventuelle nye satsningsområder. Bedriftens plan for markedsføring er imidlertid å informere på landsmøter med byggherrer. En kan dermed si at markedsføring og salg per dags dato ikke er en verdiskapende aktivitet for bedriften, og utgjør et område med forbedringspotensiale.

Service kan ses på som aktiviteter som utvider verdien av produktet (Roos et al., 2004). For Nord-Klima innbefatter dette blant annet prosjekteringsfasen, hvor fleksible løsninger skal være med på å tilfredsstille kundens behov. God kommunikasjon gjennom hele prosjektperioden skal også bidra til å sikre fornøyde kunder ved ferdigstilling. I tillegg tilbys service og vedlikehold i etterkant av installasjoner, og rundt 8-10 % av omsetningen kommer fra faste vedlikeholdsavtaler på bygg hvor Nord-Klima har vært involvert i utformingen av ventilasjonssystemene. Bedriften har også et reservedelslager som kan benyttes dersom raske reparasjoner er nødvendig. Service er dermed en faktor som gir betydelige utslag på Nord-Klimas marginer.

Sekundæraktiviteter

Sekundæraktivitetenes funksjon er å støtte opp om de ovennevnte primæraktiviteter. Deriblant ved å gi informasjon om innkjøp, teknologi og menneskelige ressurser (Roos et al., 2004).

Aktivitetene vil her deles opp i innkjøp, teknologi og produktutvikling, menneskelige ressurser og styring, samt infrastruktur.



Figur 8: Sekundæraktiviteter Nord-Klima

Innkjøp

Innkjøpsaktivitetene er svært viktige for Nord-Klima. Bedriften er avhengig av å få tak i de nødvendige produkter til hvert prosjekt, og at de leveres til rett tid. I tillegg utgjør varekostnadene over halvparten av bedriftens totale kostnader, noe som gjør at innkjøpskostnadene har stor innvirkning på bedriftens marginer. Gjennom faste rammeavtaler med leverandører, og deltakelse i innkjøpssamarbeidet VESAM, sikres inputleveringer med bestemt leveringstid og faste reduserte priser. Dette gir Nord-Klima reduserte kostnader, og forenkler samtidig prosessen med anbudsregning ved at varekostnaden er gitt på forhånd.

Teknologi og produktutvikling

Produktene som Nord-Klima benytter i ventilasjonsløsningene er i stadig utvikling. I tillegg vil økt fokus på energi gjøre at både produkter og ventilasjonsløsninger må utarbeides med hensyn på energieffektivisering. Som en konsekvens vil det være avgjørende å holde seg oppdatert på nyutviklinger innenfor energibesparende løsninger. Nord-Klima vil nå tilby kunder energimerking av bygg, samt at de vurderer å satse på en større totalpakke med rådgivning og montering hvor elektronikk og rørlegging også inkluderes. På sikt kan dette gi bedriften et konkurransefortrinn som påvirker marginene i positiv retning.

Menneskelige ressurser og styring

Sekundæraktiviteten menneskelige ressurser innbefatter blant annet kompetanse, ressursutvikling og rekruttering, og er av stor betydning for alle ledd i verdikjeden. Nord-Klima har en stabil arbeidsstokk bestående av både ingeniører og håndverkere. Ingeniørenes kompetanse og erfaring utgjør en styrke ved at bedriften har godkjenninger innenfor de tidligere nevnte tiltaksklasser. Håndverkerne er allsidige i form av kunnskap om utførelser både innvendig og utvendig på bygg, og gir bedriften fleksibilitet i forhold til ulike typer oppdrag.

Innenfor energieffektivisering vil det være en utfordring å omskolere seg i takt med endringer i markedet. Skal Nord-Klima følge sine ønskede nysatsinger vil det også være viktig å tilegne seg kunnskap innen for elektronikk eller rørlegging. Dette kan gjennomføres ved omskolering og kursing av dagens ansatte, eller ved nyansettelser. Ansettelse av nye medarbeidere kan imidlertid bli en utfordring ved at det er mangel på kompetent arbeidskraft i markedet. Ledelsen må her gjøre en innsats for å rekruttere ansatte innenfor de ulike fokusområder.

Det pågående generasjonsskiftet hvor 2 av de 3 som startet opp bedriften er på vei ut representerer en usikkerhet for bedriften. Deriblant for hvordan kursen skal stakes ut fremover, og hvordan strategiske valg følges opp av den nye generasjonen. På den andre siden kan dette være en mulighet for Nord-Klima. Andre bedrifter gjennomgår også generasjonsskifter, og den nye daglig leder, Rune Karlsen, har allerede knyttet til seg kontakter blant den yngre garde. Nye ansatte kan også bidra med nyskapende tenkning på områder som bedriften tidligere ikke har fokusert på.

Infrastruktur

Infrastruktur innbefatter systemer for planlegging og kvalitetssikring, samt strukturer og rutiner ved organisasjonskulturen. Organisasjonsstrukturen i Nord-Klima har siden oppstart vært flat. Det er få formelle grenser, og de ansatte kan komme og gå på ledernes kontorer etter eget ønske. Bedriften sier selv at det fort gis beskjed dersom noe ikke fungerer som det skal, og at problemer på individnivå tas i det de oppstår. Denne formen for kommunikasjon har fungert meget bra så langt, men hvorvidt det blir en utfordring når en ny generasjon tar over gjenstår å se. En løsning på eventuelle problemer kan være økt grad av formell kontakt med de ansatte. Deriblant møter og medarbeidersamtaler som det per i dag ikke gjøres bruk av i utstrakt grad (Karlsen).

6.3 Oppsummering SWOT

En SWOT analyse er en kartlegging av bedriftens interne ressurser i form av styrker og svakheter, og eksterne anliggender vist som muligheter og trusler (Roos et al., 2004).

Analysen benyttes som et verktøy for å oppsummere de forhold som har kommet frem gjennom analyser utført tidligere i kapitlet. Den kan dermed gi en pekepinn på hvorvidt bedriften er godt nok rustet til å møte utfordringer og endringer i omgivelsene, slik at den kan opprettholde og videreutvikle sin verdiskapning.

INTERNE FORHOLD	EKSTERNE FORHOLD
<p style="text-align: center;">Styrker</p> <ul style="list-style-type: none">➤ Høy kompetanse og lang erfaring➤ Nisje innenfor rustfritt stål➤ Allsidige håndverkere➤ Stabil arbeidsstokk➤ Godkjenning tiltaksklasse 3➤ Innkjøpssamarbeid og faste leverandører➤ Fleksibilitet i form av spesialtilpassede løsninger, små og store prosjekter, og ulike produktkategorier➤ Stor kontaktflate➤ Godt omdømme➤ Mange faste kunder➤ Generasjonsskifte - se nye muligheter og skape eget kontaktnett	<p style="text-align: center;">Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none">➤ Energimerkingsforskriften – endring og utvikling i markedet, samt arbeid i et nytt marked➤ Generell befolkningsvekst➤ Nye fokusområder med elektronikk og rørlegging➤ Ansettelse av ny faglig leder med kompetanse innenfor VVS
<p style="text-align: center;">Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none">➤ Generasjonsskifte➤ Formell kontakt med ansatte➤ Sårbarhet i forhold til nøkkelpersoner➤ Omskolering i forhold til nye krav i markedet➤ Markedsføring	<p style="text-align: center;">Trusler</p> <ul style="list-style-type: none">➤ Utvikling i markedet i forhold til teknologi, kundebehov, konkurrenter og dokumentasjonskrav.➤ Finanskrisen➤ Lav markedsvekst➤ Få utbyggingsprosjekter➤ Lav rekruttering innenfor VVS➤ Høyt antall konkurrenter➤ Prispress fra kunder

Figur 9: Oppsummering SWOT

7.0 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet gjennomføres en regnskapsanalyse hvor formålet er å kartlegge Nord-Klimas økonomiske situasjon. Dette for å få innsikt i selskapets økonomiske stilling i dag, hvordan bedriften har utviklet seg over tid, samt dens utvikling sammenlignet med resten av bransjen. Med utgangspunkt i Nord-Klimas årsregnskaper fra 2004 til 2009 vil nøkkeltall beregnes, for så å sammenlignes med et snitt av tilsvarende nøkkeltall fra fire av de seks største konkurrentene i Troms. YIT og GK Norge er tatt ut av analysen fordi de er multinasjonale konserner, og at jeg av den grunn ikke anser dem som direkte sammenlignbare med Nord-Klima. Funnene fra regnskapsanalysen vil i senere kapitler benyttes som en del av bakgrunnen for å prognostisere bedriftens fremtidige kontantstrømmer. Analyser som gjennomføres i det følgende er likviditetsanalyse, rentabilitetsanalyse og soliditetsanalyse.

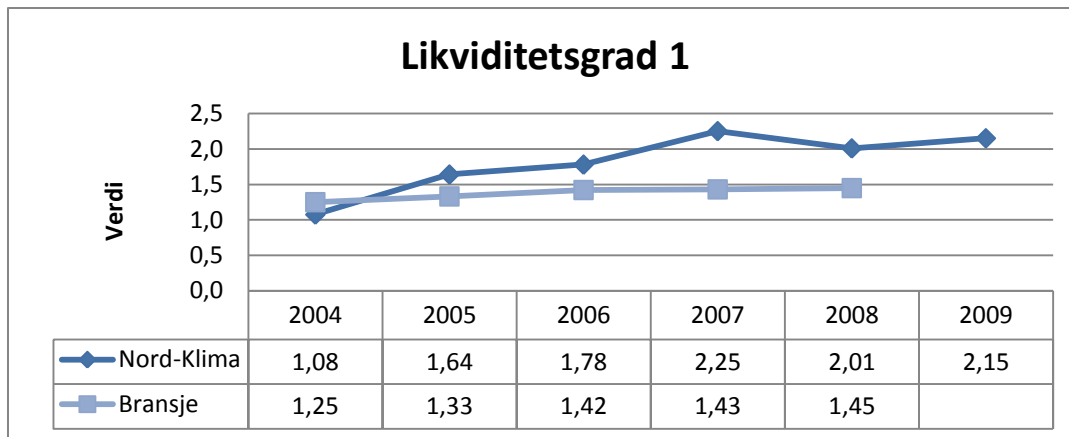
7.1 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse har som hensikt å analysere en bedrifts betalingsevne, og dermed hvorvidt en bedrift har midler til å dekke sine løpende betalingsforpliktelser (Hoff, 2005). Vanlige mål for likviditet er likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 analyserer hvor stor del av et selskaps omløpsmidler som er finansiert med kortsiktig gjeld. Hvor stor likviditetsgraden bør være finnes ikke et entydig svar på i litteraturen. I følge Business Analysis and Valuation (2007) bør bedrifter inneha en likviditetsgrad på minimum 1 for at betalingsevnen skal være tilstrekkelig. Boken baserer seg på IFRS standarder, og er beregnet på det europeiske markedet. Annen litteratur anbefaler en finansieringsstruktur som gir en likviditetsgrad rundt 2. Dette tilsier at omtrent halvparten av omløpsmidlene bør være finansiert med langsiktig kapital (Hoff, 2005 og Kristoffersen, 2005). Ved søk på diverse nettsider fremgår imidlertid at kravene som benyttes i praksis er lavere. For eksempel vurderer kredittvurderingsselskapet Lindorff en likviditetsgrad på 1,5 som tilfredsstillende (www.lindorffd.com, 2.4.2010).

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



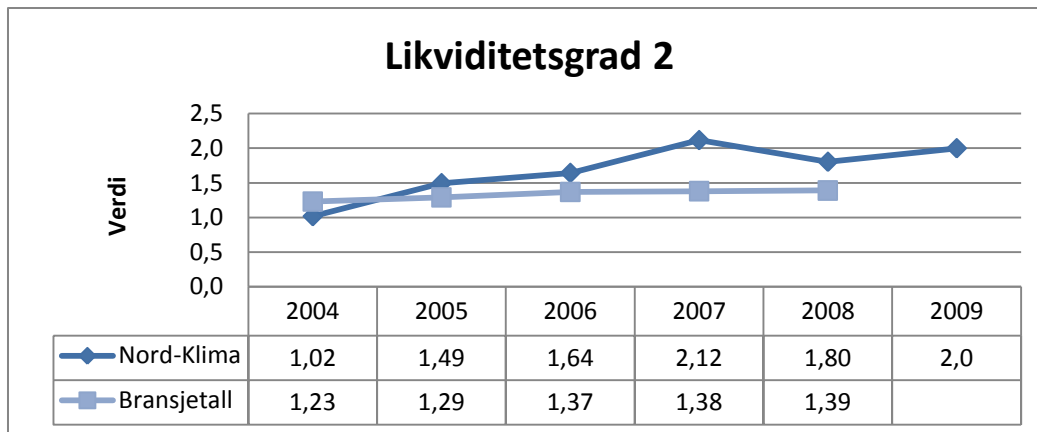
Figur 10: Likviditetsgrad 1

Nord-Klimas likviditetsgrad har hatt en jevn stigning fra 2004 til 2009, med en liten nedgang i 2008. Men først i 2007 passerte bedriften litteraturens strengeste krav på 2. Hovedårsaken til en økt likviditetsgrad er reduksjon av kortsiktig gjeld ettersom verdien av omløpsmidlene har holdt seg forholdsvis stabil i perioden. Sammenligner vi Nord-Klima med bransjen er utviklingen også positiv. Bedriften har siden 2005 hatt bedre likviditet enn konkurrentene, og en utvikling som i større grad peker i en positiv retning. Uavhengig av hvilket likviditetskrav som legges til grunn må bedriftens betalingsevne derfor anses som svært god.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 viser som likviditetsgrad 1 forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Forskjellen er her at de minst likvide omløpsmidlene i form av varelager er trukket fra. Bakgrunnen for at varelageret trekkes ut er at det binder opp kapital som kan være vanskelig å frigjøre ved behov, og nøkkeltallet er derfor et strengere likviditetskrav enn likviditetsgrad 1. I teorien anbefales en verdi over 1 (Hoff, 2005).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



Figur 11: Likviditetsgrad 2

Bedriften har hatt en positiv utvikling også innenfor likviditetsgrad 2, og har i hele perioden ligget over kravet på 1. En liten nedgang i nøkkeltallet i 2008 skyldes at varelageret per 31.12 dette året utgjorde en større del av omløpsmidlene enn i de andre periodene. I forhold til bransjen har Nord-Klima siden 2005 hatt en bedre likviditet, samt en større likviditetsvekst. Ut fra det ovenstående har bedriften en god betalingsevne også etter det strengere likviditetskravet.

