



# I.P. Huse AS

- *Strategisk Regnskapsanalyse og Verdsettelse*



Av

**Terese Ose Lid**

**Veileder: Øystein Gjerde**

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon

Hovedprofil Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

I denne utredningen er det foretatt en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av I.P. Huse AS per 31.12.2013. I.P. Huse er en industribedrift som utvikler og produserer vinsjeanlegg til den maritime næringen. Bedriften er en del av den maritime næringsklyngen på Mørkekysten, og er verdensledende innenfor sitt produksjonssegment– vinsjer til ankerhåndterings og slepefartøy, og til flytende oljeinstallasjoner. I.P. Huse er ikke børsnotert, og bedriften er i sin helhet eid av én familie.

I den første delen av utredningen ble I.P. Huse og bransjen de operer i presentert. Deretter ble ulike verdsettelsesmetoder gjennomgått, og det ble argumentert for at en fundamental verdsettelse var den mest hensiktsmessige. I den strategiske analysen ble I.P. Huse og bransjen analysert, og bedriftens sterke og svake sider, samt bransjens muligheter og trusler, ble kartlagt. Med utgangspunkt i årsrapporter fra 2006 til 2013 ble det gjennomført en regnskapsanalyse, der regnskapet ble omgruppert og tilpasset til en investororientert analyse. Videre ble det gjort en lønnsomhets- og vekstanalyse, samt en risikoanalyse, og de historiske avkastningskravene ble fremsatt. Dette danner grunnlaget for utarbeidelse av et fremtidsregnskap med fremtidsprognoser for et 8-års perspektiv. Med grunnlag i dette ble så egenkapitalen verdsatt basert på totalkapitalmetoden. Verdien av egenkapitalen til I.P. Huse ble beregnet til NOK 37 711 per aksje.

I fortsettelsen ble det gjennomført en analyse av usikkerheten tilknyttet noen av parameterne som ble brukt i beregningen av verdiestimatet. Konklusjonen ble at så lenge I.P. Huse klarer å utvikle teknologiske nyvinninger, og klarer å beholde forspranget sitt til resten av bransjen, vil de oppleve vekst de neste årene og beholde lønnsomheten. Med forventninger om vekst for bransjen og for selve bedriften ble det konkludert med en anbefaling om å investere i I.P. Huse- aksjer.



# Forord

Denne masterutredningen er en del av min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Utredningen omhandler en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av I.P. Huse, som er en norsk vinsjeprodusent og som ikke er børsnotert. Arbeidet i utredningen kombinerer fagområdene regnskap, finans og strategi, og jeg har gjennom arbeidet fått brukt den faglige forståelsen min innenfor disse områdene. Jeg tror at kunnskapen jeg har opparbeidet meg i løpet av dette semesteret vil komme til god nytte i arbeidslivet.

På grunn av at jeg har utarbeidet utredningen alene, har jeg prioritert de analyseområdene som jeg har funnet mest relevante for å kunne gjøre en så god verdsettelse som mulig. Jeg mener likevel at verdiesimatet gir en god refleksjon av verdien til I.P. Huse.

Temaet for utredningen ble valgt fordi jeg synes det er spennende å prøve å avdekke skjulte verdier og muligheter ut i fra informasjonen i en bedrifts regnskap. I.P. Huse ble valgt ut fordi bedriften skiller seg ut fra mengden. Det at bedriften har klart å opparbeide seg et godt merkenavn ute fra en liten øy i havgapet er fascinerende. Bedriftens evne til nytenkning, og til å levere gode resultater, er også med på å gjøre den verdt å studere.

Jeg ønsker å takke tidligere økonomisjef i I.P. Huse, som har gitt meg verdifull innsikt i tidligere aktivitet og utvikling i bedriften. Samtidig vil jeg takke min samboer for god støtte og for nyttige innspill under arbeidet.

Jeg ønsker å rette en stor takk til min veileder gjennom arbeidet med utredningen – Øystein Gjerde. Han har gitt meg nødvendig hjelp i løpet av semesteret, med hurtige svar og grundig gjennomgang av arbeidet.

Bergen, 20. juni, 2014

---

Terese Ose Lid



# Innholdsfortegnelse

<b>Sammendrag</b> .....	<b>II</b>
<b>Forord</b> .....	<b>IV</b>
<b>Kapittel 1. Innledning</b> .....	<b>2</b>
1.1 Formål og avgrensning .....	2
1.2 Struktur .....	2
<b>Kapittel 2. Presentasjon av I.P. Huse og bransjen</b> .....	<b>4</b>
2.1 I.P. Huse .....	4
2.2 Bedriftens historie.....	6
2.3 Produksjon .....	8
2.4 Definisjon og avgrensning av bransjen .....	11
2.5 Markedet .....	12
2.6 Kunder .....	14
<b>Kapittel 3. Verdsettelsesmetode</b> .....	<b>18</b>
3.1 Fundamental verdsettelse .....	18
3.1.1 Inntjeningsbasert metode .....	19
3.2 Komparativ verdsettelse .....	22
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	23
3.4 Valg av verdsettelsesmetode .....	23
<b>Kapittel 4. Strategisk analyse</b> .....	<b>26</b>
4.1 Strategisk rammeverk for ekstern- og intern analyse .....	26
4.2 Ekstern bransjeanalyse .....	27
4.2.1 Porter's Fem Krefter .....	28
4.2.2 PEST-analyse .....	34
4.3 Internanalyse.....	41
4.3.1 KIKK.....	42
4.3.2 SVIMA.....	46
4.4 SWOT – Oppsummering av strategisk analyse og framtidsutsikter.....	49
<b>Kapittel 5. Regnskapsanalyse</b> .....	<b>52</b>
5.1 Rammeverk for regnskapsanalysen .....	53
5.1.1 Analysenivå.....	53
5.1.2 Analyseperiode .....	53
5.1.3 Trailing av årsregnskap.....	54
5.2 Presentasjon av historiske regnskap .....	55

5.2.1 Resultatregnskap .....	55
5.2.2 Balansen .....	57
5.3 Sammenligning med konkurrentene .....	59
5.3.1 Driftsinntekter .....	60
5.3.2 Driftskostnader .....	60
5.3.3 EBITDA .....	61
5.4 Omgruppering for investororientert analyse .....	61
5.4.1 Penmans fire steg .....	62
5.4.2 Omgruppert resultatregnskap .....	66
5.4.3 Omgruppert balanse .....	67
5.5 Analyse og justering av målefeil .....	69
5.6 Rammeverk for forholdstallanalyse .....	71
<b>Kapittel 6. Risikoanalyse .....</b>	<b>74</b>
6.1 Likviditetsanalyse .....	74
6.1.1 Likviditetsgrad 1 .....	75
6.1.2 Likviditetsgrad 2 .....	75
6.2 Soliditetsanalyse .....	77
6.2.1 Egenkapitalprosent .....	78
6.2.2 Gjeldsgrad .....	79
6.2.3 Rentedekningsgrad .....	80
6.2.4 Oppsummering soliditetsanalysen .....	82
<b>Kapittel 7. Avkastningskrav .....</b>	<b>84</b>
7.1 Kapitalverdimodellen .....	84
7.1.1 Risikofri rente .....	86
7.1.2 Egenkapitalbeta og relevant risiko .....	87
7.1.3 Likviditetspremie .....	89
7.1.4 Markedets risikopremie .....	90
7.1.5 Beregning av avkastningskravet etter kapitalverdimodellen .....	91
<b>Kapittel 8. Lønnsomhets- og vekstanalyse .....</b>	<b>92</b>
8.1 Rentabilitetsanalyse .....	92
8.1.1 Egenkapitalrentabiliteten .....	92
8.1.2 Totalrentabiliteten .....	94
8.1.3 Resultatgraden .....	95
8.1.4 Netto driftsrentabilitet .....	96
8.2 Syntetisk rating .....	97
8.3 Oppsummering av regnskapsanalysen .....	99
8.4 Vekst på lang sikt .....	100

<b>Kapittel 9. Fremtidsregnskap</b> .....	<b>102</b>
9.1 Budsjetteringshorisont .....	102
9.2 Budsjettering 2014-2021 .....	103
9.2.1 Omsetningsveksten .....	104
9.2.2 Lønnsomhet.....	106
9.2.3 Prognose samlet EBITDA.....	113
9.2.4 Investeringer .....	113
9.2.5 Utvikling i arbeidskapital.....	115
9.2.6 Effektiv skattesats .....	117
9.3 Kontantstrømprgnose til totalkapitalen .....	117
<b>Kapittel 10. Fundamental verdsettelse av I.P. Huse</b> .....	<b>118</b>
10.1 Fremskrivning av avkastningskrav .....	118
10.1.1 Egenkapitalkrav .....	119
10.1.2 Finansielt gjeldskrav .....	121
10.1.3 Beregning av WACC .....	123
10.2 Verdsettelse basert på totalkapitalmetoden .....	125
<b>Kapittel 11. Analyse av usikkerhet</b> .....	<b>128</b>
11.1 Sensitivitetsanalyse.....	129
11.1.1 Vekstfaktor.....	129
11.1.2 WACC.....	130
11.1.3 Betaverdi .....	131
11.1.4 Risikofri rente .....	132
11.1.5 Endring i arbeidskapital .....	133
11.1.6 Endring i investering.....	133
<b>Kapittel 12. Konklusjon</b> .....	<b>136</b>
<b>Litteraturliste</b> .....	<b>138</b>
<b>Appendikser</b> .....	<b>144</b>
A Figurliste .....	144
B Tabeller .....	146
C Omgruppert balanse .....	148





# **Kapittel 1. Innledning**

## **1.1 Formål og avgrensning**

Formålet med masterutredning er å verdsette I.P. Huse AS per 31.12.2013 ved hjelp av en fundamental verdsettelse. Utredningen er en investororientert analyse for en udiversifisert investor, på lik linje med dagens eiere av I.P. Huse. Utgangspunktet for verdiestimatet er årsrapportene for I.P. Huse i perioden fra 2007-2013, i tillegg til tilgjengelig informasjon om bedriften, bransjen og markedet. Videre er grunnlaget for verdivurderingen bygget på en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Den endelige verdivurdering vil danne nødvendig beslutningsgrunnlag for om en bør investere i eller kvitte seg med I.P. Huse- aksjer.