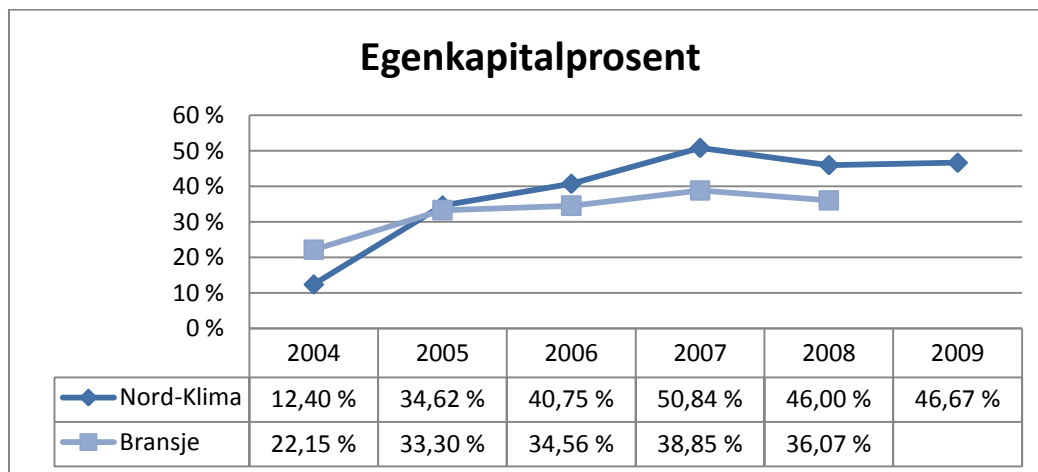
7.2 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse har som hensikt å belyse hvordan bedriften er finansiert, og dens evne til å bære tap. Mye benyttede soliditetsmål er egenkapitalprosent, gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten belyser hvor stor prosentandel av totalkapitalen som er finansiert med egne midler, og dermed hvor mye av kapitalen som kan gå tapt før långivere og kreditorer berøres. En høyere egenkapitalprosent tilsier en høyere soliditet for bedriften, og dermed også en økt kredittverdighet. Hvor stor egenkapitalprosenten bør være avhenger av kapitalintensivitet og forretningsmessig risiko i bedriften, og det finnes heller ingen klare krav til dens størrelse (Hoff, 2005 og Kristoffersen, 2005). I følge Hoff (2005) anses imidlertid et normtall på mellom 30 og 35 % for å være tilfredsstillende.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} * 100\%}{\text{Totalkapital}}$$



Figur 12: Egenkapitalprosent

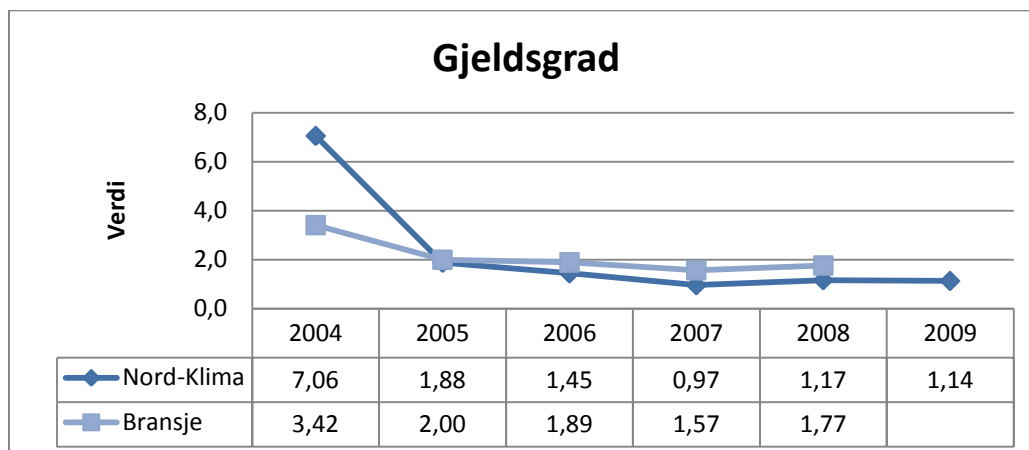
Av figur 12 fremgår at Nord-Klima har hatt en jevn vekst i egenkapitalprosenten fra 2004 og frem til i dag, med unntak av en liten nedgang i 2008. Årsaken til fallet på fem prosentpoeng i 2008 var i hovedsak en reduksjon i egenkapitalen som følge av at aksjekapitalen ble satt ned med 2 millioner, og tilbakebetalt til aksjonærene. I tillegg ble det gjort en tapsavsetning på 400 000 til en da pågående konflikt ved prosjektet på Melkøya, samt at avdelingskontoret i Harstad endte med et underskudd på 200 000. Samlet ledet tapsavsetningen og underskuddet til et totalt underskudd på 197 000, som ble trukket fra egenkapitalen dette året. Bedriften ligger likevel langt over det antatte normkravet på 30 til 35 %, og per 31.12 2009 var 46,7 % av totalkapitalen finansiert med egne midler. I forhold de resterende aktørene i bransjen har Nord-Klima en høyere egenkapitalprosent og en bedre utvikling. Med utgangspunkt i normtallet og sammenligning med bransjen for øvrig må Nord-Klimas soliditet, og dermed også evne til å tåle tap, kunne anses som god.

Gjeldsgrad

Gjeldsgraden er forholdet mellom gjeld og egenkapital. Her fremgår hvor mye av bedriftens kapital som er finansiert av eierne, og hvor mye som er finansiert av aktører utenfor bedriften (Kristoffersen, 2005). Nøkkeltallet fremviser dermed hvor mange kroner gjeldsfinansiering bedriften bruker for hver krone investert av eierne (Palepu, 2007). Det fremgår ingen klare krav til gjeldsgraden i litteraturen, men jo lavere forholdstallet er, jo bedre er bedriftens

soliditet. På den andre siden kan en høy gjeldsgrad svekke bedriftens soliditet og lede til økt kredittrisiko for långivere, samt strengere sikkerhetsvilkår for bedriften (Hoff, 2005).

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



Figur 13: Gjeldsgrad

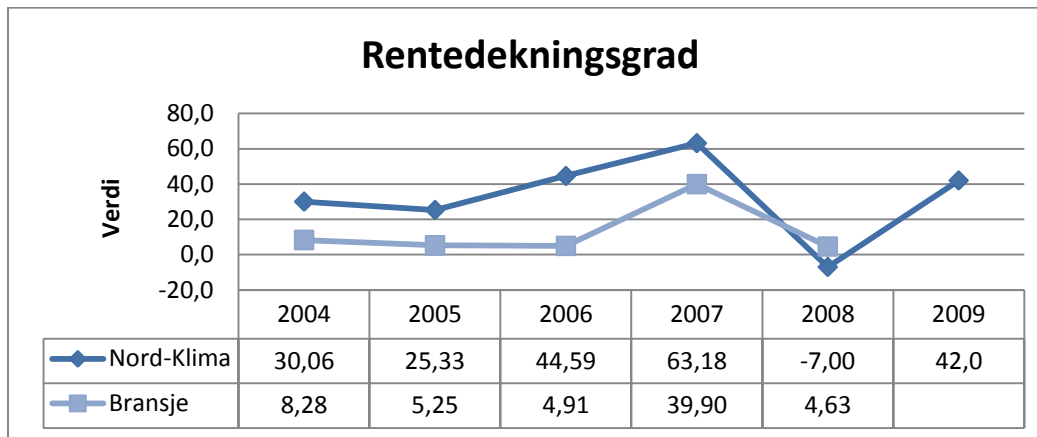
Nord-Klimas gjeldsgrad er i tidsperioden vist ovenfor redusert fra 7,06 til 1,14, hvor de siste tre årene viser et stabilt forholdstall på rundt 1. En gjeldsgrad på 1 uttrykker at bedriften har en like stor andel av gjeld og egenkapital, og må kunne anses som en god soliditet. En av årsakene til at bedriftens gjeldsgrad er høy i 2004 er et beløp på 3,8 millioner som er satt av til utbytte, og dermed ført som gjeld i balansen. Etter 2004 har selskapet ikke utbetalt utbytter og har heller ikke en høy grad av reinvesteringer, noe som har vært med på å gi bedriften en stabil gjeldsgrad. I forhold til bransjen har Nord-Klima et lavere forholdstall, selv om også bransjen viser en positiv utvikling fra 2004 til 2008. Med bakgrunn i det ovenstående må det konkluderes med at bedriftens gjeldsgrad ligger på et nivå som tilsier god soliditet.

Rentedekningsgrad

Nøkkeltallet rentedekningsgrad uttrykker hvorvidt en bedrift er i stand til å dekke sine rentekostnader. Det er et mål både på lønnsomhet og soliditet, og gir i tillegg en pekepinn på om bedriften er i stand til å påta seg større låneforpliktelser (Hoff, 2005). I enkelte bøker fremgår at det ikke finnes et generelt krav til rentedekningsgraden, mens andre mener den minimum bør ligge mellom 2 og 3 (Hoff, 2005 og Kristoffersen, 2005). Et krav på 3 tilsier at finanskostnadene ikke bør utgjøre mer enn 1/3 av ordinært resultat. En rentedekningsgrad på

1 impliserer at bedriften så vidt klarer å dekke sine finanskostnader gjennom normal drift, mens et tall lavere enn 1 tilsier at bedriften går med underskudd (Palepu, 2007).

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{finanskostnader}}{\text{finanskostnader}}$$



Figur 14: Rentedeckningsgrad

Nord-Klimas rentedeckningsgrad har variert i de ulike år, men har foruten om i 2008 ligget langt over de teoretiske kravene. Bakgrunnen for en negativ rentedeckningsgrad i 2008 er det samme som for egenkapitalprosenten. Avsetning for tap og underskudd på et avdelingskontor gav et negativt ordinært resultat før skatt på kr 270 000 dette året. Fra og med 2009 var rentedeckningsgraden igjen på et akseptabelt nivå. Sammenlignet med snittet for bransjen har Nord-Klima en høyere rentedeckningsgrad i alle år. Samlet anser jeg bedriftens rentedeckningsgrad for å være tilfredsstillende til god, og at bedriften dermed er i stand til å dekke sine finanskostnader.

7.3 Rentabilitetsanalyse

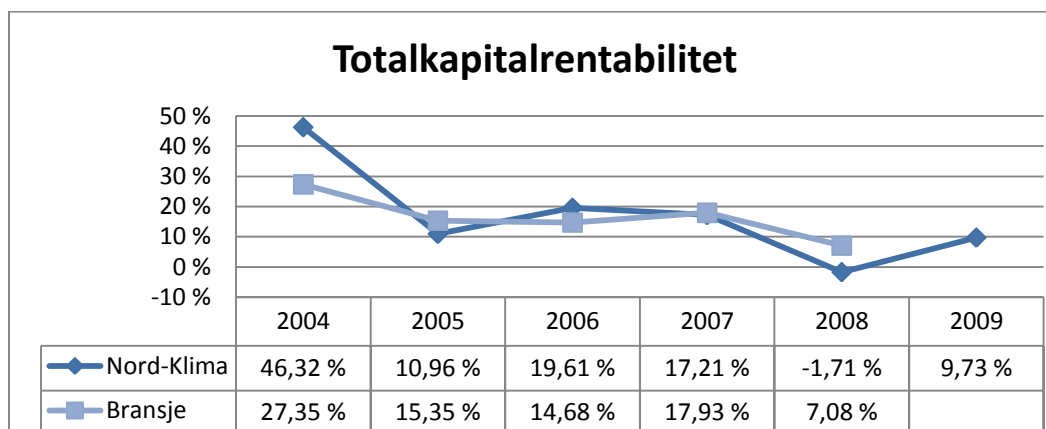
I en rentabilitetsanalyse analyseres selskapets avkastning på den kapital som er investert i bedriften (Hoff, 2005). Mye brukte rentabilitetsmål er total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin.

Totalkapitalrentabilitet

Rentabiliteten til totalkapitalen viser avkastning på den totale kapitalen som er bundet i bedriften, uavhengig finansieringsforholdet mellom gjeld og egenkapital. Av nøkkeltallet fremgår hvor godt bedriften har blitt drevet i perioden, og hvor effektivt bedriftens ressurser har blitt forvaltet i samme periode. Rentabiliteten gir også et bilde på selskapets inntjeningsnivå (Hoff, 2005).

Hvor stor avkastningen på totalkapitalen bør være avhenger av bransjen bedriften opererer i og bedriftens forretningsmessige risiko. I tillegg vil finansieringsstruktur og finansieringskostnad påvirke hvor høyt avkastningskravet bør være. Som et minstekrav bør totalkapitalrentabiliteten tilsvare bedriftens gjennomsnittlige lånerente. Dersom dette ikke er tilfelle vil bedriftens inntjening være for lav til å forrente den kapitalen som arbeider i bedriften. Ved normal risiko anbefales en rentabilitet som ligger rundt fem prosent over den risikofrie renten ved plassering i bank (Hoff, 2005).

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$



Figur 15: Totalkapitalrentabilitet

Ut fra figur 15 fremgår en varierende totalkapitalrentabilitet, med en topp på 46,3 % i 2004, og en bunn på -1,7 % i 2008. Igjen er det 2008 som skiller seg negativt ut, mens rentabiliteten må anses å være tilfredsstillende de resterende år. I forhold til bransjen er Nord-Klimas totalkapitalrentabilitet relativt jevn. Et avvik oppstår i 2008, men også bransjen har reduserte tall for dette år. Jevnt over har selskapet en tilfredsstillende avkastning på den totale kapitalen som er bundet i bedriften, men er så langt ikke tilbake på samme nivå som før 2008.

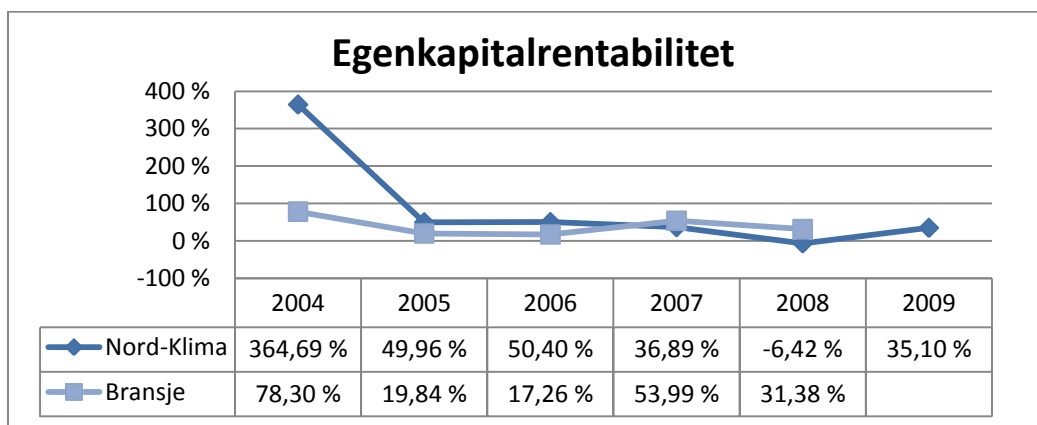
Gjennomsnittlig lånerente vil her ikke beregnes da bedriften ikke er i besittelse av rentebærende gjeld.

$$\text{Gjennomsnittlig lånerente} = \frac{\text{Rentekostnad}}{\text{Gjennomsnittlig rentebærende gjeld}}$$

Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastning på den kapital som eierne har investert i bedriften, og gir uttrykk for hvor godt bedriftens ledere har forvaltet den investerte kapital (Palepu, 2007). Ved å se på utvikling over tid vil en også få et inntrykk av hvordan tidligere investeringer har utviklet seg. Det finnes heller ikke her et eksakt krav til hvor høy rentabiliteten bør være. For at eiere skal investere forventes en avkastning som tilsvarer bedriftens risiko, og avkastningen på egenkapitalen bør dermed være høyere en den avkastning som kan oppnås ved risikofrie alternativer som bankinnskudd. Videre er eiernes innskudd risikoutsatt kapital, som kun vil gi avkastning dersom bedriften går med overskudd. Som et generelt mål anbefales en egenkapitalrentabilitet på 18-20 % (Hoff, 2005).

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} * 100}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$



Figur 16: Egenkapitalrentabilitet

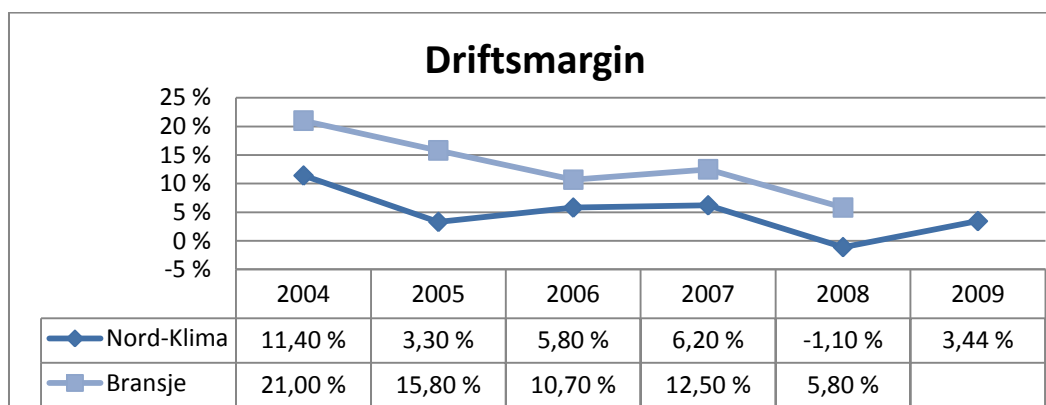
Nord-Klimas egenkapitalrentabilitet innehar store variasjoner i perioden presentert ovenfor. I 2004 er rentabiliteten svært høy med den årsak at bedriften var involvert i et prosjekt på Melkøya som gav et høyt resultat før skatt, mens et underskudd i 2008 ledet til en negativ

rentabilitet i samme år. Foruten om disse to årene har rentabiliteten ligget mellom 35 og 50 %, noe som må anses som tilfredsstillende. I forhold til bransjen varierer også resultatene, men regnes et snitt av årene, både med og uten 2004, ligger Nord-Klimas rentabilitet høyere enn bransjens. Samlet antas det derfor at selskapets avkastning på den investerte kapitalen i bedriften er tilfredsstillende.

Driftsmargin

Driftsmarginen viser forholdet mellom driftsresultat og driftsinntekter, og forteller hvor mye bedriften får igjen per omsatte krone. Nøkkeltallet gir dermed et uttrykk for lønnsomheten i bedriften. En høy driftsmargin tilsier at selskapet har god inntjening per omsatte krone. Et spesifikt krav til vil likevel variere ut i fra hvilken bransje bedriften opererer i, samt bedriftsspesifikk risiko (Kristoffersen, 2005).

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$



Figur 17: Driftsmargin

Nord-Klimas driftsmargin har variert fra år til år, og det er ikke en entydig utvikling, verken i positiv eller negativ retning. Ut fra figuren vises at fortjeneste per krone gikk ned fra 2007 til 2008, og økte fra 2008 til 2009. Sammenlignet med bransjen er Nord-Klimas driftsmargin markert lavere i alle årene presentert ovenfor. Med utgangspunkt i en lav driftsmargin over de siste to årene, samt en stor avstand til snittet for bransjen, kan ikke selskapets driftsmargin anses som tilfredsstillende.

7.4 Konklusjon av regnskapsanalysen

Ut i fra likviditetsanalysen ser vi at Nord-Klimas likviditetsgrader tilfredsstillende oppsatte krav med god margin. Også i forhold til snittet for bransjen er bedriftens likviditet god. Det kan derfor konkluderes med at selskapet har god likviditet, og ikke har problemer med å dekke sine løpende betalingsforpliktelser. Med bakgrunn i de historisk stabile forholdstillanser anser jeg det som sannsynlig at bedriften også i fremtiden vil inneha en god likviditet.

Ser vi på soliditetsanalysen er tallene også her forholdsvis stabile. Både egenkapitalprosenten og gjeldsgraden oppfyller krav for god soliditet, og bedriften har også hatt en positiv utvikling sammenlignet med bransjen. Når det gjelder rentedekningsgrad er ikke utviklingen like entydig. Selskapet har de første årene av tidsperioden en god rentedekningsgrad, men i 2008 forholdstallet negativt. I 2009 har tallet imidlertid steget betraktelig, og rentedekningsgraden kan igjen anses som god. Ut i fra analysene vil jeg konkludere med at bedriftens evne til å tåle tap er god, og at det ikke er grunn til å tro at soliditeten vil endre seg i negativ retning de nærmeste årene.

I rentabilitetsanalysen fremgår at avkastningen på selskapets kapital er varierende.

Totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten svinger fra år til år, og ligger både over og under snittet for bransjen. Over tidsperioden i analysen må avkastningen likevel anses som tilfredsstillende, og det er nærliggende å tro at den fremtidige avkastningen vil stige litt i forhold til tallene for 2009. Dette fordi 2008 og 2009 var år med vanskelige markedsforhold, samtidig som tall for 2008 ble påvirket av engangshendelser, deriblant underskudd som følge av avsetning for tap, og underskudd ved avdelingskontoret i Harstad. Ser vi på driftsmarginen er bedriftens inntjening per omsatte kroner ikke tilfredsstillende. Utviklingen er negativ, og samtidig lavere en bransjens tall i alle år. Fremtidsutsiktene er her vanskelige å prognostisere, men med bakgrunn i tidligere prestasjoner antar jeg at selskapet også fremover vil ligge under snittet for bransjen.

8.0 Framtidsprognoser

Ved gjennomføring av en verdivurdering med utgangspunkt i kontantstrømbaserte modeller benyttes historiske regnskaper som grunnlag for prognostisering av bedriftens fremtidige utvikling. I tillegg baseres prognosene på resultater fra regnskapsanalysen og den strategiske analysen. I det følgende gjennomgås parameterens historiske utvikling, før det gjøres et begrunnet anslag for fremtiden.

Parametre som inngår i verdivurderingen har stor innvirkning på det endelige verdianslaget. I kapittel 10 vil det derfor utføres sensitivitetsanalyser på enkelte av parametrene for å belyse verdiesestimats følsomhet for endringer.

8.1 Budsjettperiode og terminalverdi

Før prognosene utformes må det gjøres et valg i forhold til antall historiske regnskapsår, og antall år det skal utformes estimer for. Ventilasjonsbransjen er en del av byggenæringen som påvirkes sterkt av konjunktursvingninger i markedet. Damodaran (2002) anbefaler at en for sykliske bedrifter tar i bruk tall 5-10 år tilbake i tid for å dekke en hel økonomisk syklus. Koller et al (2005) argumenterer også for at en ved bruk av en lang horisont jevner ut de opp og nedturene som rammer bransjen i løpet av syklusen. Da jeg kun har tilgang på detaljerte regnskaper tilbake til 2004 vil den historiske perioden basere seg på tall fra 2004 til 2009. For driftsinntekter er tall tilgjengelig fra 1998 til 2009, og vil benyttes i oppgaven.

For prognostisering av budsjettperioden anbefales en tidshorisont på 10-15 år, og enda lengre for bedrifter i sykliske bransjer (Koller et al., 2005). Årsaken til at en lang prognoseperiode tilrådes er at teorier som innbefatter terminalverdi legger til grunn en antakelse om konstant vekst (steady state) fra og med siste år i prognoseperioden. Budsjettperioden må derfor være lang nok til at dette teoretiske kravet oppfylles. En slik tidshorisont kan imidlertid skape problemer ved at det er vanskelig å estimere vekst over en lang tidsperiode. Prognoser vil derfor utføres med en mellomlang tidshorisont på ti år, fra 2010 til 2019, hvor 2019 utgjør terminalverdiåret.

Det kan diskuteres hvorvidt det er fornuftig å benytte terminalverdi for små bedrifter.

Terminalverdien forutsetter evig vekst utover budsjettperioden, og legger dermed til grunn en antakelse om at selskapet vil opprettholde sin drift over et langt tidsrom. I tillegg utgjør

terminalverdien ofte en betydelig del av verdiestimatet. For små selskaper hvor fremtidsutsiktene er usikre kan bruk av terminalverdi dermed vanskelig forsvares. Da jeg anser Nord-Klima for å være et veletablert firma etter over 30 år i bransjen, samt at bedriften har vært finansielt solid over tid, vurderer jeg fremtidsutsiktene som tilstrekkelig stabile til at terminalverdien likevel bør tas med i beregningen. I sensitivitetsanalysen vil det imidlertid gjøres en beregning uten terminalverdi for å belyse innvirkningen på verdiestimatet.

Fremtidig vekstforutsetninger baseres på selskapets tidligere prestasjoner, samt antakelser om markedsforhold og svingninger. Damodaran (2002) anbefaler at en for sykliske bedrifter justerer vekstraten de nærmeste årene slik at den reflekterer forventede endringer i den økonomiske syklusen. Dette vil gjennomføres i oppgaven.

8.2 Driftsinntekter

Nord-Klimas driftsinntekter består i hovedsak av inntekter fra ventilasjon, blikk og automasjon. Ventilasjon utgjør som tidligere nevnt den største inntektskilden, etterfulgt av blikk, og deretter automasjon. Da jeg ikke har tilgang på inntektsutviklingen innenfor de ulike segmenter for alle de historiske år presenteres driftsinntektene samlet.

Tabell 2: Historisk utvikling i driftsinntekter

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	36 197 000	27 050 000	31 690 000	25 630 000	29 912 000	25 972 000	
% endring		-25,27	17,15	-19,12	16,71	-13,17	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Driftsinntekter	45 881 000	44 478 000	45 532 000	39 980 000	36 272 000	34 709 000	
% endring	76,66	-2,60	2,37	-12,19	-9,27	-4,29	2,96

Ved beregningen ovenfor er det gjort en korreksjon i 2004. Selskapet hadde dette året ekstraordinært høye inntekter som følge av deltakelse i et stort prosjekt. Jeg anser inntektene for å være et engangstilfelle som ikke er representativt for fremtiden, og har derfor valgt å trekke 8 millioner kroner fra driftsinntektene i 2004 (Støle, 2008).

Av tabell 2 fremgår en snittøkning i driftsinntekter på 2,96 % fra 1998 til 2009. De siste tre årene er driftsinntektene imidlertid redusert, hvor de mest nærliggende år, 2008 til 2009, viser en nedgang på 4,29 %. Den fremtidige inntektsutviklingen vil imidlertid påvirkes av flere

forhold, deriblant hvor lenge nedgangskonkunktoren vedvarer, og hvordan Nord-Klima takler endrede markedsforhold.

Nedgangstidene som har preget bransjen i 2008 og 2009 ser så langt ut til å prege også det inneværende år. Det er likevel umulig å forutsi eksakt når markedsforholdene vil snu og stabilisere seg. I følge Statistisk sentralbyrå (18.4.2010) var ordretilgangen for bygg og anleggsbransjen på opptur i siste kvartal av 2009. Omsetningsmessig var utsiktene også bedre ved slutten av 2009, hvor nedgangen ble redusert til 5 % fra 2008, mot 10,6 % for hele året. (www.ssb.no, 18.4.2010). Uttalelser fra aktører i markedet, deriblant administrerende direktør i Byggenæringens landsforening Kjetil Lyng, bedriftsledere på VVS- forum, samt Arild Karlsen i Nord-Klima, viser til at også 2010 vil bli et hardt år for ventilasjonsbransjen, og at trenden først vil snu i 2011 (www.vvs-forum.no, 18.4.2010 og Dagens Næringsliv, 14.4.2010). Samlet leder dette til antakelser om redusert vekst i nærliggende år, før trenden snur og så stabiliserer seg.

Når det gjelder markedsforhold er konkurranseintensiteten høy og markedsveksten lav per dags dato, noe som taler for lav inntektsvekst i fremtiden. Samtidig tilbyr markedet nye muligheter i form av energimerkingsforskriften, samt at en tilnærmet byggestopp i Troms kan akkumulere fremtidige behov for utbygginger. I tillegg vil en eventuell ny faglig leder skape rom for nye markedsområder. Så fremt bedriften klarer å omskolere de ansatte, og tilpasse seg og gripe nye muligheter i markedet, anser jeg disse forholdene for å være inntektsskapende for bedriften i fremtiden.

Ut fra ovenstående diskusjon vil fremtidsprognosene baseres på at driftsinntektene innehar en negativ vekst på 1 % i 2010, for så å anta at trenden vil snu i løpet av 2011, med en vekst i inntekter på 1 % (Damodaran, 2002). I den videre prognoseperioden er tenkelig at bedriften på nytt vil merkes av markedssvingninger. Men da det er tilnærmet umulig å forutsi når og av hvilket omfang, legges det ikke inn flere antakelser om sykliske svingninger (Damodaran, 2002). Veksten settes derfor til 2,5 % fra og med 2012, noe som begrunnes med en historisk vekst på 2,96 %, nye markedsmuligheter, samt usikkerhet om fremtiden. Ved beregning av terminalverdi forutsettes en evig vekst lik Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % (www.norges-bank.no, 22.4.2010).

8.3 Driftskostnader

Driftskostnadene vil i det følgende splittes opp i varekostnader, lønnskostnader, avskrivninger og andre driftskostnader.

Varekostnader

Varekostnader utgjør den største driftsrelaterte kostnadsposten for Nord-Klima, og består i hovedsak av produktkomponenter til de ulike prosjektene.

Tabell 3: Historisk utvikling i varekostnader

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Varekostnader	30 859 953	25 392 869	24 825 490	19 883 857	18 660 974	17 889 647	
% endring		-17,72	-2,23	-19,91	-6,15	-4,13	-10,03

Ut fra tabell 3 ser vi at Nord-Klima i snitt har en historisk reduksjon i varekostnader på 10,03 %. Variasjonen fra år til år sammenfaller i stor grad med driftsinntektene, og dermed med antall og størrelse på prosjekter bedriften har vært involvert i. Som tidligere nevnt kjøper bedriften varer etter behov, og har med bakgrunn i innkjøpsamarbeid og gode innkjøpsavtaler god kostnadskontroll. I et fremtidsperspektiv er det derfor nærliggende å anta at varekostnadene vil inneha samme vekst som de tilhørende driftsinntekter. Prognoser for varekostnader settes dermed til -1 % i 2010, en vekst på 1 % i 2011, og 2,5 % vekst i den resterende perioden.