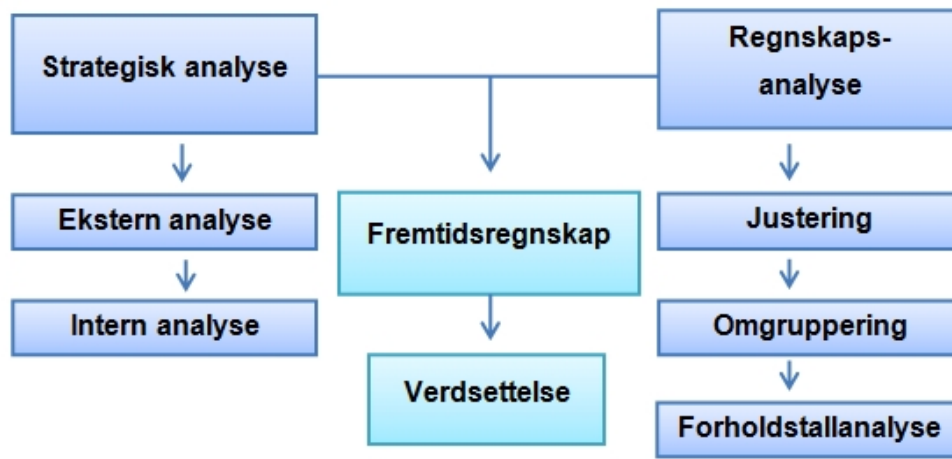
Verdsettelsen kan også være nyttig for I.P. Huse, da det tidligere ikke har vært gjennomført en tilsvarende analyse av bedriften. Utredningen vil forhåpentligvis også spre interesse for bedriften, og fremheve suksessfaktorene for I.P. Huse og næringen.

Utredningen er begrenset til å ta utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, i tillegg til informasjon mottatt direkte fra representanter for bedriften. Informasjonen direkte fra bedriften kan være farget av subjektive meninger som kan ha påvirket estimatene. Ettersom bedriften ikke er børsnotert, finnes det ikke noen historiske nøkkeltall for aksjen, eller en eksisterende aksjekurs. Siden aksjen ikke har blitt omsatt, så eksisterer det heller ikke noe tidligere kursnivå som kan vurderes opp mot verdiestimatet av aksjen.

## **1.2 Struktur**

Innledningsvis vil I.P. Huse og bedriftens historie, produksjon og bransje presenteres. Deretter blir det tatt utgangspunkt i en strategisk analyse bestående av en ekstern- og en intern del. Videre gjennomføres en regnskapsanalyse. Her vil finansregnskapet omgrupperes slik at det blir mer rettet mot et mer investororientert perspektiv. Videre utarbeides en forholdstallsanalyse, som skal analysere bedriftens risiko, lønnsomhet og vekst. Basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen, vil det utarbeides et fremtidsregnskap som tar utgangspunkt i enkelte verdidrivere. Disse er basert på prognostisering og er dermed skjønsmessig satt. Basert på alle disse elementene, kan en da ved hjelp av den fundamentale

verdsettelsen finne verdien på egenkapitalen til I.P. Huse. Verdsettelsen er basert på totalkapitalmetoden, og ved å trekke fra netto finansiell gjeld finnes bedriftens egenkapital per 31.12.2013. Ettersom dette er en omfattende utredning, og med en rekke skjønsmessige vurderinger, vil det helt til slutt gjennomføres en sensitivitetsanalyse. Denne tar utgangspunkt i enkelte usikre parametere. Ved å endre usikre parametere enkeltvis, kan en studere utslaget i egenkapitalverdien. Hele prosessen er illustrert i figur 1. I tillegg er en mer utfyllende struktur å finne i figur 15 i kapittel 3.4.



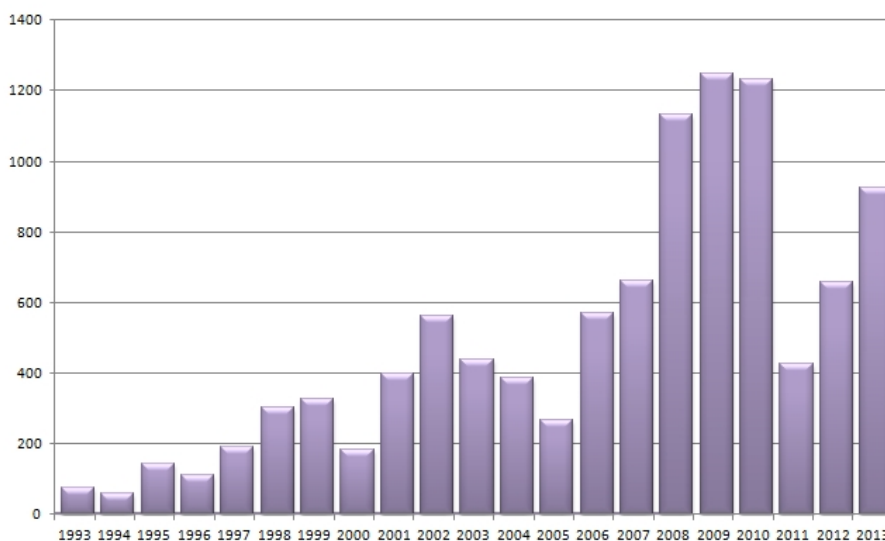
Figur 1 - Oversiktsmodell – Rammeverk for verdsettelsen

## Kapittel 2. Presentasjon av I.P. Huse og bransjen

### 2.1 I.P. Huse

I.P. Huse er en familieeid bedrift som er kjent for sine lange familietradisjoner. Helt siden etableringen av forgjengeren til bedriften i 1930 har den vært lokalisert på Harøya, som ligger på kysten mellom Molde og Ålesund i Sandøy kommune. I.P. Huse er en industribedrift som har utviklet seg fra å produsere maskinerier til sildoljenæringen til å produsere vinsjeanlegg til den maritime næringen. I dag går bedriften under benevnelsen «vinsjespesialist», da de utvikler og produserer ulike spesialvinsjer til skipsindustrien. Vinsjene er utviklet til bruk for ankerhåndterings- og slepefartøyer, og ulike typer fortøyningsutstyr som benyttes for flytende oljeinstallasjoner. Bedriftens primære inntektskilde kommer altså fra offshoresektoren. I.P. Huse er en hjørnesteinsbedrift på Harøya i Møre og Romsdal, og har en viktig rolle når det gjelder utviklingen av lokalsamfunnet. Bedriften tilbyr mange arbeidsplasser for de fastboende, og den fører også til at flere velger å flytte tilbake etter endt utdanning.

I.P. Huse kan betraktes som en mellomstor bedrift, da den ved utgangen av 2013 hadde 141 årsverk. Dette utgjør omtrent 10 % av kommunens totale befolkning på Harøya, og bort imot 20 % av alle arbeidsplassene i privat sektor i kommunen. Omsetningen i 2013 var på NOK 924, 601 millioner. Figur 2 viser omsetningen til bedriften i millioner fra 1993 og frem til og med 2013.



Figur 2 - I.P. Huses historisk omsetningsutvikling (1993-2013)

Som en kan lese fra figur 2 så har omsetningen variert gjennom årene, med en foreløpig toppnotering i 2009. For år 2011 falt omsetningen drastisk. Fallet skyldes primært kollapset i ankerhåndteringsmarkedet i 2009, noe som var et resultat av at det ble bygget for mange fartøyer og at en derfor fikk overkapasitet i markedet (Torvik, 2012). I.P. Huse opplevde en forsinket effekt av dette i 2011.

For de to neste årene opplevde bedriften økning i omsetningen igjen. Oppgangen skyldes primært økte ordrer til riggmarkedet, da ankerhåndteringsmarkedet fortsatt ikke har tatt seg opp igjen. De økonomiske tallene til bedriften vil bli nærmere gjennomgått i presentasjon av årsrapportene i kapittel 5.

I.P. Huse er i dag verdensledende innen utvikling og produksjon av vinsjesystemer til ankerhåndteringsfartøy og flytende oljerigger. Bedriften har en markedsandel på hele 80 % av verdensmarkedet for store vinsjer til ankerhåndteringsfartøy, og de har derfor en viss grad av monopol i markedet (Torvik, 2011). Unike produkt, konkurransedyktige priser og gode lokale samarbeidspartnere har vært avgjørende faktorer for bedriftens suksess. Dette blir videre belyst i den strategiske analysen i kapittel 4.

I.P. Huse har lange tradisjoner som en familieeid bedrift. Inge Huse har siden 1965 hatt rollen som daglig leder for virksomheten, og er fjerde generasjon Huse som er involvert i driften (Mauren, 2008). Bedriften er organisert som et ikke-børsnotert aksjeselskap, og er i sin helhet eid av Inge Huse og hans familie. Det finnes altså ingen eksterne investorer i selskapet. I.P. Huse eier for øvrig halvparten av bedriften Rollbend ANS, og hadde inntil mai 2014 hele eierdelen i Huse Engineering AS.

Rollbend ANS ble opprettet i 1996 og er registrert som et ansvarlig selskap (ANS). Selskapet står oppført med virksomhet innen mellom annet smiing, stansing og valsing av metall, men har per dags dato ingen registrerte ansatte (Proff, Rollbend ANS, 2014).

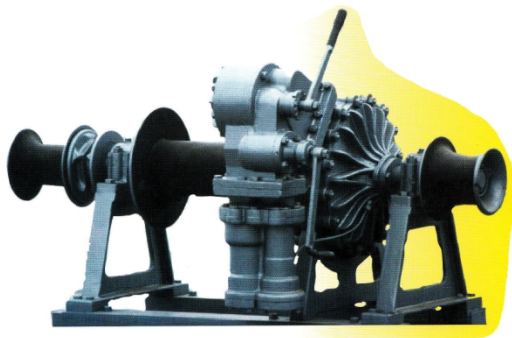
Huse Engineering AS er en forholdsvis ny bedrift som ble opprettet i 2010. Bedriften er en global totalleverandør innen marine konstruksjoner som leverer kraner for offshore- og subsea fartøyer. Virksomheten sentrerer seg rundt utvikling, engineering og leveranse av offshorekraner. De opererer innenfor samme bransje som I.P. Huse, nemlig løfte- og håndteringsutstyr for skips- og offshoreindustrien. Huse Engineering har på lik linje med I.P. Huse en samarbeidsavtale med Rolls-Royce Marine innen produktutvikling, salg og markedsføring. Bedriften utvikler og produserer løfteutstyr for Rolls Royce Marine, mens

produktene eies av Rolls Royce Marine (Huse engineering, 2014). Aksjene i Huse Engineering AS ble 10. mai 2014 solgt til Motus Technology. Dette fører til at I.P. Huse ikke lengre innehar aksjemajoriteten i bedriften, men de er nå aksjonær i Motus Technology med en aksjepost på 40 % (Gilde, 2014).