Lønnskostnader

Arbeidstokken i Nord-Klima har vært stabil over mange år, noe som også gjenspeiles i lønnskostnadene. Det har ikke blitt gjennomført permitteringer under nedgangstidene, og bedriften leier ikke inn arbeidskraft bortsett fra ved unormalt store prosjekter.

Tabell 4: Historisk utvikling i lønnskostnader

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Lønnskostnader	12 855 643	12 823 894	12 310 789	12 077 850	13 103 500	12 169 161	
% endring		-0,25	-4,00	-1,89	8,49	-8,21	-1,17

Fra tabell 4 ser vi at lønnskostnaden har vært forholdsvis stabile over de siste seks årene, med en gjennomsnittlig reduksjon på 1,17 %. Fra 2008 til 2009 gikk lønnskostnadene ned med 8,21 %. Bakgrunnen for reduksjonen var at to av de ansatte gikk av med avtalefestet pensjon.

Til sammenligning med bedriftens utvikling i lønnskostnader viser tall for bygg og anleggssektoren en gjennomsnittlig lønnsvekst 4,34 % fra 2004 til 2008, og en reduksjon på 0,9 % fra 2008 til 2009. (www.ssb.no, 22.4.2010 og www.regjeringen.no, 22.4.2010). I fremtiden antar jeg at Nord-Klimas lønnskostnader vil ligge rundt samme nivå som i dag, med tillegg for generell lønnsstigning. Ansettes en ny faglig leder vil kostnadene imidlertid øke. Dette er så langt uvisst, og lønn ved en eventuell ansettelse vil derfor ikke hensyntas. Med bakgrunn i tidligere stabile lønnsinntekter, uvisshet i forhold til nyansettelse, samt snittet for bygg og anlegg settes lønnsveksten til 1 % i 2010, og 2 % i den resterende prognoseperioden.

Avskrivninger

Avskrivninger innbefatter avskrivning på maskiner i verkstedet, biler og kontormaskiner. Driftsmidlene avskrives regnskapsmessig lineært over levetiden, og varierer etter hvilke investeringer som er gjort.

Tabell 5: Historisk utvikling i avskrivninger

	2 004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Bokført verdi varige driftsmidler	1 897 172	482 000	462 000	329 000	433 000	721 000	
Korrigerings	-1 143 672						
Verdi etter korrigerings	753 500	482 000	462 000	329 000	433 000	721 000	
Avskrivning	165 725	188 921	141 501	149 442	160 739	191 492	
Avskrivning i %	21,99	39,20	30,63	45,42	37,12	26,56	33,49
Avskrivning i % av driftsinntekter	0,31	0,42	0,31	0,37	0,44	0,55	0,40

I beregningen ovenfor er det gjort en korrigerings i 2004. Selskapet fisjonerte dette året ut bygninger med en bokført verdi på 1,1 millioner kroner. Etersom bygningene ikke lenger vil ha innvirkning på bedriftens fremtidige kontantstrømmer er den trukket ut fra avskrivningsgrunnlaget.

Den bokførte verdien av varige driftsmidler ligger mellom 320 000 og 750 000, mens investeringsraten varierer fra 16 000 til 490 000. Bedriften har heller ikke i fremtiden planlagt store investeringer, og det er derfor trolig at driftsmidlene i fremtiden vil inneha samme verdier som vist ovenfor. Avskrivningssatsene i perioden er høye, med et snitt på 33,49 %. Jeg velger derfor å ta utgangspunkt i avskrivninger i forhold til driftsinntekter. Reinvesteringsbehovet, og dermed avskrivningene, vil normalt følge bedriftens aktivitetsnivå,

og i fremtidsregnskapet settes avskrivningssatsen lik det historiske snitt på 0,4 % av driftsinntektene.

Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er en samlingspost bestående av en rekke driftsrelaterte kostnader.

Tabell 6: Historisk utvikling i andre driftskostnader

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Andre driftskostnader	3 797 968	4 616 262	5 630 934	5 408 551	4 728 116	3 423 205	
% endring		21,55	21,98	-3,95	-12,58	-27,78	-0,16

Ut fra tabellen ovenfor fremgår at driftskostnadene er redusert over de siste tre årene, mens snittet for hele perioden er tilnærmet 0 %. En del av driftskostnadene vil opprettholdes uavhengig av selskapets aktivitetsnivå, deriblant husleie. Andre kostnader som strøm til verksted, antall innleide varebiler og frakt ved varesalg vil til en viss grad følge bedriftens omsetningsnivå. Dette vises også i regnskapene ved at reduksjonen på 27,78 % fra 2008 til 2009 ikke skyldes endringer i en enkelt post, men små endringer i mange poster.

Sammenlignes snittet for andre driftskostnader med snittet for driftsinntekter på 2,96 %, er endringen i perioden mindre for kostnadene. Fremover vil jeg derfor anslå posten andre driftskostnader til å variere mindre enn driftsinntektene, men at det likevel er en viss grad av samvariasjon. Prognosene for driftskostnader settes derfor til -0,5 % i 2010, ingen endring i 2011, og en vekst på 1 % i den resterende budsjettperioden.

8.4 Netto finansposter

Nord-Klimas finansposter består i hovedsak av renteinntekter på bankinnskudd og rentekostnader på kassakreditt.

Tabell 7: Historisk utvikling i netto finansposter

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Netto finansposter		-43 368	-50 322	99 376	111 212	51560	33 691
% endring			16,03	-297,48	11,91	-53,64	-80,80

I perioden ovenfor er 2004 fjernet fra gjennomsnittsgrunnlaget, da dette året ikke anses som representativt for de fremtidige kontantstrømmer. Dette fordi 2004 er det eneste året hvor

selskapet er i besittelse av langsiktig gjeld, noe som fører til at netto finansposter er langt høyere enn i de resterende år (-167 280). Ettersom bankbeholdningen er stor nok til å dekke bedriftens investeringsrate er det heller ikke trolig at bedriften i fremtiden vil påta seg langsiktig gjeld.

Av tabell 7 ser vi at netto finansposter har variert mellom -43 000 og 111 000, mens den prosentvise nedgangen over perioden er 81 %. Med bakgrunn i store årlige variasjoner velges det å ta utgangspunkt i snitt finansposter på 33 691. Dette vil benyttes som grunnlag i verdivurderingen.

8.5 Fremtidsregnskap

Med utgangspunkt i forutsetninger og beregninger gjort ovenfor er Nord-Klimas fremtidige økonomiske resultater for tidsperioden 2010 til 2019 beregnet:

Tabell 8: Fremtidsregnskap

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	34716248	34542667	34888093	35760296	36654303	37570661	38509927	39472675	40459492	41470980	42507754
Varekostnad	17889647	17800199	17978201	18427656	18888347	19360556	19844570	20340684	20849201	21370431	21904692
Lønnskostnad	12027737	12148014	12390975	12638794	12891570	13149401	13412389	13680637	13954250	14233335	14518002
Avskrivninger	191492	138171	139552	143041	146617	150283	154040	157891	161838	165884	170031
Andre driftskostnader	3414768	3397694	3397694	3431671	3465988	3500648	3535654	3571011	3606721	3642788	3679216
Sum driftskostnader	33523644	33484078	33906422	34641162	35392522	36160888	36946653	37750223	38572010	39412438	40271941
Driftsresultat	1 192 604	1 058 589	981 671	1 119 134	1 261 781	1 409 773	1 563 274	1 722 453	1 887 482	2 058 542	2 235 814
Netto finansposter	51560	33691	33691	33691	33691	33691	33691	33691	33691	33691	33691
Ordinært resultat før skatt	1244164	1092280	1015362	1152825	1295472	1443464	1596965	1756144	1921173	2092233	2269505
Skattkostnad på ordinært resultat	352217	305838	284301	322791	362732	404170	447150	491720	537929	585825	635461
Årsresultat	891 947	786 441	731 061	830 034	932 740	1 039 294	1 149 815	1 264 424	1 383 245	1 506 407	1 634 043

8.6 Kontantoverskudd til totalkapitalen og egenkapitalen

Bedriftens fremtidsregnskap er nå estimert. Neste steg i prosessen er beregning av kontantoverskuddene til totalkapitalen og egenkapitalen. For å finne kontantoverskuddene må fremtidig utvikling i årlige investeringer og endring i arbeidskapital først prognostiseres. Deretter fastsettes kontantoverskuddene til de ovennevnte metoder.

Årlige investeringer

For å beregne de årlige investeringene tas det ofte utgangspunkt i endring i varige driftsmidler. For Nord-Klimas vedkommende har driftsmidlene historisk variert mellom 350 000 og 750 000. Ut fra tabell 9 vises at investeringsbeløpene varierer mellom 16 000 og 490 000, med et snitt på 218 000 over de siste seks årene. Med bakgrunn i store årlige svingninger velges det her å ta utgangspunkt i årlige investeringer i prosent av driftsinntektene. Det fremgår da en investeringsrate på mellom 0,04 % og 1,41 % i perioden, med et snitt på 0,56 %.

Tabell 9: Historisk utvikling i årlige investeringer

	2 004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Årlige investeringer	105 724	254 921	121 501	16 442	321 739	490 617	218 491
% av driftsinntekter	0,20	0,57	0,27	0,04	0,89	1,41	0,56

Av tabellen nedenfor fremgår at årlige investeringer beregnet som 0,56 % av driftsinntektene utgjør investeringer på mellom 193 000 og 238 000. Dette må kunne anses som representativt da snittet for historiske investeringer er 218 000.

Tabell 10: Fremtidsprognoser for årlige investeringer

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Investeringer:										
0,56 % av driftsinntekter	193 439	195 373	200 258	205 264	210 396	215 656	221 047	226 573	232 237	238 043

Endring arbeidskapital

Arbeidskapitalen beregnes som forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

Tabell 11: Historisk utvikling i arbeidskapital

	2 004	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Omløpsmidler	12 914 288	11 449 591	14 137 099	15 009 421	11 755 628	13 972 360	
Kortsiktig gjeld	11 997 698	6 975 151	7 938 223	6 661 001	5 849 784	6 155 781	
Arbeidskapital	916 590	4 474 440	6 198 876	8 348 420	5 905 844	7 816 579	
% av driftsinntekt	1,70	10,06	13,61	20,88	16,28	22,52	14,18

Historisk har Nord-Klima en arbeidskapital med et snitt på 14,8 % av driftsinntektene.

Variasjonene mellom de ulike år er likevel store, og beregnes et snitt av de tre siste år fremgår en arbeidskapital på 19,9 %. Ettersom arbeidskapitalen over de tre siste årene er forholdsvis mye høyere enn de foregående år vil prognosene basere seg på en arbeidskapital på 20 % av driftsinntektene. Endring i arbeidskapital vil da ligge mellom -34 000 og 207 000 i prognoseperioden.

Tabell 12: Fremtidsprognoser for endring i arbeidskapital

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Arbeidskapital										
20 % av driftsinntekter	6 908 533	6 977 619	7 152 059	7 330 861	7 514 132	7 701 985	7 894 535	8 091 898	8 294 196	8 501 551
Endring arbeidskapital	-34 716	69 085	174 441	178 801	183 272	187 853	192 550	197 363	202 298	207 355

Beregning av kontantoverskudd til totalkapitalen og egenkapitalen

Da jeg nå har prognostisert fremtidige investeringer og endring i arbeidskapital kan kontantoverskuddene til totalkapitalen og egenkapitalen beregnes.

Tabell 13: Kontantoverskudd til totalkapitalen

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsresultat	1 058 589	981 671	1 119 134	1 261 781	1 409 773	1 563 274	1 722 453	1 887 482	2 058 542	2 235 814
Skatt	296 405	274 868	313 357	353 299	394 736	437 717	482 287	528 495	576 392	626 028
Avskrivninger	138 171	139 552	143 041	146 617	150 283	154 040	157 891	161 838	165 884	170 031
Investeringer	193 439	195 373	200 258	205 264	210 396	215 656	221 047	226 573	232 237	238 043
Endring i arbeidskapital	-34 716	69 085	174 441	178 801	183 272	187 853	192 550	197 363	202 298	207 355
Kontantoverskudd til totalkapitalen	741 632	581 898	574 119	671 034	771 652	876 089	984 460	1 096 889	1 213 498	1 334 418

Tabell 14: Kontantoverskudd til egenkapitalen

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Resultat etter skatt	786 441	731 061	830 034	932 740	1 039 294	1 149 815	1 264 424	1 383 245	1 506 407	1 634 043
Avskrivninger	138 171	139 552	143 041	146 617	150 283	154 040	157 891	161 838	165 884	170 031
Investeringer	193 439	195 373	200 258	205 264	210 396	215 656	221 047	226 573	232 237	238 043
Endring arbeidskapital	-34 716	69 085	174 441	178 801	183 272	187 853	192 550	197 363	202 298	207 355
Rentebærende gjeld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontantoverskudd til egenkapitalen	765 889	606 155	598 376	695 292	795 909	900 346	1 008 717	1 121 147	1 237 756	1 358 676

Av tabell 13 og 14 ser vi at kontantoverskuddene til totalkapitalen og egenkapitalen er tilnærmet like, med en marginalt høyere verdi i prognoseårene for kontantoverskuddene til egenkapitalen. Dette skyldes at netto finansposter er positive, samt at selskapet ikke er i besittelse av rentebærende gjeld.

I det følgende kapittel vil Nord-Klimas verdi beregnes. Det forutsettes her at kontantoverskuddene utbetales til eierne, eller reinvesteres i selskapet. Videre legges det til grunn at investeringer gir en avkastning lik avkastningskravet, og en får dermed ingen oppbygning av kontantbeholdningen i bedriften (Damodaran, 2002).

9.0 Verdsettelse av Nord-Klima

I dette kapittelet gjennomføres verdivurderingen av Nord-Klima. Avkastningskrav til egenkapitalen og totalkapitalen beregnes først, med utgangspunkt i forutsetninger gjort i kapittel 4. Deretter utføres verdivurderingen ved benyttelse av totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Avslutningsvis foretas en rimelighetsvurdering av den estimerte verdi ved bruk av multiplene P/E og P/B.

9.1 Beregning av avkastningskrav

For å beregne selskapets verdi med basis i totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden må to ulike avkastningskrav kalkuleres. Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes først da det er en nødvendig størrelse som inngår i formelen for avkastningskravet til totalkapitalen.

9.1.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes ved følgende formel:

$$CAPM = R_F(1 - s) + [R_M - R_F(1 - s)] * \beta + \lambda$$

Hvor:

R_F = Risikofri rente

s = Skattesats

β = Beta til selskapet

R_M = Forventet avkastning i markedet

λ = Likviditetspremie

Skattesatsen settes lik beskatningsnivået for selskaper i Norge på 28 %.

Den risikofrie renten beregnes som et snitt av rente på treårige statsobligasjoner fra 2007 til 2009. I følge Norges Bank (26.3.2010) er snittet 4,01 %.

For fastsettelse av beta er det tatt utgangspunkt i to bygg og anleggsselskaper notert på Oslo børs, BWG Homes ASA og Veidekke ASA. Tall er hentet fra Dagens Næringsliv 24.mars 2010, og beta beregnes som et aritmetisk gjennomsnitt av betaen til de to entreprenørselskapene.