## 2.2 Bedriftens historie

I.P. Huse har fått navnet sitt etter Ingebrigt P. Huse, grunnleggeren av bedriften, som etablerte en sildoljefabrikk på Harøya i 1927. Ingebrigt Huse var en typisk gründer fra Sunnmøre, med gode teknologiske ferdigheter og med kjennskap til sildeoljeindustrien. I 1930 etablerte han I.P. Huse Mekaniske verksted, senere nedkortet til I.P. Huse. Verkstedet begynte tidlig med å utvikle og produsere komplette maskinerier for sildeolje – og sildemjølfabrikker til virksomheter både i Norge og i utlandet (Onsager og Gundersen, 2011). I løpet av 1930-tallet utviklet og patenterte han verktøyet *Husegrabben*, som bidro til å revolusjonere sildeoljenæringen i Norge. Nyvinningen var en sildegrabb som effektiviserte lossingen av sild (I.P. Huse, Historien vår, 2014)

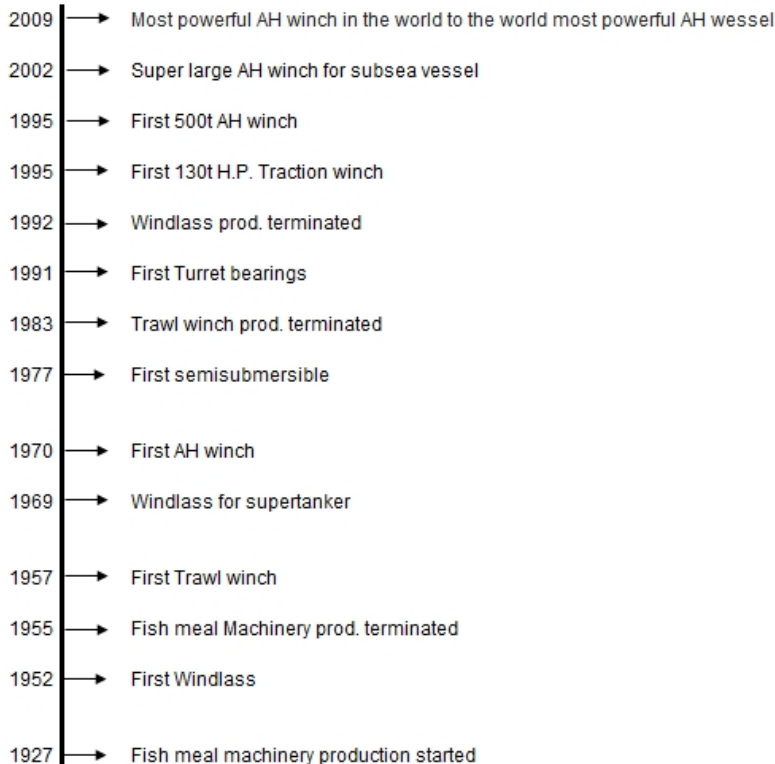
På begynnelsen av 1940-tallet var Ingebrigt P. Huse med på å starte en ny bedrift, senere Hydraulisk Brattvaag AS, som skulle videreutvikle og produsere hydrauliske vinsjer. De to bedriftene utviklet siden det som skulle bli et fruktbart og langvarig leverandør- og utviklingssamarbeid (Onsager og Gundersen, 2011). Hydraulisk Brattvaag AS ble senere oppkjøpt av Ulstein-gruppen, og er i dag en del av det globale Rolls-Royce konsernet – Rolls-Royce Marine AS. I 1970 leverte I.P. Huse sin første ankerhånderingsvinsj, og fra 1980-tallet ble alt fokus rettet mot vinsjproduksjon etter at sildeoljefabrikken ble lagt ned. Den første vinsjen til I.P. Huse ble en milepæl for I.P. Huse, og fikk enorm betydning for bedriftens videre utvikling helt frem til i dag. De første vinsjene som ble produsert hos I.P. Huse ble brukt i lasteskip og trålere. Etter hvert gikk de over til større og mer avanserte vinsjer, og de siste 20-årene har I.P. Huse levert vinsjer til skipsindustrien og petroleumssektoren over hele verden. Figur 3 (Rørhus, 2006) viser den første lavtrykk-hydrauliske vinsjen i verden, som ble designet av Einar Røsok i Brattvåg rundt 1937. Vinsjen var av avgjørende faktor for at Ingebrigt Huse var med å etablere Hydraulisk AS (Onsager og Gundersen, 2011).



Figur 3 - Den første lavtrykk-hydrauliske vinsjen i verden

I.P. Huse er i dag ledende innen arbeidet med å utvikle og produsere vinsjer for nye bruksområder. I 2009 leverte de datidens kraftigste ankerhåndteringsvinsj med en trekraft på over 500 tonn, i dag leverer I.P. Huse vinsjer til ankerhåndterings- og slepefartøyer med en trekraft på over 600 tonn (I.P. Huse, Produkt, 2014). I.P. Huses bidrag innenfor vinsjeutvikling har vært svært betydningsfullt, da deres produkter har hjulpet offshore oljeselskapene til å flytte sine aktiviteter til dypere og mer krevende farvann. Dette har bidratt til å skape enorme verdier for næringen, og gjort produktene deres ettertraktet (Rørhus, 2006).

Figur 4, som er utarbeidet av E. Huse (personlig kommunikasjon, 15. februar 2014), viser en oversikt over milepælene i produksjonen til I.P. Huse.



Figur 4 - Milepæler produksjon I.P. Huse, 1927 - 2014

På slutten av 1980-tallet utformet I.P. Huse en bevisst strategi om å ha veldig få produkter og om å tørre å følge konjunktursvingningene (Klemsdal, 2014). Dette medfører store variasjoner fra år til år, og bedriften er derfor avhengig av å opparbeide seg kontantreserver til perioder med lavkonjunktur.

## 2.3 Produksjon

I.P. Huse utfører bort imot all utvikling og produksjon på sine produkter, og de leverer blant annet følgende produkter:

- Secondary vinsjer
- Ankerhåndterings- og slepevinsjer
- Vertical windlass og Fairleadere

*Parkeringsvinsjer og ankerhåndterings- og slepevinsjer* er knyttet til markedsområdet offshore supply and service (S&S). Dette markedet omfatter en rekke fartøyer som utfører transport fra land til rigg, ankerhåndtering, vedlikehold, og flytting av flytende oljeplattformer og olje- og borerigger. Produktene *Vertical windlass* og *Fairleadere* er knyttet til området exploration and production (E&P). Dette markedet er knyttet til leting og utvinning av olje og gass. Supply and service markedet er ifølge E. Huse (personlig kommunikasjon, 15. februar 2014) bedriftens viktigste marked, da bedriftens hovedinntekter kommer fra salg av anker- og slepevinsjer. I den siste tiden har økt aktivitet på riggmarkedet ført til at bedriftens salg av produkter innen E&P har steget.

**Secondary vinsjer**- Parkeringsvinsjer - vinsjer som innehar stor lagringskapasitet og trekkraft. Vinsjene benyttes til å overføre ståltau eller syntetisk trosse til andre vinsjer samtidig som de skal opprettholde en stabilitetskraft ved utsettelse av kjetting. Vinsjene kan inneha opptil 200 tonn trekkraft.

**Ankerhåndterings/slepevinsjer** – vinsjer som innehar stor trekkraft, og som ofte brukes i kombinasjon med fartøyets trekkraft. Vinsjene benyttes innenfor ankerhåndtering og posisjonering der de brukes til å slepe flyttbare oljeplattformer, oljerigger og spesialfartøyer.

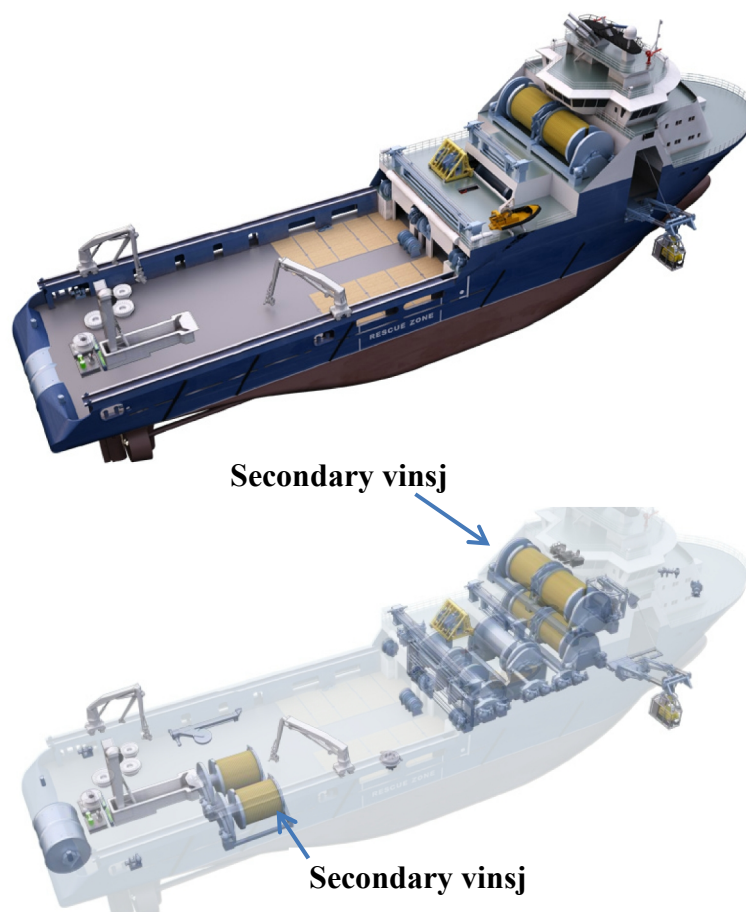
**Vertical windlass** – vertikal ankervinsj – er et system som er utviklet for å kunne håndtere flere ankerliner med samme vinsj uten å flytte utstyr eller koble fra