Tabell 13: Aritmetisk gjennomsnittlig beta for to bygg og anleggsselskaper

Virksomhet	Beta
BWG Homes ASA	0,92
Veidekke ASA	0,44
Aritmetisk gjennomsnittlig beta	0,68

Av tabell 13 fremgår en beta på 0,68. Dette vil legges til grunn i oppgaven.

Markedets risikopremie har i snitt ligget på 6,2 % fra 1967 til 1998 (Gjesdal & Johnsen, 1999). Som beskrevet i kapittel 5 argumenteres det for at den fremtidige risikopremien vil være lavere enn den historiske, hvor det antas en markedspremie på 5 %. Da jeg etter mailkontakt med Oslo børs fikk til svar at det ikke foreligger nyere beregninger vil en risikopremie på 5 % legges til grunn for beregning av avkastningskravet (Oslo børs, 13.4.2010).

En risikofri rente på 4,01 %, og en risikopremie på 5 %, tilsvarer en forventet avkastning på markedsporteføljen på 9,01 %. Dette vil legges til grunn i beregningene.

For små unoterte selskaper fremgår det av Gjesdal og Johnsen (1999) at likviditetspremien i praksis ofte ligger mellom 4 og 5. Jeg antar derfor at en likviditetspremie på 4 er representativt for Nord-Klima.

Ut i fra forutsetningene gjort ovenfor er avkastningskravet til egenkapitalen beregnet:

Tabell 14: Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen

Variabler	Nord-Klima
R_F	4,01
s	0,28
β	0,68
R_M	9,01
λ	4
CAPM	$4,01 (1-0,28) + [9,01 - 4,01(1-0,28)] * 0,68 + 4 = 11,05 \%$

Med utgangspunkt i de ovennevnte variabler er avkastningskravet til egenkapitalen beregnet til 11,05 %. Nå som egenkapitalkravet er fastsatt kan avkastningskravet til total kapitalen beregnes.

9.1.2 Avkastningskravet til totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes ved følgende formel:

$$WACC = R_G(1 - s) * \frac{RG}{E + RG} + R_E * \frac{E}{E + RG}$$

Hvor:

- R_G = Gjennomsnittlig lånerente
- RG = Rentebærende gjeld
- R_E = Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM)
- E = Egenkapital
- s = Skattesats

Nord-Klima er ikke i besittelse av rentebærende gjeld, og har dermed heller ingen lånerente. Disse postene settes derfor lik null ved beregning av avkastningskravet. Videre anbefales det i teorien at markedsverdien av egenkapitalen benyttes i beregningene. Ettersom markedsverdien ikke er tilgjengelig anses den bokførte verdi av egenkapitalen som beste alternativ. I dette tilfellet vil det imidlertid ikke være av betydning om markedsverdier eller bokførte verdier benyttes. Dette fordi selskapet ikke har rentebærende gjeld, noe som gjør at størrelsen på egenkapitalen ikke påvirker avkastningskravet.

Tabell 15: Beregning av avkastningskravet til totalkapitalen

Variabler	Nord-Klima
RG	0
s	0,28
E	6 520 576
R_G	0
R_E	11,05
WACC	$0(1 - 0,28) * \frac{0}{6\,520\,576 + 0} + 11,05 * \frac{6\,520\,576}{6\,520\,576 + 0} = 11,05 \%$

Som vi ser av beregningen vil det faktum at bedriften ikke har rentebærende gjeld føre til at avkastningskravet til totalkapitalen blir likt avkastningskravet til egenkapitalen. Avkastningskravet som legges til grunn for videre beregninger er dermed 11,05 %.

9.2 Verdsetting Nord-Klima

Kontantoverskudd og avkastningskrav til totalkapitalen og egenkapitalen er nå prognostisert og beregnet. Neste steg i prosessen er kalkulering av selskapets verdi. Dette gjennomføres ved at kontantoverskuddene i prognoseårene diskonteres med avkastningskravet til henholdsvis totalkapitalen og egenkapitalen. Deretter beregnes terminalverdien ut fra en forutsetning om evig vekst på 2,5 %, som er i samsvar med Norges Banks målgitte inflasjonsrate (www.norges-bank.no, 22.4.2010).

9.2.1 Totalkapitalmetoden

Tabell 16: Beregning av selskapets verdi ved totalkapitalmetoden

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kontantoverskudd til totalkapitalen	741 632	581 898	574 119	671 034	771 652	876 089	984 460	1 096 889	1 213 498	1 334 418
WACC	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105
(1+WACC) ^t	1,1105	1,2332	1,3695	1,5208	1,6889	1,8755	2,0827	2,3129	2,5684	
Diskontert verdi	667 836	471 856	419 224	441 235	456 908	467 129	472 681	474 257	472 468	
Verdi										
budsjettperiode	4 343 594									
Terminalverdi	5 471 927									
Verdi totalkapital	9 815 521									
Rentebærende gjeld	0									
Verdi egenkapital	9 815 521									

Verdien av Nord-Klimas totalkapital er her estimert til kroner 9 815 521. I teorien kan verdien av egenkapitalen nå frembringes ved å fratrekke rentebærende gjeld. Selskapet er imidlertid ikke i besittelse av rentebærende gjeld, noe som gjør at verdien av totalkapitalen og egenkapitalen blir lik. Videre vil jeg også benytte egenkapitalmetoden for å finne en verdi hvor finansieringsstrukturen er hensyntatt, og for belyse hvorvidt de to metodene gir en sammenfallende verdi.

9.2.2 Egenkapitalmetoden

Tabell 17: Beregning av selskapets verdi ved egenkapitalmetoden

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kontantoverskudd til egenkapitalen	765 889	606 155	598 376	695 292	795 909	900 346	1 008 717	1 121 147	1 237 756	1 358 676
CAPM	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105	1,1105
(1+CAPM) ^t	1,1105	1,2332	1,3695	1,5208	1,6889	1,8755	2,0827	2,3129	2,5684	
Diskontert verdi	689 679	491 526	436 937	457 186	471 271	480 063	484 328	484 746	481 912	
Verdi budsjettperiode	4 477 648									
Terminalverdi	5 571 397									
Verdi egenkapital	10 049 045									

Ved bruk av egenkapitalmetoden er verdien av bedriftens egenkapital beregnet til kroner 10 049 045. Dette avviker lite fra den beregnede verdi i total kapitalmetoden, med en differanse på 233 000. Årsaken til at de to verdiene er tilnærmet like er at avkastningskravet er det samme, samt at selskapet har en lav andel netto finansposter, og ingen rentebærende gjeld. At verdien av ved egenkapitalmetoden er litt høyere enn ved total kapitalmetoden skyldes at netto finansposter er positive.

Ut i fra beregningene ovenfor anslås markedsverdien av egenkapitalen til å ligge mellom 9 815 521 kroner og 10 049 045 kroner. Estimatenes er imidlertid forbundet med stor usikkerhet, og det vil derfor utføres en rimelighetsvurdering av de estimerte verdier.

9.3 Rimelighetsvurdering – Price/Earning og Price/Book

Det ble tidligere nevnt at multiplikatormodeller er mye brukte, men samtidig svært usikre verdivurderingsmetoder. En verdivurdering vil derfor ikke utføres med bakgrunn i multiplikatorer. I stedet for beregnes P/E og P/B tall for Nord-Klima, som så sammenlignes med tilsvarende tall for to børsnoterte bygg og anleggsbedrifter (BWG Homes og Veidekke), samt et snitt for selskaper notert på OB Match på Oslo børs. OB Match består av de minste selskapene på den norske børsen, og jeg anser derfor denne grupperingen for å være den mest sammenlignbare. En slik rimelighetsvurdering ved bruk av multipler kan gi en indikator på om bedriften er over eller underpriset i forhold til markedet. (www.sivil.no, 27.4.2010).

Ved gjennomføring av rimelighetsvurderingen tas det utgangspunkt i et snitt av de to beregnede egenkapitalverdier. Dette fordi selskapets verdi antas å ligge innefor det aktuelle intervallet. Det fremgår da en egenkapitalverdi på 9 933 283.

Tabell 18: Beregning av P/E og P/B for Nord-Klima

	P/E	P/B
Markedsverdi EK	9 933 283	9 933 283
Resultat før ekstraordinære poster	891 947	
Bokført verdi EK		6 520 576
Nord-Klima	11,14	1,52
Snitt BWG Homes ASA og Veidekke ASA	18,00	2,10
Snitt OB Match Oslo børs	23,31	1,72

Med utgangspunkt i den estimerte verdi av egenkapitalen og resultat før ekstraordinære poster er Nord-Klimas P/E tall er beregnet til 11,14. Til sammenligning har bygg og anleggsselskapene en P/E på 18, mens snittet for selskaper på OB Match hvor P/E er oppgitt er 23,31 (Dagens Næringsliv, 14.4.2010). Bedriften har dermed en langt lavere verdi på forholdstallet enn de selskaper den sammenlignes mot.

For beregning av P/B benyttes markedsverdien av egenkapitalen i forhold til den bokførte verdien av egenkapitalen. For Nord-Klima fremgår her en verdi på 1,52. I forhold til de to bygg og anleggsselskapene, med en P/B på 2,1, ligger Nord-Klima markant lavere. Avstanden til snittet for alle selskapene på OB Match er imidlertid mindre, hvor gjennomsnittet viser en P/B på 1,72.

En rimelighetsvurdering ved bruk av multiplikatorer bør i utgangspunktet benyttes på sammenlignbare selskaper, og resultatene bør derfor tolkes med forsiktighet. Jeg ønsker likevel å ha dem med fordi store feilberegninger fra min side kunne gitt store avvik fra de børsnoterte selskaperens multiplikatorverdier. Som vi så ligger Nord-Klimas multiplikatorer under snittet for de børsnoterte selskapene. Dette gir grunnlag for å tro at selskapet i alle fall ikke er overpriset, verken i forhold til bygg og anleggsmarkedet, eller markedet for øvrig. Skulle bedriften for eksempel hatt en P/E verdi på 18 måtte selskapets egenkapital innehatt en markedsverdi på litt over 16 millioner kroner.

10.0 Sensitivitetsanalyse

En verddivurdering tar utgangspunkt i skjønnsmessige vurderinger av mange ulike parametre. Hver av parametrene påvirker verddivurderingen i ulike retninger, og de forutsetninger som legges til grunn har derfor stor innvirkning på den estimerte verdi. Målet med den følgende sensitivitetsanalysen er å belyse hvilke parametre det foreligger størst usikkerhet ved, og i hvor stor grad endringer påvirker bedriftens markedsverdi.

Som det fremgikk i forrige kapittel er markedsverdien av egenkapitalen tilnærmet lik ved beregninger med totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Ved gjennomføring av en sensitivitetsanalyse på ulike parametre endres verdien fra de to metodene i omtrent like stor grad. I det følgende vil derfor kun endringer i verdien fra egenkapitalmetoden presenteres. Dersom leser selv ønsker å gjennomføre endringer i begge metodene, eller eventuelt andre parametre, kan det tas utgangspunkt i vedlegg 4.

Parametere det gjøres endringer på i dette kapittelet er vekst i inntekter, vekst i inntekter og driftskostnader, vekst etter budsjettperioden, avkastningskrav samt en beregning uten terminalverdi. Ved gjennomføring av sensitivitetsanalysen holdes alle variabler utenom endringsvariabelen konstant, og det belyses endringer i positiv og negativ retning fra opprinnelige forutsetninger.

10.1 Vekstendring i driftsinntekter

Vekst i driftsinntekter er en variabel som det med bakgrunn i lite forutsigbare fremtidsutsikter er heftet stor usikkerhet ved. Det kan derfor være hensiktsmessig å se hvilken innvirkning vekstfaktoren har på verdifastsettelsen. I den gjennomførte verddivurderingen ble vekst i inntekter estimert til -0,5 % i første prognoseår, 1 % vekst i år 2, og 2,5 % i den resterende budsjettperioden. Det vil her gjennomføres endringer hvor veksten er konstant i hele perioden, og varierer mellom -5 % og + 5 %. Terminalverdien holdes lik opprinnelig verdi på 2,5 %. For å belyse endringene bedre er det gjennom prøving og feiling i Excel funnet en gjennomsnittlig vekstfaktor (1,867), som gir en egenkapitalverdi tilsvarende den beregnet i verddivurderingen.

Tabell 19: Endring i EK-verdi ved vekstendring i driftsinntekter

Vekst inntekter	-5 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	1,867 %	2 %	3 %	5 %
Ny verdi EK	-128 943 014	-76 847 999	-56 719 240	-35 030 414	-11 663 434	≈10 049 045	13 507 863	40 61 8196	101 240 651
Endring fra opprinnelig EK-verdi	-1383 %	-865 %	-664 %	-449 %	-216 %	0 %	34 %	595 %	907 %

Av tabellen ovenfor ser vi at selv små vekstendringer i inntektene gir store utslag på bedriftens verdi. En vekstfaktor på 0 % i hele prognoseperioden reduserer verdien av egenkapitalen til -35 millioner, noe som utgjør en endring på 450 % fra opprinnelig verdi. Settes veksten til en konstant vekst på 3 % øker selskapets verdi til 40 millioner, og dermed en prosentvis endring på nesten 600 %. Det kan her konkluderes med at parameteret vekst i driftsinntekter har svært stor innvirking på verdiestimatet.

10.2 Vekstendring i driftsinntekter og driftskostnader

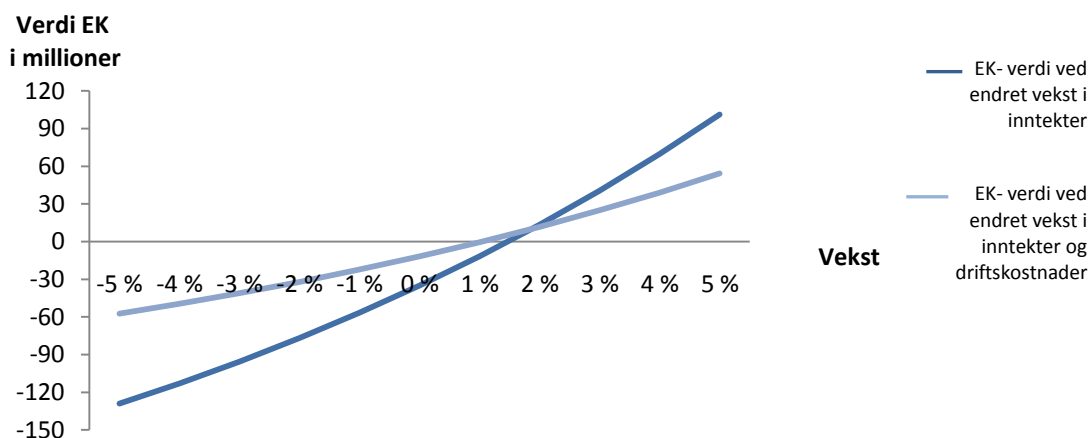
En mer reell endring i forhold til tidligere analyser er et scenario hvor driftskostnadene endres i takt med driftsinntektene. I det følgende beregnes nye verdier av egenkapitalen hvor vekst i inntekter og driftskostnader endres i intervallet -5 % til + 5 %. Terminalverdien holdes konstant på 2,5 %.