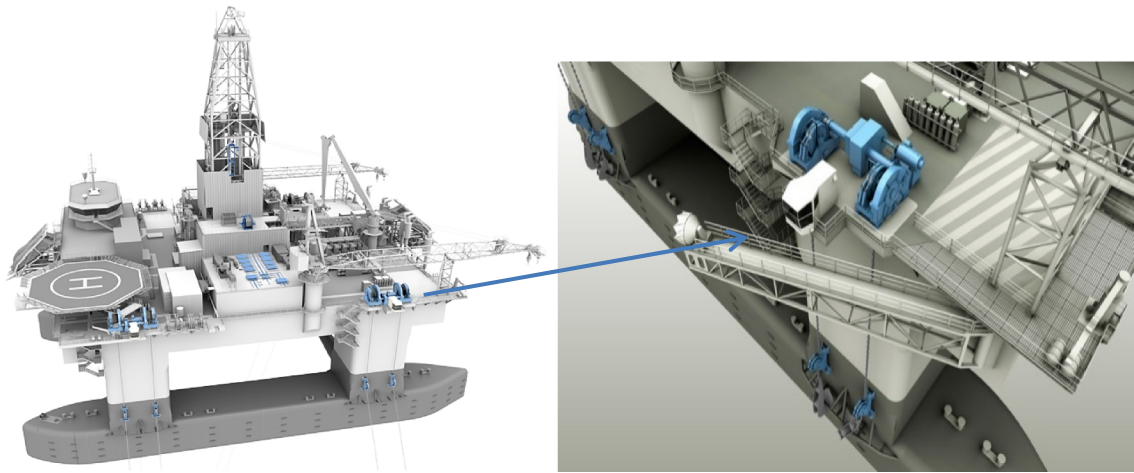
hydraulikk/kontrollsystem. I.P. Huse leverer system hvor en vinsj kan betjene opp til 9 ankerliner.

**Fairleadere** – utstyr brukt til ankerhåndtering, og da spesielt til å styre kjettingen fra fartøyet til ankeret.

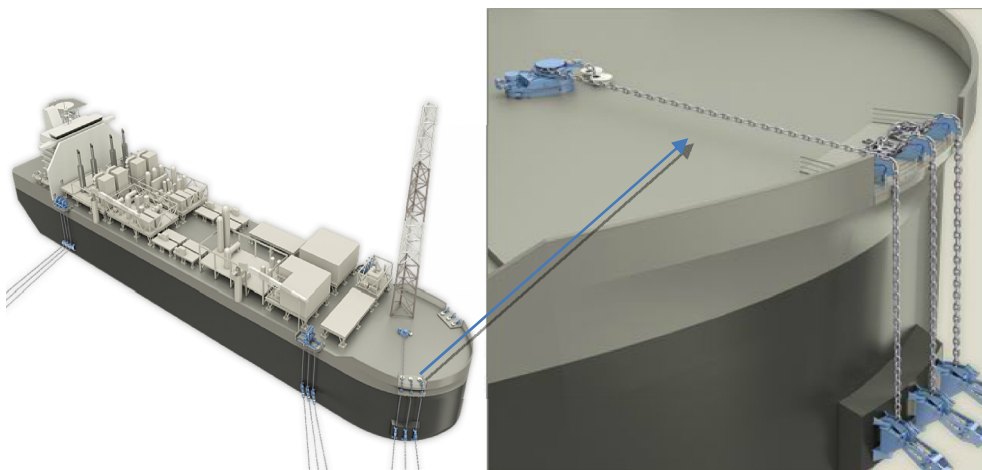
Figur 5 til figur 7 viser produktene montert på ankerhåndteringsfartøy og rigger. Illustrasjonene er hentet fra Rolls-Royce sine hjemmesider (Rolls-Royce, 2014)



Figur 5 - Ankerhåndteringsfartøy med secondary vinsj

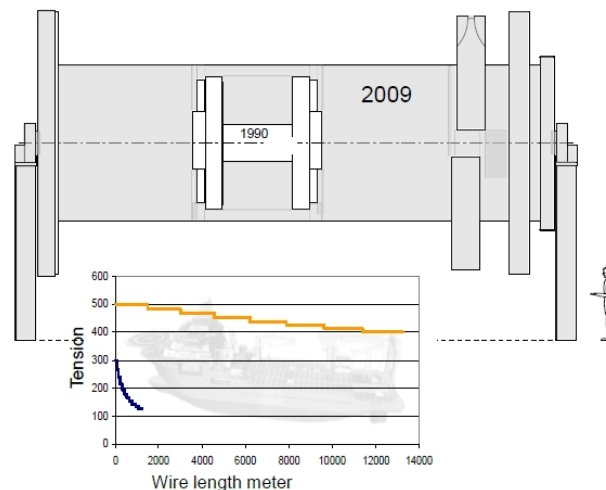


Figur 6 - Mobil oljerigg utstyrt med doble ankervinsjer og fairledere



Figur 7 - Spesialfartøy med vertical windlass og fairledere

Figur 8 (Andersen, 2009) viser hvordan ankerhåndteringsvinsjer har utviklet seg i størrelse fra 1990 til 2009. Som man ser har størrelsen på vinsjene økt betraktelig. Dette kommer av at nye aktiviteter i oljeuthenting foregår under stadig mer ekstreme forhold, noe som også stiller høyere krav til kapasiteten til utstyret.



Figur 8 - Utvikling av AH vinsjer

## 2.4 Definisjon og avgrensning av bransjen

I.P. Huse opererer innenfor den maritime næringen som består av virksomheter som eier, designer eller bygger skip, eller som leverer utstyr eller spesialiserte tjenester til skip og andre flytende enheter. Næringen kan deles inn i hovedgruppene rederier, verft, produsenter av maritimt utstyr, og leverandører av maritime tjenester. Denne utredningen vil fokusere på gruppen av produsenter av maritimt utstyr, eller utstyrsleverandørene for den maritime næringen. Produksjonen innenfor denne gruppen strekker seg fra mellom annet dekkmaskineri til fremdrifts- og kontrollsystemer for skip.

Antall utstyrsleverandører og produsenter har det siste tiåret økt kraftig i Norge, og verftsindustrien har utviklet seg til å bli mer nisjeorientert. Dette har ført til at behovet for spesialisert utstyr til skip og andre flytende innretninger har skapt en ny industri i Norge. Dette har også ført til at utstyrsprodusentene er sterkt diversifisert over mange produktområder (Maritimkarriere, 2014).

Ved å definere bransjen som I.P. Huse operer i kan en bedre forstå konkurransekraftene, som gir grunnlag for den interne og eksterne analysen. Hill og Jones (2013) definerer en bransje

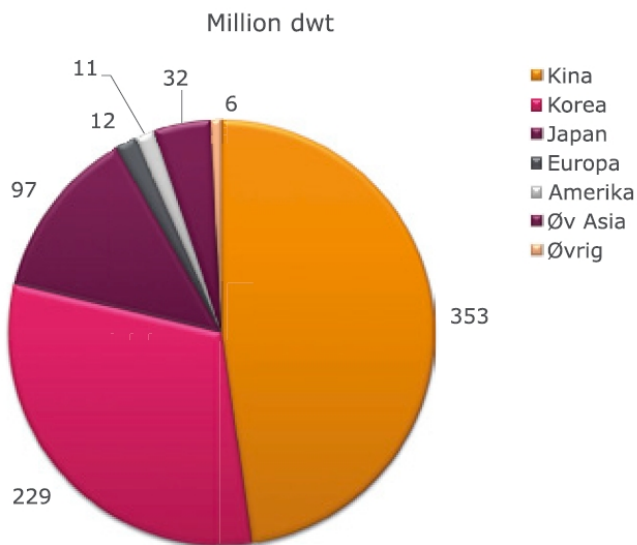
som ”en gruppe av selskaper som tilbyr produkter og tjenester som er nære substitutter for hverandre – det er produkter og tjenester som tilfredsstillende de samme kravene fra kundene”. I.P. Huse har som tidligere nevnt sin nisje innenfor utvikling og produksjon av vinsjer til slepe- og ankerhåndteringsfartøyer, og innenfor fortøyningsutstyr til flytende oljeinstallasjoner. Det finnes mange vinsjeaktører på markedet som har spesialisert seg innenfor enkelte vinsjeprodukter eller enkelte andre typer dekkmaskinerier, eller som tilbyr diverse tjenester knyttet til offshorerelaterte arbeid. Dette har gjort at arbeidet med å finne komparative bedrifter som leverer den samme gruppen av produkter som I.P. Huse vanskelig. Basert på ulike søk og informasjonsinnhenting fra ulike kilder, er det funnet tre bedrifter til en viss grad kan sammenlignes med I.P. Huse. I denne utredningen er bedriftene Karmøy Winch AS, MacGregor Pusnes AS, og Rapp Hydema AS valgt som sammenligningsgrunnlag for I.P.Huse. Valget underbygges av at disse tre bedriftene også er brukt som sammenligningsgrunnlag av tidligere økonomisjef i I.P. Huse. Disse tre bedriftene produserer alle vinsjer til ankerhåndteringsfartøyer og flytende oljerigger, og har hoveddelen av sin produksjon i Norge. Bedriftene har rett nok et bredere produksjonsspekter enn I.P. Huse, da de også produserer vinsjer og annet dekkmaskineri til andre fartøyer og til andre næringer. I.P. Huse har i motsetning en markant del av sin produksjon tilknyttet vinsjer til ankerhåndteringsfartøy og til flytende oljerigger, der de produserer de største vinsjeanleggene til disse fartøylene og installasjonene. I den strategiske analysen i kapittel 4 blir konkurransesituasjonen til I.P. Huse nærmere belyst.

## **2.5 Markedet**

Etterspørselen etter vinsjer er hovedsakelig tilknyttet utviklingen i ankerhåndteringsmarkedet og den generelle veksten i verdensflåten. Hovedmarkedet for norsk skipsutstyr og utstyr til plattformer, boreskip og rigger er i dag Korea og Kina. Koreanske og kinesiske verft står i dag for den største delen av utbygging av nye fartøyer til den maritime sektoren. Dette er lavkostland der produksjons- og lønnskostnadene er lave, noe som gjør det attraktivt for oljeselskaper og rederier å bygge sine fartøyer i disse landene. I løpet av de neste årene forventes det økt aktivitet i verdensøkonomien og dette vil blant annet føre til høyere aktivitet innenfor skipsbygging, og da spesielt i lavkostland (Norsk Industri, Konjunkturrapport 2014). Dette vil føre til at norske utstyrsleverandører trolig vil øke sin leveranse til asiatiske verft de neste årene. I.P. Huse leverer allerede en stor andel av sine produkter til det asiatiske

markedet. De geografiske salgsandelene for produktene til I.P. Huse er vist i figur 11. I konjunkturrapporten til Norsk Industri 2014 har Norsk Industri utarbeidet en prognose for den videre markedsutviklingen av verdensflåten. I følge deres prognose vil hoveddelen av utbyggingen av verdensflåten fortsette å ligge i landene Korea og Kina, som en kan se ut fra figur 9 (Norsk Industri, Konjunkturrapport 2014).

### Nybygde fartøy 2014-2020



Figur 9 - Prognose for fremtidig vekst av nybygde fartøyer til verdensflåten

Som en kan se i figur 9 er det forventet at verdensflåten skal fornyes fremover mot 2020 ved at det skal bygges nye skip på til sammen 740 millioner dødvekttonn (DWT). Kina og Korea vil fortsette med å bygge store deler av verdensflåten (Norsk Industri, Konjunkturrapport 2014). Mange av disse fartøyene vil ha behov for norskprodusert utstyr, og norske bedrifter som I.P. Huse vil derfor nyte godt av denne oppgangen.

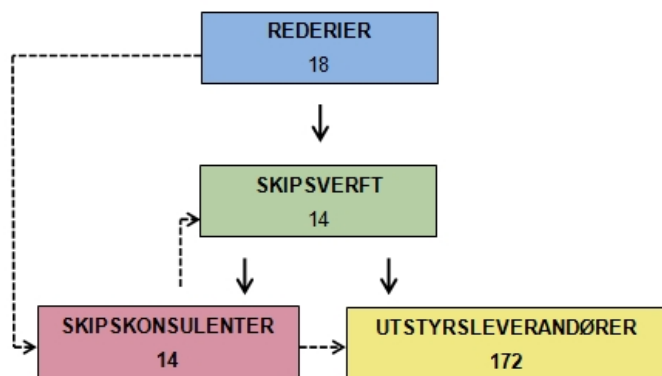
I tillegg viser prognoser for etterspørsel i offshoremarkedet en forventet økning i operasjoner innenfor leting på større havdyp og i mer krevende farvann. Dette gjør at det også forventes økt etterspørsel etter offshoretjenester og utstyr for de operatørene som driver innenfor dette segmentet. Her vil norske selskaper kunne posisjonere seg da norske aktører fra den maritime næringen er kjent for sin kompetanse innen utvikling av spesialutstyr som er beregnet for mer krevende operasjoner. Her vil erfaring og kunnskap fra mange års aktiviteter i Nordsjøen også gi de norske selskapene en fordel (SpareBank 1 SMN, 2013).

## 2.6 Kunder

I.P. Huses viktigste kundegrupper består av norske og utenlandske oljeselskaper, rederier og skipsverft (I.P. Huse, Om I.P. Huse, 2014). Bedriften har både direkte kontakt med kundene, og gjennom avtaler med Rolls-Royce Marine. I.P. Huse og Rolls-Royce Marine har et tett leverandør- og utviklingssamarbeid, som har vedvart i over 60 år. Samarbeidet kan karakteriseres som en strategisk allianse for I.P. Huse, der I.P. Huse står for design, utvikling og produksjon av vinsjeanlegg, mens Rolls-Royce Marine står for markedsføring og salg. Dette har ført til at bedriften lever en forholdsvis anonym tilværelse som utstyrsleverandør, og I.P. Huse kan nærmest sees på som en produksjonsavdeling for Rolls-Royce Marine (Mauren, 2008). I.P. Huse har hatt store fordeler med å være vinsjeleverandør for Rolls Royce Marine, da de har dratt nytte av Rolls Royce Marines renommé og kundenettverk i bransjen. Rolls-Royce Marine er per dags dato den klart største utstyrsleverandøren i den maritime offshorerelaterte klyngen i Møre og Romsdal. Daglig leder for I.P. Huse har tidligere karakterisert forholdet med Rolls-Royce Marine som et avhengighetsforhold, der begge er vinnere (Mauren, 2008).

For Rolls-Royce Marine har I.P. Huse vært en vesentlig bidragsyter av komplette vinsjesystemer til ankerhåndtering- og slepefartøyer, samt fortøyningsutstyr innen produktspekteret dekkmaskineri. Dette har ført til at Rolls-Royce Marine klarer å levere et bredere spekter av komplekse og sammensatte produkter til oljeselskaper, rederier og skipsverft. På samme tid har dette ført til at Rolls-Royce Marine har fått en sterkere posisjon som global leverandør av dekkmaskineri innenfor ankerhåndteringsmarkedet.

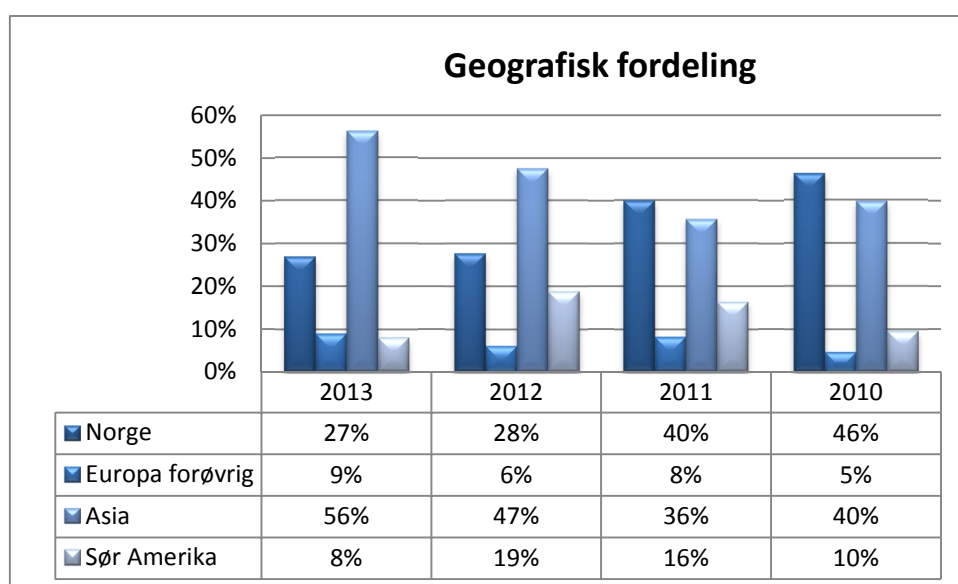
I.P. Huse og Rolls Royce Marine er en del av den maritime klyngen på Mørgekysten. Klyngen omfatter alt i fra rederier, verft, maritime utstyrsprodusenter, skipsdesignere og andre maritime tjenesteytere, og er verdensledende innen design, utbygging, utrusting og drift av avanserte fartøy for den globale oljeindustrien. Figur 10 (Hervik, Oterhals, Bergem, Johannessen, 2012) viser et oppsett av aktører og relasjoner mellom partene i den maritime klyngen på Mørgekysten.



Figur 10 - Den maritime klyngen på Mørkysten – aktører og relasjoner

Ved å utnytte den geografiske nærheten og det tette samarbeidet med de andre produsentene, ligger aktørene i næringsklyngen foran i en stadig raskere teknologisk utvikling. Samarbeidet mellom rederi, verft og utstysleverandør gjør prisen og kvaliteten på ny teknologi konkurransedyktig, og dermed blir produktene mer ettertraktet. Et eksempel på fordelene ved et slikt samarbeid er mulighetene I.P. Huse har til å teste ut nye teknologiske løsninger raskt ved de lokale verftene.

I.P. Huses salg av vinsjeanlegg kan deles inn i følgende geografiske segmenter: Norge, Europa for øvrig, Asia og Sør Amerika. Hovedmarkedene til I.P. Huse de siste årene har vært Norge og Asia med henholdsvis 28 % og 47 % av salget i 2012. Ut fra salgsfordelingene fra figur 11 (I.P. Huse, Årsrapport 2010-2013) ser man at salgsmarkedene til I.P. Huse har varierte noe i perioden fra 2010 til 2013.



Figur 11 – I.P. Huses geografisk salgsfordeling av vinsjeanlegg

Som en kan se fra figur 11 er salg av vinsjer til norske verft har gått gradvis nedover, mens leveransen til asiatiske verft har variert noe, men har vært stigende siden 2011. En kan også merke seg at salg til Sør-Amerika hadde en jevn økning frem til 2013. Salg til Norge og Asia har vært dominerende i alle disse årene.





## Kapittel 3. Verdssettelsesmetode

Når en skal verdsette bedrifter vil valg av metode i all hovedsak stå mellom tre teknikker:

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

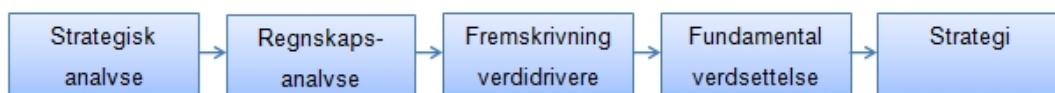
Alle de nevnte metodene har sine særpreg, men med et felles mål – å estimere verdien til et selskaps egenkapital. Dette gjør at en ofte velger å benytte seg av alle de tre nevnte metodene i en verdsettelsesprosess. Det er selvsagt ikke forutbestemt at en kan benytte seg av alle metodene da en er avhengig av å inneha alle variablene som benyttes innenfor hver enkelt metode. Videre vil valg av metode eller metoder ikke gi et fasitsvar for hva som er den mest riktige verdien. Her vil både skjønnsmessige vurderinger og ulike analyser være en del av begrunnelsen for det endelige verdiestimatet.

Valg av verdsettelsesmetode blir også styrt av tilgangen til informasjon om selskapet, om selskapet fortsatt er i drift eller er under avvikling, hvilken bransje selskapet er i, samt hvilke framtidsutsikter de har.

I denne utredningen verdsettes en ikke-børsnotert bedrift. Dette medfører at valg av verdsettelsesmetode blir rettet mer inn mot én verdsettelsesteknikk enn å benytte seg av flere. I de følgende delavsnittene presenteres de tre hovedmetodene. Videre blir det gitt en begrunnelse på hvorfor det blir valgt bare én verdsettelsesteknikk. Beskrivelsen av de følgende teknikkene er basert på litteratur fra Penman (2013) og Knivsflå (2012).