Tabell 20: Endring i EK-verdi ved vekstendring i driftsinntekter og driftskostnader

Vekst inntekter, driftskostnader	-5 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	1,867 %	2 %	3 %	5 %
Ny verdi EK	-57 318 945	-32 069 038	-22 312 840	-11 800 494	-474 764	≈10 049 045	11 725 500	24 865 594	54 248 661
Endring fra opprinnelig EK-verdi	-670 %	-419 %	-322 %	-217 %	-105 %	0 %	17 %	147 %	292 %

Vi ser her at en simulert endring hvor både vekst i inntekter og kostnader henyntas leder til lavere svingninger i bedriftens verdi. En vekst på 0 % gir en negativ egenkapitalverdi på 11,8 millioner, og en endring i forhold til opprinnelig verdi på -217 %. Settes veksten til 3 % endres verdien til 24,8 millioner, noe som tilsvarer en økning på 147 %. Det er likevel klart at små endringer også her gir store utslag på verdiestimatet.

Ved en grafisk fremstilling av endret vekst i inntekter, og endret vekst i inntekter og kostnader fremgår verdien av egenkapitalen slik:



Figur 18: Endring i EK-verdi ved vekstendring i inntekter, samt vekstendring i inntekter og kostnader

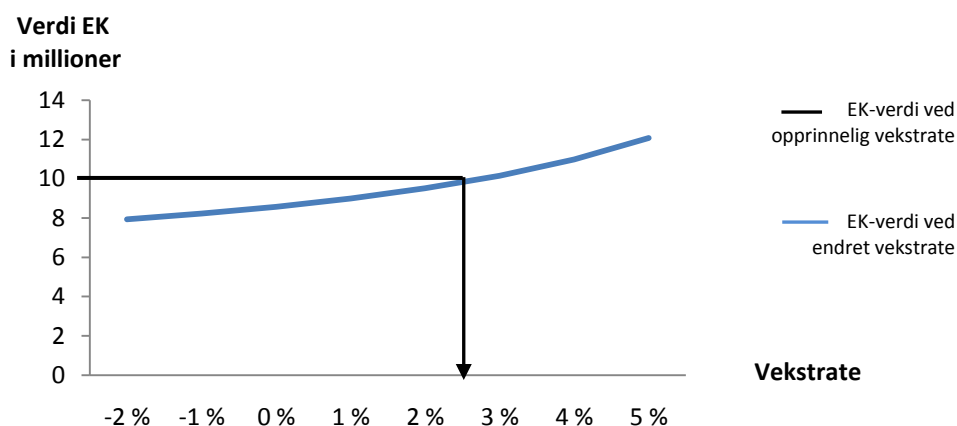
10.3 Endring av vekstrate utover budsjettperioden

Vekstraten utover budsjettperioden fastsetter bedriftens vekst i evig tid, og kan derfor ha stor innvirkning på verdieslimatet. I verdivurderingen ble en vekstrate på 2,5 % benyttet. For å belyse hvor sensitiv verdianslaget er for endringer i vekstraten endres veksten her fra -2 % til + 5 %.

Tabell 21: Endring i EK-verdi ved endret vekstrate utover budsjettperioden

Fremtidig vekstrate	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	2,5 %	3 %	4 %	5 %
Ny verdi EK	7 928 650	8 226 165	8 577 528	8 998 816	9 513 205	10 049 045	10 155 392	10 979 761	12 351 218
Endring fra opprinnelig EK-verdi	-21 %	-18 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	1 %	9 %	23 %

Av tabell 21 fremgår at endring i vekst utover budsjettperioden gir relativt små utslag på verdien av egenkapitalen sammenlignet med vekstendringene i inntekter og kostnader gjort ovenfor. Reduseres veksten fra 2,5 % til 1 % får vi en selskapsverdi på 9 millioner, noe som utgjør en endring på -10 % fra opprinnelig verdi. Økes vekstfaktoren til 4 % resulterer det i en verdi på 10,9 millioner, og en prosentvis økning på 9 %. Selv om utslagene ikke er store fremgår likevel at vekstraten har innvirkning på bedriftens verdi.



Figur 19: Endring i EK-verdi ved endring av vekstrate utover budsjettp perioden

10.4 Endring i avkastningskrav

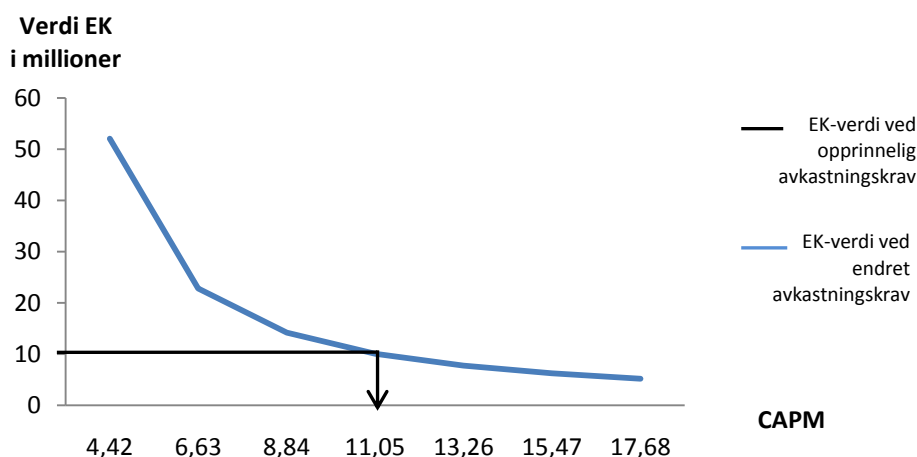
Avkastningskravet til egenkapitalen består av flere ulike variabler som kan ha innvirkning på den estimerte verdi. Deriblant beta, risikopremie og likviditetspremie. For ikke å gjøre fremstillingen for komplisert velger jeg her å se på de ulike variablene samlet.

I verdivurderingen ble avkastningskravet beregnet til 11,05. Ved å øke og senke avkastningskravet med henholdsvis 20 %, 40 % og 60 % får vi nye avkastningskrav i intervallet 4,42 til 17,68.

Tabell 22: Endring i EK-verdi ved endret avkastningskrav

% endring avkastningskrav	-60 %	-40 %	-20 %	0 %	20 %	40 %	60 %
CAPM	4,42	6,63	8,84	11,05	13,26	15,47	17,68
Ny verdi EK	52 030 038	22 794 715	14 128 259	10 049 045	7 711 574	6 213 561	5 180 593
Endring fra opprinnelig EK-verdi	418 %	127 %	41 %	0 %	-23 %	-38 %	-48 %

Det mest relevante endringsintervallet er trolig et avkastningskrav mellom 8,8 og 13,3. Et avkastningskrav på 8,8 gir en egenkapitalverdi på 14 millioner og en økning på 41 % fra opprinnelig verdi, mens et avkastningskrav på 13,3 senker verdien til 7,7 millioner, og utgjør en reduksjon på 23 %. Vi ser her at avkastningskravet har stor innvirkning på den endelige verdifastsettelsen, selv om det ikke påvirker i like stor grad som vekstfaktorene for inntekter og kostnader belyst tidligere.



Figur 20: Endring i EK-verdi ved endret avkastningskrav

10.5 Ingen terminalverdi

Det ble tidligere nevnt at det kan diskuteres hvorvidt en bør benytte terminalverdi for små selskaper. Dette med bakgrunn i at terminalverdien utgjør en stor andel av den estimerte verdi, og at fremtiden for små selskaper kan være for usikker til at en forutsetning om evig vekst bør legges til grunn. Jeg ønsker her å belyse hvor stor innvirkning bruk av terminalverdi har på verdien beregnet i foregående kapittel. Ved en verdivurdering uten terminalverdi diskonteres alle kontantoverskuddene til nåverdi, uten å hensynta vekst utover de budsjetterte prognoseår.

Tabell 23: Endring i EK-verdi ved beregning uten terminalverdi

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kontantoverskudd til egenkapitalen	765 889	606 155	598 376	695 292	795 909	900 346	1 008 717	1 121 147	1 237 756	1 358 676
CAPM	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	1,1105
(1+CAPM) ^t	1,1105	1,2332	1,3695	1,5208	1,6889	1,8755	2,0827	2,3129	2,5684	2,8522
Diskontert verdi	689 680	491 526	436 937	457 186	471 271	480 063	484 328	484 746	481 912	476 354
Verdi egenkapital	4 954 003									

Vi ser her at selskapets verdi reduseres til 4,9 millioner, og får dermed en endring på over fem millioner fra den opprinnelige verdi. Verdien er også lavere enn den bokførte verdien av egenkapitalen på 6,5 millioner, noe som taler for at terminalverdien bør være med i verdivurderingen. Det kan her konkluderes med at en stor del av Nord-Klimas markedsverdi baseres på antakelser om at bedriften vil fortsette sin verdiskapning også etter prognoseperiodens slutt.

11.0 Diskusjon

Den gjennomførte verdivurderingen av Nord-Klima AS har basert seg på to kontantstrøm-baserte modeller, totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Verdien er beregnet ut i fra forventninger om fremtidig inntjening, fremkommet gjennom analyser av eksterne og interne forhold, samt regnskapstall.

I forhold til bedriftens spesielle finansieringsstruktur anser jeg ikke den ene metoden for å være bedre eller mer egnet enn den andre. Ved like forutsetninger skal også de to metodene i teorien gi tilsvarende resultater. Dette bekreftes av at markedsverdien ble beregnet til henholdsvis 9,8 millioner ved totalkapitalmetoden, og 10 millioner ved egenkapitalmetoden, noe som tilsier en differanse på 200 000. Årsaken til at verdiene er tilnærmet like er at avkastningskravet er det samme, andelen netto finansposter er lav, samt at selskapet ikke er i besittelse av rentebærende gjeld. At egenkapitalmetoden viser den høyeste verdi kommer av at netto finansposter er positive.

Som bakgrunn for verdivurderingen er det gjennomført en presentasjon av utviklingen i markedet, en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Av markedsutviklingen og den strategiske analysen fremgår det at Nord-Klima er i en konjunktutsatt bransje, hvor markedet nå er inne i en nedgangskonjunktur. Markedssvingningene påvirker bedriftens inntektspotensiale ved at antall anbudsutlysninger er sterkt redusert, samt at konkurransen om de tilgjengelige prosjekter har økt betraktelig. Samtidig tilbyr markedet nye muligheter i form av økt fokus på energibesparelse. Den fremtidige inntjeningen avhenger her av at bedriften klarer å tilpasse seg endringene, og å utnytte de muligheter som foreligger. Nord-Klima har videre en allsidig og kompetansesterk stab og et veletablert navn i markedet, noe som i dag utgjør en konkurransefordel for bedriften. Ved inntredelse på nye markedsområder vil imidlertid opprettholdelse og fornyelse av kompetansenivået være avgjørende for verdiskapningen. Det pågående generasjonsskiftet utgjør også et usikkerhetsmoment for fremtidig utvikling. Deriblant for hvilken kurs bedriften tar videre, og hvordan strategiske valg følges opp. Men generasjonsskiftet kan like gjerne representere en mulighet ved at nye perspektiver og ideer dras inn i den daglige drift.

I regnskapsanalysen fremstår Nord-Klima som finansielt solid, med en stabil finansieringsstruktur og en god betalingsevne. Avkastningen på den investerte kapital er tilfredsstillende, men innehar større variasjoner enn de andre nøkkeltallene.

Ut fra det ovenstående anser jeg oppgaven for å bygge på grundige analyser, og at det er samsvar mellom analysene og de antakelser som er gjort om fremtiden. En verdivurdering er likevel ingen eksakt vitenskap, og den estimerte verdi er forbundet med betydelig usikkerhet. Deriblant fordi fastsettelse av de ulike parametre som inngår i verdivurderingen baseres på mine vurderinger av den informasjon som er tilgjengelig og de analyser som er gjennomført. Det heftes her usikkerhet ved blant annet fastsettelse av avkastningskrav, vekstforutsetninger og terminalverdiregninger.

Avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM) er beregnet med utgangspunkt i anbefalte teoretiske størrelser. Det kan diskuteres hvorvidt det er hensiktsmessig å benytte CAPM for unoterte bedrifter, der betaverdien beregnes ved å ta utgangspunkt i antatt sammenlignbare selskaper. I oppgaven benyttet jeg et aritmetisk snitt av beta til to børsnoterte bygg og anleggsbedrifter. Da det er usikkert hvorvidt betaen er representativ for Nord-Klima vil det utgjøre en mulig feilkilde ved beregning av avkastningskravet. Jeg anser likevel de to bedriftene for å være de mest nærliggende å benytte i og med at ingen ventilasjonsbedrifter er notert på Oslo børs, samt at ventilasjonsbransjen er en del av byggebransjen.

Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) påvirkes av at selskapet ikke har rentebærende gjeld. Fravær av rentebærende gjeld fører til at avkastningskravet til totalkapitalen og egenkapitalen blir likt. I utgangspunktet burde også markedsverdien av egenkapitalen vært benyttet i beregningen, men da markedsverdier ikke er tilgjengelig er bokførte verdier tatt i bruk. I denne oppgaven vil verdien av egenkapitalen imidlertid ikke ha innvirkning på avkastningskravet da den ovennevnte gjelden ikke er tilstedeværende.

I sensitivitetsanalysen fremgikk det at avkastningskravets størrelse har forholdsvis stor innvirkning på den estimerte verdi. En endring fra opprinnelig avkastningskrav på 11,05 til 8,8 øker selskapets verdi til 14 millioner, mens et avkastningskrav på 13,3 reduserer verdien til 7,7 millioner. Verdivurderingen er med andre ord følsom for de vurderinger som er lagt til grunn for fastsettelse av avkastningskravet.

Vekstprognoser for driftsinntekter og driftskostnader ble basert på forutsetninger om en nedgangskonjunktur i markedet, som etter det første år i prognoseperioden snur og tar seg opp igjen. En slik antakelse er forbundet med usikkerhet ettersom ingen kan forutsi hvordan fremtiden for bedriften og markedet vil utarte seg, men med utgangspunkt i den informasjon som foreligger mener jeg veksten kan anses som en fornuftig prognose. Ved endring av vekstforutsetninger i sensitivitetsanalysen vist at selv små forandringer har svært stor innvirkning på den estimerte verdi. En konstant vekst i inntekter og kostnader på 0 % gir negativ selskapsverdi på 35 millioner, mens en vekst på 3 % øker bedriftens verdi til 24,8 millioner.

Vekst utover budsjettperioden ble i oppgaven satt til 2,5 %. En vekst på 1 % reduserer selskapets verdi til 8,5 millioner, mens en vekst på 4 % øker verdien til 10,9 millioner. Sammenlignet med andre parametre endret i sensitivitetsanalysen har vekst etter budsjettperioden dermed liten innvirkning på selskapets verdi.