### 3.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse bygger på underliggende økonomiske funksjoner bestående av både kvalitativ og kvantitativ informasjon om bedriften og bedriftens marked. Ved å ta for seg bedriftens historiske regnskapstall samt bedriftens posisjon i markedet vil dette kunne gi en dypere forståelse for hva bedriften er verdt i dag, samtidig som en får en bedre forståelse for markedet og hvilke verdidrivere som generer lønnsomhet. Prosessen i en fundamental verdsettelse er vist i figur 12.



Figur 12 - Fundamental verdsettelse

Som figur 12 (Penman, 2013) viser, bygger den fundamentale verdsettelsen på både strategiske analyser og regnskapsanalyser. Ved å gjennomføre disse analysene vil dette danne grunnlaget for framskrivningen av bedriftens verdidrivere til de fremtidsrettede kontantstrømmene. Disse fremtidige kontantstrømmene neddiskonteres med et fremtidig avkastningskrav som vil gi et verdiestimat på selskapets total kapital. Når en trekker fra bedriftens rentebærende gjeld står en til slutt igjen med et estimat på bedriftens egenkapitalverdi. Ut fra dette blir den fundamentale verdsettelsesmetoden nært knyttet opp mot teorien for å finne nåverdien av kontantstrømmene. Videre ser en at metoden er en svært omfattende og tidkrevende prosess, men som til gjengjeld vil kunne gi en noenlunde presis verdivurdering av bedriften.

Modellene som vanligvis benyttes innenfor fundamental verdsettelse kan grovt deles inn i inntjeningsbaserte- og balansebaserte metoder. Nedenfor presenteres bare den inntjeningsbaserte metode da verdsettelsen i denne utredningen kommer til å basere seg på denne modellen.

### 3.1.1 Inntjeningsbasert metode

Inntjeningsbaserte metode er en av de mest benyttede metodene, og blir ofte brukt dersom bedriften skal fortsette driften i fremtiden. Metoden skiller seg fra den balansebaserte metode ved at man tar mindre hensyn til hva bedriftens akkumulerte eiendeler er verdt i seg selv, og heller mer på hva bedriften som helhet kan forvente å skape av inntjening fremover. Dette gjør at metoden tar utgangspunkt i å estimere fremtidige inntjening, uavhengig av reelle verdier (Lederkilden, 2014). På bakgrunn av dette blir derfor egenkapitalen estimert på grunnlag av forventede fremtidige inntjening. Dette gjør at modellen i stor grad blir basert på analyse og skjønn, noe som da gjør at det ikke er uvanlig at analytikere kan komme frem til ulike verdier – alt ettersom hvilke faktorer som blir mest vektlagt hos den enkelte analytiker. De inntjeningsbaserte metodene kan deles inn i tre varianter; kontantstrømbaserte, dividende- og resultatmetode.

### *Kontantstrømbaserte metode*

De kontantstrømbaserte metodene er som regel de mest brukte innenfor verdsettelsen. Dette kommer nok av at modellene ser på hvilke faktorer som gir verdier til bedriften, og prognostiserer den fremtidige inntjeningen basert på historiske regnskapstall. Ved å neddiskontere de fremtidige inntjeningene kan man finne nåverdien av kontantstrømmene. Diskonteringsfaktoren som benyttes reflekterer risikoen knyttet til kontantstrømmene. Når en benytter seg av slike metoder vil en ofte ende opp med urealistiske høye verdier. Dette har ført til at modellene ofte blir kalt for neddiskontering av fremtidige «kontantdrømmer» (Lederkilden, 2014).

Det er i hovedsak to forskjellige kontantstrømbaserte modeller, hvor verdifastsettelsen enten er rettet mot egenkapital eller total kapital. Nedenfor presenteres den kontantstrømbaserte modellen knyttet til total kapitalen, da dette er den metoden som blir benyttet i verdsettelsen av I.P. Huse.

Total kapitalmetoden går ut på å beregne det fremtidige kontantoverskuddet til total kapitalen, som baserer seg på bedriftens fremtidige tilgang av kapital. Utregningen til kontantoverskuddet tar utgangspunkt i den fremtidige EBITDA. EBITDA står for Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, og som på norsk står for inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger (Penman, 2013). Denne kan beregnes på følgende måte:

Driftsinntekter
- Driftskostnader
<hr/>
<b>= EBITDA</b>
- Normale investeringer
- Endring i arbeidskapital
<hr/>
<b>Kontantstrøm til total kapitalen før</b>
<b>= skatt</b>
- Effektiv skatt
<hr/>
<b>Kontantstrøm til total kapitalen etter</b>
<b>= skatt</b>

Etter at den fremtidige kontantstrømmen er funnet vil det bli trukket fra eventuell rentebærende gjeld. Til slutt vil en da stå igjen med verdien på egenkapitalen. Denne metoden krever at en i tillegg beregner en terminalverdi som representerer bedriftens evige

kontantstrømmer. Terminalverdien beregnes ved hjelp av Gordons-vekst formel (Penman, 2013).

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}_T * (1 + g)}{\frac{k - g}{(1 + k)^t}}$$

Hvor  $(1+k)^t$  representerer terminalverdiens nåverdi

### *Dividendemodeller*

Dividendemodeller brukes når bedrifter deler ut store deler av sitt overskudd i utbytte til sine aksjonærer. Det er vanlig å benytte slike modeller for børsnoterte selskaper og da spesielt for amerikanske selskaper. I USA er dividemodellen svært utbredt sammenlignet med Norge.

Grunnen til dette er kommer nok av at amerikanske selskaper utbetaler en større andel av sitt årsoverskudd til aksjonærene enn det norske selskap gjør. Det har imidlertid blitt mer vanlig for norske børsnoterte selskaper å utdele en større andel av årsoverskuddet, noe som har ført til økt bruk av dividendemodeller i verdsettelsessammenheng i Norge (Lederkilden, dividendemodeller, 2014).

Ved bruk av dividendemodellen beregner en verdien av egenkapitalen ved å finne nåverdien av fremtidige dividender, det vil si fremtidig utbytte. Verdien finner en ved å estimere fremtidige dividender og diskontere disse med et avkastningskrav. Fordelen med en slik modell er at den tar utgangspunkt i dividendene, som er den mest direkte avkastningen aksjonærene får. En kan dermed argumentere for at en slik modell er en fornuftig modell å benytte når man skal verdsette. Ulempen med modellen er knyttet til bestemmelsen av avkastningskravet, som forutsetter at gjeldsandelen skal være konstant i forhold til markedsverdien. Dette kan være vanskelig å oppnå i praksis.

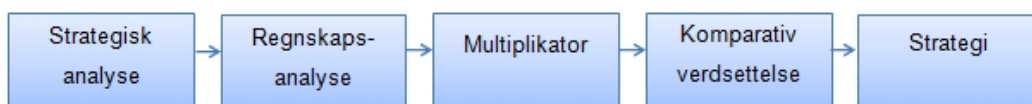
Å benytte seg av dividendemodeller forutsetter at bedriften har en markedsverdi. I.P. Huse har ingen markedsverdi ettersom aksjene ikke er omsett på markedet. Dette fører til at bruk av dividendemodeller ikke er hensiktsmessig å bruke for en verdsettelse av I.P. Huse. Det er imidlertid verdt å nevne at I.P. Huse har utdelt en del av sitt overskudd til sine aksjonærer. Det årlige utbytte har variert fra år til år, uavhengig av hvor stort overskudd bedriften har hatt ved årsslutt.

### Resultatmetode

En resultatmetode er en forenklet versjon av de kontantstrømbaserte metodene, og blir ofte kalt for normalresultatmetoden. For å kunne benytte seg av denne metoden innenfor verdsettelse bør bedriften ha en stabil driftssituasjon, og en stabil markedsstruktur som ikke blir påvirket av store konjunktursvingninger (Lederkilden, Resultatmetode, 2014). Dette i seg selv gjør at denne metoden ikke er hensiktsmessig å bruke ved en verdsettelse av I.P. Huse, da bedriften blir utsatt for store svingninger i etterspørselen av ankerhåndteringsvinsjer.

## 3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en verdivurdering der en estimerer verdien av bedriften basert på hva lignende bedrifter omsettes for i markedet. Det benyttes i hovedsak to typer komparativ verdsettelse. Den ene metoden går under navnet multiplikatormetoden, og benytter såkalte multipler i form av pris/bok, pris/fortjeneste og EV/EBIT i verdsettelsen. Denne metoden sammenligner den analyserte bedriften med komparative bedrifter, og estimerer verdien til egenkapitalen basert på de aktuelle aktørenes forholdstall. Den andre metoden går under navnet substansverdimodellen. Denne går ut på at man bestemmer verdien på bedriften basert på markedsverdien av dets bokførte eiendeler. Verdien av egenkapitalen tilsvarer da markedsverdien av eiendelene i bedriften, fratrukket netto finansiell gjeld. Figur 13 (Knivsflå, 2012) viser oppbyggingen av en komparativ verdsettelse.

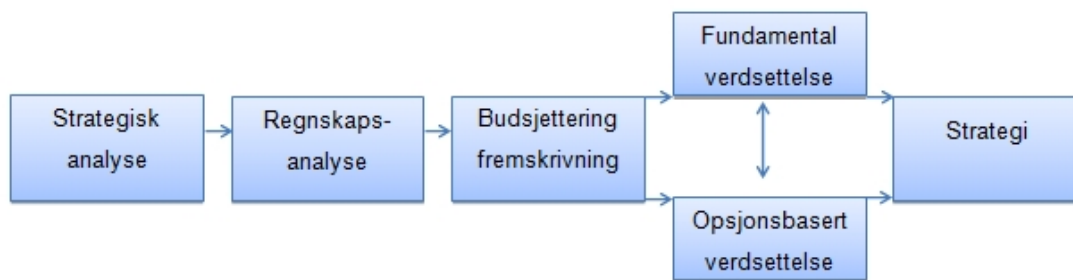


Figur 13 - Komparativ verdsettelse

Disse to komparative verdsettelsesmetodene er populære metoder blant analytikere. Dette på grunn av at metodene er lette å gjennomføre og fordi de kan bidra til å underbygge allerede oppnådde resultater. Forutsetningen for å benytte metodene er at det finnes sammenlignbare aktører med en kjent markedsverdi.

### 3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en metode som tar hensyn til eventuelle realopsjoner som et selskap er i besittelse av. Realopsjoner blir som regel ikke gjenspeilt i det tradisjonelle regnskapet, da disse består av rettigheter, patenter og /eller lisenser. Disse blir ofte omtalt som fleksibiliteter, og vil kunne påvirke verdien til bedriften – ergo er det ikke en del av regnskapet. Modellen benyttes ofte som et supplement til et eksisterende verdiesestimater, og da ofte som et supplement til den fundamentale verdsettelse som ikke tar hensyn til realopsjoner. Dette gjør at dersom den analyserte bedriften innehar realopsjoner er det ofte mer hensiktsmessig å inkludere den opsjonsbaserte verddivurderingen i den fundamentale verddivurderingen, for ikke å undervurdere verdien av bedriften. Figur 14 (Knivsflå, 2012) viser oppbyggingen av en opsjonsbasert verdsettelse.



Figur 14 – Opsjonsbasert verdsettelse

### 3.4 Valg av verdsettelsesmetode

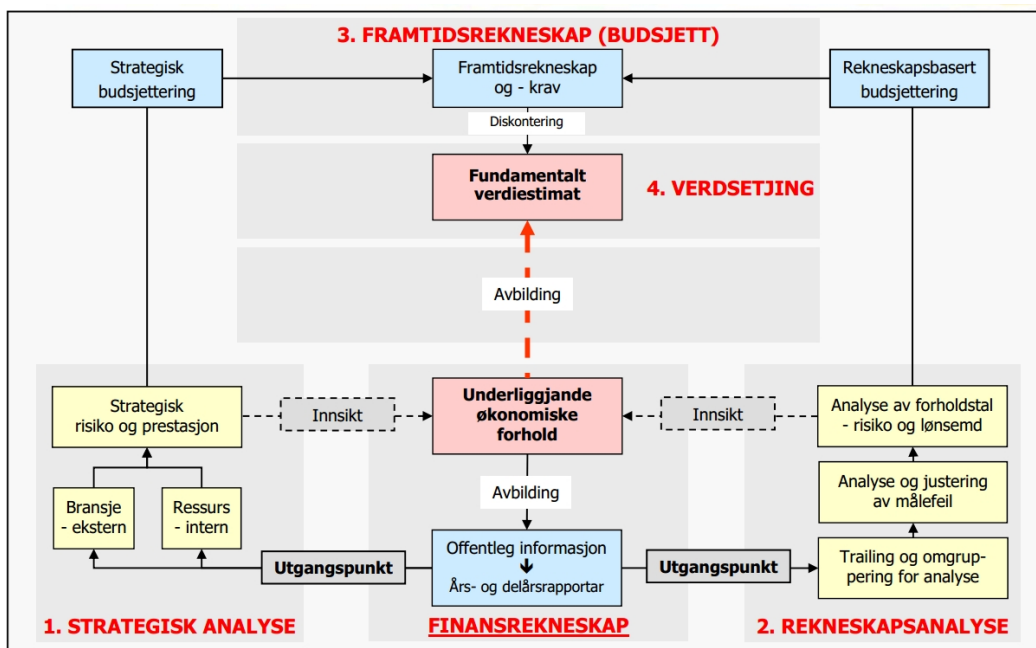
Ved valg av metode må en betrakte faktorer som bransjeforhold, om bedriften skal fortsette driften eller om den skal gjennomføre en snarlig avvikling, samt bransjen livssyklus. Med tanke på hva I.P. Huse har prestert gjennom tidene, samt bedriftens markedsandeler innenfor sitt segment og deres sterke merkenavn, gir dette ikke grunn til å tro at bedriften vil avvikles eller selges til et konkurrerende selskap. Videre kan markedet karakteriseres som et modent marked der informasjon og regnskapstall knyttet til I.P. Huse går langt tilbake i tid. På bakgrunn av dette, kan en fundamental verdsettelse være den mest hensiktsmessige metoden å benytte for en verdsettelse av I.P. Huse. På bakgrunn av tilgjengelig informasjon blir som nevnt tidligere kontantstrøm til total kapitalmetoden valgt.

En komparativ metode anses ikke som en egnet metode for I.P. Huse. Dette kommer av at bedriften mangler en markedsverdi, da aksjene ikke er omsatt på børs. Videre blir ikke markedsverdien til de større konsernene som de nevnte datterselskapene er en del av ansett som gode verdiesestimater for I.P. Huse. Dette er basert på antagelsen av at selskapene innehar flere markedsområder som ikke er sammenlignbart med I.P. Huse, og dermed ikke vil kunne gi en rettmessig verdi ved bruk av multipler.

En opsjonsbasert metode kunne ha vært hensiktsmessig å gjennomføre da I.P. Huse innehar enkelte patenter som er tilknyttet bedriftens egenutviklede teknologi. Det vurderes likevel dithen at verdien fra realopsjoner gjenspeiles i form av økte inntekter, og at den fundamentale verdsettelsen derfor fanger opp disse på en tilstrekkelig måte. Dette gjør at det i denne utredningen ikke er hensiktsmessig å ta for seg en opsjonsbasert verdsettelse.

### Rammeverk for fundamental analyse

Figur 15 (Knivsflå, 2012) gir en oversikt over oppbyggingen av den fundamentale verdsettelsen, og danner rammen for den videre analysen i denne utredningen.



Figur 15 - Oversikt over den fundamentale verdsettelsen

Strukturen i utredningen er også beskrevet i kapittel 1.2.



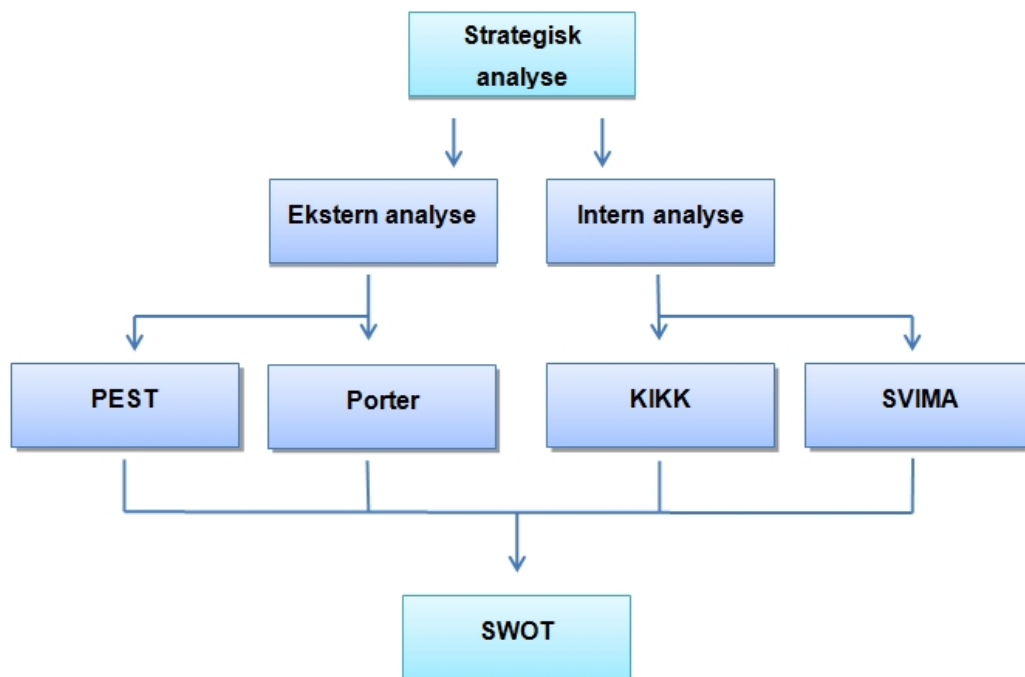


## Kapittel 4. Strategisk analyse

En strategisk analyse er et verktøy som hjelper til å skaffe en oversikt over bedriftens strategiske posisjon, prestasjonsevne og risiko (Barney, 2007). Ved å benytte eksterne- og interne analyser er målet å identifisere og forstå hvordan omgivelsene påvirker bedriften strategiske muligheter, samt hvilke kapabiliteter bedriften besitter i markedet i forhold til resten av bransjen. På grunnlag av dette vil den strategiske analysen danne grunnlaget for I.P. Huses fremtidsregnskap, da den strategiske analysen vil gi innsikt i bedriftens muligheter i markedet. For å kunne vurdere de eksterne og interne omgivelsene som påvirker bransjen og I.P. Huse blir det benyttet ulike analyse verktøy i den strategiske analysen. Formålet med å benytte de ulike verktøyene er å kunne vurdere bedriftens fordeler og risikoer, samt redegjøre for bedriftens strategiske posisjon og prestasjonsevne i forhold til konkurrentene.

### 4.1 Strategisk rammeverk for ekstern- og intern analyse

Gjennomgangen er delt inn i en ekstern- og en intern analyse, jamfør figur 16. I den eksterne delen av analysen gjennomføres en PEST-analyse som kartlegger de politiske, makroøkonomiske og samfunnsmessige forholdene i bransjen (Hill og Jones, 2008). Analysen vil gi viktige *makrovariabler*, som gir informasjon om muligheter og trusler i markedet. Porters fem krefter blir også benyttet i den eksterne analysen. Dette er en bransjeanalyse som kartlegger bedriftens konkurransearena, og som identifiserer trusler mot bransjens lønnsomhet (Johnson, Scholes, og Whittington, 2008). I den interne analysen er det valgt å gjennomføre KIKK- og SVIMA analyse. Disse to analysene har som mål å kartlegge bedriftens interne ressurser, som kan danne grunnlag for eventuelle konkurransefortrinn i bransjen (Jakobsen og Lien, 2001). De interne opplysningene vil benyttes til å vurdere bedriftens styrker og svakheter i bransjen de operer i. Avslutningsvis vil det gjennomføres en SWOT-analyse som sammenfatter alle de gjennomførte analysene. SWOT-modellen oppsummerer kort de mest sentrale faktorene ved å vise identifiserte styrker, svakheter, muligheter og trusler for I.P. Huse og bransjen. På bakgrunn av dette vil man få en oversikt over I.P. Huse sin posisjon i bransjen, og hvordan bedriften stiller seg i ulike konkurransesituasjoner. Videre vil analysen gi svar på om I.P. Huse kan forvente en superprofitt i fremtiden. Figur 16 viser oppbyggingen av den strategiske analysen.