Ved estimering av selskapets verdi er terminalverdien tatt med i beregningen. Ettersom Nord-Klima er et veletablert firma anser jeg ikke deres fremtidsutsikter for å være usikre, og mener derfor det er begrunnet å benytte terminalverdi. Terminalverdien utgjør likevel over halvparten av verdianslaget, og skulle fremtidsutsiktene endre seg, for eksempel ved at det er lite sannsynlig at selskapet vil driftes lengre enn budsjettperioden, bør det istedenfor tas utgangspunkt i beregningen uten terminalverdi.

Rimelighetsvurderingen ved hjelp av multiplikatormodeller er det vanskelig å dra store konklusjoner fra, til det anser jeg de selskapene Nord-Klima måles opp mot for å være for lite sammenlignbare. Jeg mener likevel det er grunnlag for å si at bedriften ikke er overpriset, verken i forhold til de børsnoterte bygg og anleggsselskapene, eller i forhold til selskapene på OB Match.

Ved et salg av bedriften betaler kjøper for nåverdien av de fremtidige kontantstrømmer. I beregningen inngår den kunnskap, den kompetanse og det kontaktnettet selskapet er i besittelse av i dag. Dette vil følge de ansatte i bedriften, og den beregnede verdi betinger dermed at kompetansen følger bedriften ved et eventuelt salg. Er det motsatte tilfelle kan prisen på selskapet bli en helt annen. Dersom kjøpers kontrakt innebefatter en klausul hvor

nøkkelpersoner følger selskapet, i for eksempel et år, vil problemstillingen imidlertid ikke aktualiseres i like stor grad.

Av den gjennomførte verdivurderingen fremgår at de kontantstrømbaserte modellene ikke er svært robuste, da selv små endringer i forutsetningene gir store utslag på verdiestimatet. For å få ytterligere perspektiver på bedriftens verdi kunne det vært gjennomført flere beregninger, deriblant ved substansverdimetoden eller normalresultatmetoden. Jeg mener imidlertid at jeg innenfor tidsrammene av denne oppgaven har estimert en begrunnet verdi på bedriften. For andre kan det tas utgangspunkt i mine analyser og de vedlagte regnskaper, for så å gjøre egne antakelser og beregninger.

En verdivurdering kan også påvirkes av om den utføres fra selger eller kjøpers perspektiv. En selger har ofte et positivt syn på bedriftens verdier og fremtidsutsikter, og ønsker en så høy pris som mulig. På den andre siden vil en kjøper ofte vurdere selskapsrisiko mer kritisk, og kreve en lavere pris. Kan kjøper derimot forventes å dra nytte av synergieffekter kan den endelige pris bli langt høyere enn det selskapet på papiret er verdt.

Et selskaps reelle verdi vil til sist være det beløp selskapet selges for, og dermed den pris kjøper og selger blir enige om gjennom forhandlinger i salgssituasjonen.

12.0 Konklusjon

Verdivurderingen av Nord-Klima er nå gjennomført. Til grunn for verdierestimatet ligger en strategisk analyse, en regnskapsanalyse, og ulike forutsetninger basert på historiske regnskapstall, analyser, samt teori og bransjestatistikk. Ovenfor ble ulike forhold ved oppgaven diskutert, og problemstillingen utledet i kapittel 1 kan nå besvares.

Problemstillingen jeg ønsket å besvare var som følger:

Hva er markedsverdien til ventilasjonsbedriften Nord-Klima AS?

Ved bruk av totalkapitalmetoden fremgår en verdi av selskapet på 9,8 millioner kroner, mens egenkapitalmetoden gir en marginalt høyere verdi med 10 millioner kroner. Jeg anslår derfor markedsverdien på bedriftens egenkapital til å ligge rundt 10 millioner. Med bakgrunn i rådende markedsforhold og tilgjengelig informasjon anser jeg dette som et rimelig verdianslag. Ikke minst med bakgrunn i at den bokførte verdien av egenkapitalen per 31.12.09 var 6,5 millioner kroner.

Av tidligere analyser fremstår Nord-Klima som finansielt stabilt, med god likviditet og soliditet, både i forhold til teoretiske krav og bransjen for øvrig. Avkastningen på kapitalen som opererer i bedriften er også tilfredsstillende. Samlet mener jeg dette bygger opp om en selskapsverdi på rundt 10 millioner.

Verdianslaget har vist seg å være svært følsomt for endringer i ulike parametre, og da spesielt med tanke på vekstforutsetninger i inntekter og driftskostnader. Dette viser at en verdivurdering påvirkes sterkt av de skjønsmessige forutsetninger som legges til grunn. Avhengig av om verdivurderingen utføres fra kjøpers eller selgers side, og om kjøper kan forvente synergieffekter av oppkjøpet, kan verdien også variere. Jeg anbefaler derfor at den beregnede verdi på 10 millioner kroner benyttes som en veiledende pris for Nord-Klima AS.

LITTERATURLISTE

BØKER

Boye, K., & Meyer, C.B. (2008). Fusjoner og oppkjøp. Cappelen Akademiske Forlag. Oslo.

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). Valuation: Measuring and managing the value of companies, third edition. McKinsey & Company, Inc. United States.

Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A. (1997). Verdsettelse I teori og praksis. Cappelen Akademiske Forlag. Oslo.

Damodaran, A. (2002). Investment valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, second edition. John Wiley & Sons, Inc. United States.

Gjesdal, F., Johnsen, T. (1999). Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering. Cappelen Akademiske Forlag. Oslo.

Hoff, K., G. (2005). Bedriftens økonomi, 6. utgave. Universitetsforlaget. Oslo

Johannessen A., Kristoffersen L., Tufte P., A. (2004). Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag. Abstrakt forlag. Otta.

Koller, T., Goedhart, M., Wessel, D. (2005). Valuation: Measuring and managing the value of companies, fourth edition. McKinsey & Company, Inc. United States.

Kristoffersen T. (2005) Årsregnskapet- en grunnleggende innføring. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS. Bergen.

Palepu, K., G., Healy P., M., Bernard, V., L., Peek, E. (2007) Business Analysis and Valuation, IFRS Edition. Thomson. London.

Porter M.,E. (1980). Competitive Strategy, Techniques for Analyzing Industries and Competitors. Free Press. New York.

Ringdal K. (2001) Enhet og mangfold. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS. Bergen.

Roos, G., von Krogh, G., Roos, J. (2004). Innføring i strategi, 3.utgave. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS. Bergen.

INTERNETTSIDER

Enersen, O., D.(2009) Ventilasjonsbransjen ned 20 prosent. [18.04.2010]

<http://www.vvs-forum.no/index.php?id=4625949&showtipform=1&cat=84678>

Fagerli M., Carlenius P. (2005) Fagartikkel: Verdsettelse av næringsdrivende stiftelser - bruk av Anker STI som case. [27.04.2010]

<http://www.sivil.no/magma.asp?FILE=2005/04/0113.html>

Forening for ventilasjon, kulde og energi (VKE) Innovasjon, forskning og utvikling (FoU) [05.03.2010] (<http://vke.no/ViewPage.aspx?mid=1771>)

Henriksen, P. (2009) Flere yngre og rådgivende ingeniører. [06.03.2010] <http://www.vvs-forum.no/flere-og-yngre-raadgivende-ingenioerer.4547028-84670.html>

Lindorf. ”Karakterskala” for inntjening, soliditet og likviditet. [02.04.2010]

<https://www.lindorffd.com/faq/nokkeltall.html>

Lovdata. (1997) FOR 1997-01-22 nr 35: Forskrift om godkjenning av foretak for ansvarsrett (GOF). [04.03.2010] <http://www.lovdata.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-19970122-0035.html>

Norges Bank. (2010) Renter, Statsobligasjoner. [26.03 2010] http://www.norges-bank.no/templates/article_55495.aspx

Norges Bank. (Publisert 2006) Norges Bank styringsrente, Årsgjennomsnitt av daglige noteringer. [03.03.2010] http://www.norges-bank.no/templates/article_55478.aspx

Norges Bank. (Publisert 2007) Styringsrenten. [03.03.2010]

http://www.norges-bank.no/templates/article_48208.aspx)

Norges Bank (Publisert 2006) Inflasjon. [22.04.2010]

http://www.norges-bank.no/templates/article_12123.aspx

Norges vassdrags- og energidirektorat, Energimerking.no (2009) Forskrift om energimerking vedtatt. [05.03.2010] <http://www.energimerking.no/no/Nyheter-om-Energimerking/Forskrift-om-energimerking-vedtatt/>

Proff (2009) Firmasøk, bransjesøk, regnskapstall. [28.02.2010]

<http://www.proff.no/proff/index.c>

Regjeringen. Arbeidsdepartementet. (2010) 4,1 % lønnsvekst i 2009. [22.04.2010]

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/ad/pressemeldinger/2010/41-prosent-lonnsvekst-i-2009.html?id=593799>

Regjeringen. Finansdepartementet. (1997) NOU 1997: 2, kap 9.7 Nytte kostnadsanalyser, Markedets risikopremie. [01.04.2010]

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1997/nou-1997-27/10/7.html?id=347291>

Regjeringen. Fornyings-, administrasjons- og kirkedepartementet. (2000) NOU:19, Bør offentlig sektor utsettes for konkurranse, Kapittel 4.1.2 Anbudskonkurranse. [09.03.2010]

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fad/dok/nouer/2000/nou-2000-19/5/1/2.html?id=117435>

Standard Norge. Ventilasjon og inneklime. [04.03.2010]

<http://www.standard.no/no/Fagomrader/Bygg-og-anlegg/Ventilasjon-og-inneklime/>

Statens bygningstekniske etat. (2003) Veiledning til forskrift om godkjenning av foretak for ansvarsrett (GOF) Kap IV Oppdeling i tiltaksklasser. [10.03.2010]

<http://www.be.no/beweb/regler/veil/gofveil03/04gofveil.html>

Statens bygningstekniske etat. (2003) Veiledning til forskrift om godkjenning av foretak for ansvarsrett (GOF) Kap III Krav til utdanning og praksis – faglig ledelse. [10.03.2010]

<http://www.be.no/beweb/regler/veil/gofveil03/03gofveil.html>

Statistisk sentralbyrå. (2010) Bygge- og anleggsvirksomhet, produksjonsindeks, 4. kvartal 2009. Mindre bygge- og anleggsaktivitet. [20.02.2010] <http://www.ssb.no/byggnprod/>

Statistisk sentralbyrå. (2010) Bygge- og anleggsvirksomhet, omsetningsstatistikk, 6. termin 2009. Nedgangen i bygg og anlegg fortsetter. [22.03.2010] <http://www.ssb.no/byggnloms/>

Statistisk sentralbyrå. (2010) Bygg og anleggsvirksomhet, ordrestatistikk, 4.kvartal 2009, Økt ordretilgang i bygg og anlegg. [18.04.2010]

<http://www.ssb.no/emner/08/03/10/byggnlord/index.html>

Statistisk sentralbyrå. (2010) Bygg og anleggsvirksomhet, omsetningsstatistikk, 6.termin 2009, Nedgangen i bygg og anlegg fortsetter. [18.04.2010]

<http://www.ssb.no/emner/10/09/byggnloms/index.html>

Statistisk sentralbyrå. (2009) Emne: 10, Tabell 03553: Omsetning i bygge- og anleggsvirksomheten, etter næring. (Avslutta serie) (1995-2008) [28.02.2010]

http://statbank.ssb.no/statistikbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvarval/define.asp&Tabellid=03553

Statistisk sentralbyrå. (2010) Emne: 10, Tabell:07288: Omsetning i bygge- og anleggsvirksomheten, etter næring. (2008-2009) [28.02.2010]

http://statbank.ssb.no/statistikbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvarval/define.asp&Tabellid=07288

Statistisk sentralbyrå. (2010) Emne: 10, Tabell 03512: Omsetning i bygge og anleggsvirksomheten (mill. kr.) (1998-2009) [28.02.2010]

http://statbank.ssb.no/statistikbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvarval/define.asp&Tabellid=03512

Statistisk sentralbyrå. (2010) Emne: 06 Arbeidsliv, yrkesdeltaking og lønn. Tabell 05407: Beregnet årslønn for heltidsansatte i bygge- og anleggsvirksomhet, etter næringshovedgruppe. [22.04.2010]

http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvarval/define.asp&Tabellid=05407

Statistisk sentralbyrå. (2010) Opna konkursar, etter månad 2001-2009. [06.03.2010]

<http://www.ssb.no/emner/11/02/konkurs/tab-2010-01-22-02.html>

Statistisk sentralbyrå (2010) Opna konkursar, etter kvartal og fylke. 2008 og 2009.

[06.03.2010] <http://www.ssb.no/emner/11/02/konkurs/tab-2010-01-22-01.html>

Statistisk sentralbyrå. (2010) Økonomisk utsyn, Økonomiske analyser 1/2010. [05.02.2010]

<http://www.ssb.no/emner/08/05/10/oa/201001/10befolkning.pdf>

MAIL

Engesrønning, Ø. Oslo børs, vedrørende markedspremie. 13.04.2010

Biblioteket SSB, vedrørende tall for VVS og ventilasjonsbransjen. 05.03.2010

MUNTLIGE REFERANSER

Arild Karlsen, Tidligere daglig leder Nord-Klima AS, 03.02.2010 og 19.03.2010

Tove Nygård, Økonomiansvarlig Eiendom Tromsø Kommune, 27.02.2010

DIVERSE REFERANSER

Dagens Næringsliv. (14.04.2010) Børs og marked. OB Match.

Dagens Næringsliv. (24.03.2010) Børs og marked. OB Match.

Haug A.,K. (14.04.2010) Dagens Næringsliv. Økt optimisme i bygg og anlegg, s 6.

Regnskaper Nord-Klima. 2004-2009

Råbalanse Nord-Klima. 2009

Støle R. (2008) BED – 3007. Verdsetting av foretak

Økonomiplan Tromsø Kommune 2009-2012

Økonomiplan Tromsø Kommune 2010-2013

VEDLEGG

VEDLEGG 1: RESULTATREGNSKAP NORD-KLIMA AS

Resultatregnskap Nord-Klima AS	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DRIFTSINNEKTER OG DRIFTSKOSTNADER						
Driftsinntekter						
Salgsinntekter	53 881 261	44 477 995	45 531 722	39 979 824	36 271 519	34 716 248
Sum driftsinntekter	53 881 261	44 477 995	45 531 722	39 979 824	36 271 519	34 716 248
Driftskostnader						
Varekostnad	30 859 953	25 392 869	24 825 490	19 883 857	18 660 974	17 889 647
Lønnskostnad	12 855 643	12 823 894	12 310 789	12 077 850	13 103 500	12 027 737
Avskrivning på varige driftsmidler	246 725	188 921	141 501	149 442	160 739	191 492
Andre driftskostnader	3 797 968	4 616 262	5 630 934	5 408 551	4 728 116	3 414 768
Sum driftskostnader	47 760 289	43 021 945	42 908 714	37 519 699	36 653 329	33 523 645
DRIFTSRESULTAT	6 120 972	1 456 050	2 623 008	2 460 125	-381 810	1 192 603
FINANSINNEKTER OG FINANSKOSTNADER						
Renteinntekter	7 759	11 379	8 600	140 313	139 659	81 762
Annen finansinntekt	29 842	5 392	100	223	5 392	122
Rentekostnader	184 881	58 139	59 022	41 160	33 839	33 323
Tap ved salg av aksjer	20 000	0	0	0	0	0
NETTO FINANSPOSTER	-167 280	-41 368	-50 322	99 376	111 212	51 560
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	5 953 692	1 414 682	2 572 686	2 559 501	-270 598	1 244 164
Skattekostnad	1 694 780	406 356	729 213	725 582	-73 736	352 217
ÅRSRESULTAT	4 258 912	1 008 326	1 843 473	1 833 919	-196 862	891 947
OVERFØRINGER						
Avsatt til utbytte	3 895 000	0	0	0	0	0
Overføringer annen egenkapital	408 912	1 008 326	1 843 473	1 833 919	-196 862	891 947
SUM OVERFØRINGER	4 303 912	1 008 326	1 843 473	1 833 919	-196 862	891 947

VEDLEGG 2: BALANSE NORD-KLIMA AS (EIENDELER)

Balanse Nord-Klima AS	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EIENDELER						
Anleggsmidler						
Varige driftsmidler						
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	1 143 672	0	0	0	0	0
Maskiner, inventar, transportmidler	416 000	482 000	462 000	329 000	433 000	721 000
Andre fordringer		0	62 375	34 175	6 600	0
Forskuddsbetalt leasing	0	21 875	0	0	0	0
Ansvarlig lån	337 500	116 250	116 250	80 000	40 000	0
Sum anleggsmidler	1 897 172	620 125	640 625	443 175	479 600	721 000
Omløpsmidler						
Varer	690 000	1 024 000	1 095 000	916 000	1 205 000	947 000
Anlegg under utførelse	3 738 000	1 470 600	748 500	1 085 000	935 000	108 000
Kundefordringer	5 227 269	7 659 183	11 413 157	5 700 502	6 335 918	4 879 703
Andre fordringer	512	617 494	133 268	102 430	97 573	236 801
Markedsbaserte aksjer	181 125	0	0	0	0	0
Bankinnskudd, kontanter og lignende.	3 077 382	678 314	747 175	7 205 489	3 182 137	7 079 856
Sum omløpsmidler	12 914 288	11 449 591	14 137 099	15 009 421	11 755 628	13 251 260
SUM EIENDELER	14 811 460	12 069 716	14 777 724	15 452 596	12 235 228	13 927 360

VEDLEGG 3: BALANSE NORD-KLIMA AS (EGENKAPITAL OG GJELD)

Balanse Nord-Klima AS	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EGENKAPITAL OG GJELD						
EGENKAPITAL						
Innskutt egenkapital						
Aksjekapital	402 000	256 000	2 256 000	2 256 000	225 600	225 600
Innbetalt ikke registrert aksjekapital		2 000 000	0	0	0	0
Sum innskutt egenkapital	402 000	2 256 000	2 256 000	2 256 000	225 600	225 600
Opptjent egenkapital						
Annen egenkapital	1 435 009	1 922 501	3 765 973	5 599 892	5 403 030	6 294 976
Sum opptjent egenkapital	1 435 009	1 922 501	3 765 973	5 599 892	5 403 030	6 294 976
SUM EGENKAPITAL	1 837 009	4 178 501	6 021 973	7 855 892	5 628 630	6 520 576
GJELD						
Avsetning for forpliktelser						
Pensjonsforpliktelser	0	0	0	0	564 287	676 819
Utsatt skatt	528 270	916 064	817 528	935 703	192 527	619 184
Sum avsetning for forpliktelser	528 270	916 064	817 528	935 703	756 814	1 296 003
Annen langsiktig gjeld						
Gjeld til kredittinstitusjoner	448 482	0	0	0	0	0
Sum annen langsiktig gjeld	448 482	0	0	0	0	0
Kortsiktig gjeld						
Gjeld til kredittinstitusjoner	0	235 918	181 966	0	0	0
Leverandørgjeld	2 080 216	2 191 816	1 784 195	1 103 523	1 484 660	2 035 907
Betalbar skatt	1 490 763	256 870	827 748	607 406	669 439	0
Skyldig offentlige avgifter	2 174 321	1 964 742	2 606 636	1 710 035	1 774 214	2 251 677
Utbytte	3 895 000	0	0	0	0	0
Annen kortsiktig gjeld	2 357 398	1 630 806	1 733 678	1 792 036	1 921 470	1 868 197
Forskudd fra kunder	0	0	804 000	1 448 000	0	0
Gjeld til aksjonær	0	695 000	0	0	0	0
Sum kortsiktig gjeld	11 997 698	6 975 151	7 938 223	6 661 001	5 849 784	6 155 781
SUM GJELD	12 974 450	7 891 215	8 755 751	7 596 704	6 606 598	7 451 784
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	14 811 459	12 069 716	14 777 724	15 452 596	12 235 228	13 972 360

VEDLEGG 4: REGNEARK FOR SENSITIVITETSANALYSE

Fremtidsregnskap:

Fremtidsregnskap	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	34716248	34542667	34888093	35760296	36654303	37570661	38509927	39472675	40459492	41470980	42507754
% vekst		-0,5	1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Varekostnad	17889647	17800199	17978201	18427656	18888347	19360556	19844570	20340684	20849201	21370431	21904692
% vekst		-0,5	1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Lønnskostnad	12027737	12148014	12390975	12638794	12891570	13149401	13412389	13680637	13954250	14233335	14518002
%vekst		1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Avskrivninger	191492	138171	139552	143041	146617	150283	154040	157891	161838	165884	170031
% av driftsinntekter		0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Andre driftskostnader	3414768	3397694	3397694	3431671	3465988	3500648	3535654	3571011	3606721	3642788	3679216
% vekst		-0,5	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Sum driftskostnader	33523644	33484078	33906422	34641162	35392522	36160888	36946653	37750223	38572010	39412438	40271941
Driftsresultat	1 192 604	1 058 589	981 671	1 119 134	1 261 781	1 409 773	1 563 274	1 722 453	1 887 482	2 058 542	2 235 814
Netto finansposter	51560	33691	33691	33691	33691	33691	33691	33691	33691	33691	33691
Ordinært resultat før skatt	1244164	1092280	1015362	1152825	1295472	1443464	1596965	1756144	1921173	2092233	2269505
Skattkostnad på ordinært resultat	352217	305838	284301	322791	362732	404170	447150	491720	537929	585825	635461
Årsresultat	891 947	786 441	731 061	830 034	932 740	1 039 294	1 149 815	1 264 424	1 383 245	1 506 407	1 634 043

Totalkapitalmetoden:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsresultat	1058589	981671	1119134	1261781	1409773	1563274	1722453	1887482	2058542	2235814
Skatt	296405	274868	313357	353299	394736	437717	482287	528495	576392	626028
Avskrivninger	138171	139552	143041	146617	150283	154040	157891	161838	165884	170031
Investeringer	193439	195373	200258	205264	210396	215656	221047	226573	232237	238043
Endring i arbeidskapital	-34716	69085	174441	178801	183272	187853	192550	197363	202298	207355
Kontantoverskudd til totalkapitalen	741 632	581 898	574 119	671 034	771 652	876 089	984 460	1 096 889	1 213 498	1 334 418
WACC	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105
(1+WACC) ^t	1,1105	1,23321	1,36948	1,52081	1,68886	1,87548	2,08272	2,31286	2,56843	
Diskontert verdi	667836	471856	419224	441235	456908	467129	472681	474257	472468	
Verdi budsjetperiode	4343594									
Terminalverdi	5471927									
Verdi totalkapital	9 815 521									
Rentebærende gjeld	0									
Verdi egenkapital	9 815 521									

Egenkapitalmetoden:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Resultat etter skatt	786441	731061	830034	932740	1039294	1149815	1264424	1383245	1506407	1634043
Avskrivninger	138171	139552	143041	146617	150283	154040	157891	161838	165884	170031
Investeringer	193439	195373	200258	205264	210396	215656	221047	226573	232237	238043
Endring arbeidskapital	-34716	69085	174441	178801	183272	187853	192550	197363	202298	207355
Rentebærende gjeld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontantoverskudd til egenkapitalen	765 889	606 155	598 376	695 292	795 909	900 346	1 008 717	1 121 147	1 237 756	1 358 676
CAPM	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105	0,1105
(1+CAPM) [†]	1,1105	1,23321	1,36948	1,52081	1,68886	1,87548	2,08272	2,31286	2,56843	
Diskontert verdi	689679	491526	436937	457186	471271	480063	484328	484746	481912	
Verdi budsjettperiode	4477648									
Terminalverdi	5571397									
Verdi egenkapital	10 049 045									

VEDLEGG 5: INTERVJUGUIDE 1

Intervjuguide

Dato for intervju: 03.02.2010

Sted: Nord-Klima AS Tromsø

Intervjuobjekt: Arild Karlsen

Spørsmål 1

Kan du forteller litt om bedriftens historie, fra oppstart og frem til i dag?

Underspørsmål

- Hvem startet opp bedriften og når?
- Hvor mange konkurrenter ved oppstart?
- Hva er bedriftens viktigste produktsegmenter?
- Hvordan har utviklingen i bedriften vært med hensyn til omsetning, markedsfokus, antall ansatte med mer?
- Markedsandel, tidligere og i dag
- Fremtidsutsikter

Spørsmål 2

Kan du fortelle litt om bransjens og markedets utvikling?

Underspørsmål

- Bransjetall for totalmarked og markedsandeler, samt omsetning innefor ulike segmenter
- Finanskrisen og nedgangstider
- Markedsvekst
- Markedsutsikter
- Bransjetall

Spørsmål 3

Har det innfunnet noen viktige hendelser de siste årene som har påvirket resultatene i stor grad?

Spørsmål 4

Hvem anser dere som deres konkurrenter og hvem er de viktigste?

Underspørsmål

- Nasjonale/lokale konkurrenter
- Størrelse på konkurrenter i forhold til Nord-Klima
- Store forskjeller mellom det Nord-Klima og konkurrentene tilbyr
- Høy konkurranse i bransjen

Spørsmål 5

Hvem er deres kunder, og hvor stor andel utgjør offentlige kunder vs private, og prosjekter vs faste kunder?

Underspørsmål

- Store eller små kunder
- Har kundene en sterk forhandlingsposisjon, hvorfor / hvorfor ikke?

Spørsmål 6

Kan du fortelle litt om leverandørene?

Underspørsmål

- Hvor mye kjøpes inn og hvor mye produserer dere selv?
- Har dere faste leverandører?
- Er det mange leverandører i markedet?

Spørsmål 7

Kan du beskrive det du anser som Nord-Klimas viktigste interne styrker og svakheter, samt eksterne muligheter og trusler/utfordringer fremover?

Annet

- Er det mulig å få tilgang til Nord-Klimas regnskaper?
- Har dere en strategiplan?
- Unndragelse av masteroppgave fra offentlighet

VEDLEGG 6: INTERVJUGUIDE 2

Intervjuguide

Dato for intervju: 19.03.2010

Sted: Nord-Klima AS Tromsø

Intervjuobjekt: Arild Karlsen

Spørsmål 1

Hvilke produkter og løsninger fokuserte dere på å tilby ved oppstart, og har fokus endret seg underveis?

Underspørsmål

- Når åpnet avdelingskontorene i Vadsø/Harstad?
- Når startet dere med egen produksjon/verksted?
- Har dere en oversikt over omsetning innenfor de ulike produktløsninger?
- Har dere fått klassifiseringer i de ulike tiltaksklasser underveis i oppbygning av bedriften?

Spørsmål 2

Hvordan foregår bedriftens inngående logistikk?

Underspørsmål

- Bestilles varer etter behov?
- Ved større prosjekter, får dere deler etter hvert som de skal benyttes?
- Hvem ansvarlig for innkjøp?
- Behov for stor lagerkapasitet?
- Hva består lageret av?
- Reservedeler til vedlikehold/reparasjoner

Spørsmål 3

Hva var bakgrunnen for å fisjonere til Nord-Klima Eiendom AS?

Spørsmål 4

Dere nevnte at markedsføring er et svakt punkt, driver dere med noen form for markedsføring? Er det noen som er ansvarlig for markedsføring/salg?

Spørsmål 5

Har dere noen spesielle konkurransefortrinn?

Underspørsmål

- Hva består de i så fall av, og hvorfor er de spesielle for dere?

Spørsmål 6

Hvor store investeringer foretar dere omtrentlig hvert år, og hva består de av?

Underspørsmål

- Plan for investeringer de nærmeste årene
- Oppgradering av maskiner/utstyr

Spørsmål 7

Hvorfor produserer dere deler av komponentene selv?

Underspørsmål

- Er de vanskelige/dyre å få tak i?
- Gir det en fordel fremfor konkurrentene?
- Produserer konkurrenter selv?

Spørsmål 8

Hva var bakgrunnen for å fisjonere til Nord-Klima Eiendom AS?

Spørsmål 9

Kan du utdype litt om deres forhold til leverandørene?

Underspørsmål

- Hvem er leverandørene?
- Er de store eller små?
- Er det mange mulige leverandører i markedet slikt at det er enkelt å bytte om nødvendig?
- Substitutter til produkter som leveres
- Anser dere leverandørene for å ha forhandlingsmakt?
- Hvem leverer til det dere selv produserer?
- Er det flere innkjøpsamarbeid i bransjen?

Spørsmål 10

Er det stor forskjell på de ulike kundenes forhandlingsmakt?

Underspørsmål

- Hvis ja, på hvilken måte?
- Hadde dere en oversikt over hvor stor andel av omsetninger stammer fra de ulike kundegrupper? (faste kunder i forhold til prosjekter og småprosjekter for private)

Spørsmål 11

Er det andre konkurrenter i markedet dere anser som betydelige bortsett fra de som ble nevnt ved forrige møte?

Spørsmål 12

Hvilken grad av variasjon finnes mellom de produkter og løsninger dere og deres konkurrenter leverer?

Underspørsmål

- Eventuelle substitutter

Spørsmål 13

Anser dere det som enkelt for nye bedrifter å etablere seg i bransjen?

Underspørsmål

- Kapitalbehov
- Godkjenninger
- Kunnskap/ kompetente medarbeidere
- Fremtid

Spørsmål 14

Anser dere det for å være en høy grad av avviklingshindre i bransjen?

Underspørsmål

- Høye faste kostnader
- Konkurser i nedgangstider

Spørsmål 15

Foruten om energimerkingsforskriften, har det tilkommet mange nye tekniske krav/standarder for ventilasjonsbedrifter de siste årene?

Spørsmål 16

Er det spesifikke forhold som har påvirket regnskapstallene i perioden 2004-2009?

Består rentekostnadene kun av renter på kassakreditt?

Annet:

- Thon
- Hvordan ligger det an med nyansettelse av faglig leder, hva kan dette bety for fremtiden?
- Dere har snakket om å satse på elektronikk og rørlegging, er det tatt noen avgjørelse der?
- Er regnskapet for 2009 ferdig?