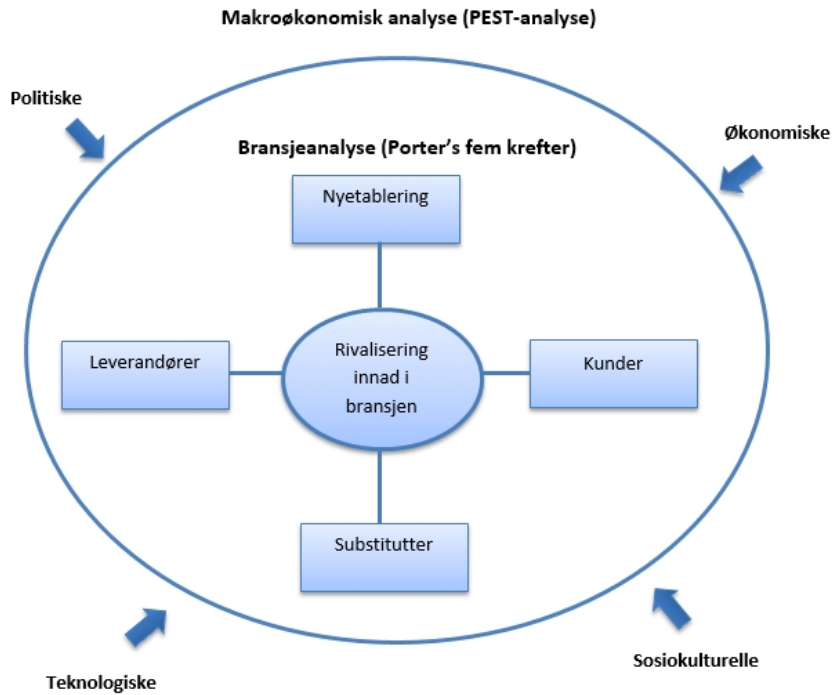


Figur 16 – Rammeverk for strategisk analyse

## 4.2 Ekstern bransjeanalyse

I denne delen av utredningen vil de eksterne mulighetene og truslene bli gjennomgått. Ved hjelp av PEST- analysen vil relevante makroøkonomiske variabler bli vurdert. Her er målet å kartlegge forholdene som er grunnlaget for det markedet bedrifter opererer i. Videre vil Porters fem krefters- modell brukes for å gjennomføre en bransjeanalyse, der målet er å avdekke kreftene som påvirker konkurransesituasjonen. I den eksterne bransjeanalysen vil det bli tatt utgangspunkt i I.P. Huses konkurrenter, og i bransjen for vinsjproduksjon til ankerhåndteringsfartøyer og flytende oljerigger. I vurderingen av makroøkonomiske variabler vil det bli tatt utgangspunkt i svingninger i verfts- og oljeindustrien, samt svingninger generelt i verdensøkonomien.

Figur 17 (Hill og Jones, 2008) gir en oversikt over PEST- analysen og Porters fem krefter. Her kan en se hvordan de ytre makroøkonomiske kreftene fra PEST-analysen virker inn på Porter's fem konkurransekrefter.

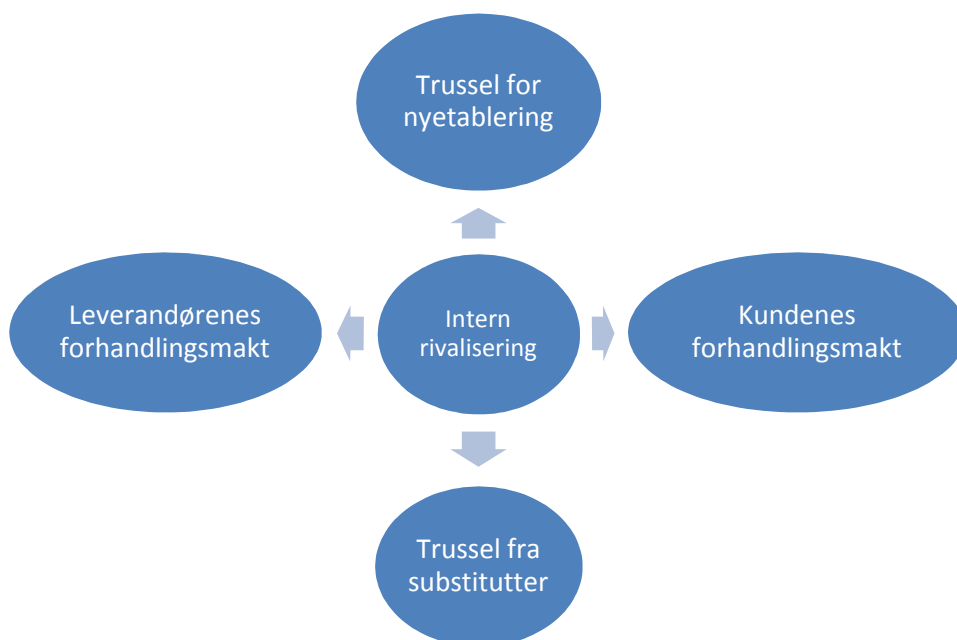


Figur 17 - Kombinasjon av PEST og Porters fem krefter.

Innholdet i modellen i figur 17 vil bli nærmere presentert i de kommende avsnittene.

#### 4.2.1 Porter's Fem Krefter

Porter's fem krefters modell er en av de mest brukte og anerkjente modellene innen bransjeanalyser. De fem kreftene er gitt i figur 18 (Johnson, Scholes, og Whittington, 2008).



Figur 18 - Porter's fem krefter

Rammeverket som er vist i figur 18 er utarbeidet for å kartlegge mikromiljøet til en bedrift, det vil si bedriftens konkurransesituasjon og bransjens lønnsomhet. Nyetablering, leverandører, kunder, substitutter og rivalisering innad i bransjen utgjør de fem sentrale kreftene som påvirker konkurransesituasjonen (Johnson, Scholes, og Whittington, 2008). Med utgangspunkt i disse kreftene kan man opparbeide seg en dypere innsikt i markedsdynamikken og identifisere hvilke risikoer og utfordringer som kan true en bedrifts profitt. Porter argumenterer for at dess sterkere konkurransekreftene innad i en bransje er, dess mer begrenset blir bedriftenes mulighet for å øke sine priser og dermed for å øke sin profitt (Johnson, Scholes, og Whittington, 2008).

### *Trussel for nyetablering*

En bransje med høy avkastningsmargin er svært attraktivt for nye aktører og fører til at nye konkurrenter ønsker å etablere seg. En slik form for trussel vil alltid være til stede i de fleste bransjer. Men i hvor stor grad nyetablering skjer er avhengig av forskjellige faktorer som etableringsbarrierer og i hvor stor grad aggressiviteten fra eksisterende rivaler er. En generell oppfatning av bransjer som hyppig blir utsatt for nyetableringer er at dette kan lede til en overetablering, og som da fører til en lavere inntjening for de etablerte bedriftene. For bransjer flest er det derfor av interesse å inneha en viss grad av kontroll når det kommer til etableringsbarrierer ettersom sterke barrierer beskytter dem som allerede er etablert. Typiske faktorer her er blant annet graden av etablerings- og exitkostnader, tilgangen til nødvendige innsatsfaktorer og produkt differensiering (Johnson, Scholes, og Whittington, 2008).

For vinsjeprodusentene utgjør kapital en viktig etableringsbarriere. Ettersom de befinner seg i en syklisk bransje, der utviklingen av olje- og stålpriser spiller en vesentlig rolle for lønnsomheten, gjør dette at en høy egenkapital blir en viktig forutsetning for å kunne klare seg gjennom nedgangsperioder. I tillegg vil utsatte prosjekter, kanselleringer og redusert tilgang til kapital som følge av lavere etterspørsel etter nye fartøyer, bidra til gjøre nyetableringer vanskeligere.

En annen faktor som kan spille inn er et forholdsvis stort kapitalbehov ved nyetablering. Typiske etableringsbarrierer er kjøp eller leasing av store maskiner, markedsføring, lånekostnader, opplæring av ansatte samt lokalisering. Det sistnevnte er en svært viktig faktor da aktørene er avhengig av å være lokalisert nært havet for å kunne frakte tungt utstyr til og fra produksjonshallene.

En skalafordel innebærer at kostnadene per produsert enhet går ned når produksjonsvolumet går opp. Dette gjør at det lønner det seg av og til å være en stor aktør. Bedrifter som ikke er store i seg selv, kan oppnå skalafordeler ved å slå seg sammen med andre. I.P. Huse har valgt denne strategien gjennom sitt samarbeid med dekkmaskineriprodusenten Rolls-Royce Marine. Samarbeidet har medført at I.P. Huse har kunnet spesialisere seg mot enkelte produksjonsenheter, for så på denne måten å oppnå fordeler som de store produsentene får gjennom stordriftsfordeler. Ettersom Rolls-Royce Marine står for all salg, markedsføring og service av I.P. Huses produkter har dette medført lavere kostnader knyttet til disse postene.

I dag finnes det godt etablerte vinsjeprodusenter både i Norge og i utlandet. Mange av aktørene har gjennom lang fartstid opparbeidet seg gode renommé som pålitelige og dyktige aktør i markedet. I tillegg har de fleste vinsjeprodusentene utviklet egne teknologiske løsninger når det kommer til systemutvikling, kapasitet og manøvreringsdyktighet. Dette har blant annet bidratt til at de fleste norske vinsjeaktørene innehar sterk merkevarelojalitet ovenfor sine kunder. For en liten utfordrer kan det derfor bli vanskelig å ta markedsandeler fra de allerede godt etablerte aktørene. Ettersom det er fare for at kostnadene ved å bryte opp veletablerte kundeforhold er høy, vil dette ytterligere redusere sannsynligheten for nyetablering. Historisk kan en også se at nyetableringer i bransjen er relativt begrenset. De vinsjeprodusentene som er valgt ut som sammenligningsgrunnlag, og som er regnet for å være konkurrenter av I.P. Huse, ble etablert i følgende år:

- Rapp Hydema AS - 1987
- MacGregor Pusnes AS - 1989
- Karmøy Winch – 1999

Ut fra en helhetlig vurdering av bransjens etableringshindringer anses trusselen for nyetablering som relativt begrenset.

#### *Leverandørenes forhandlingsmakt*

Leverandører er de som forsyner bransjen med råvarer, komponenter, arbeidskraft eller service. Innehar en leverandør for stor makt kan de utgjøre en trussel for den økonomiske utviklingen i en bransje ved at de da innehar muligheten til å utøve makt over pris, kvalitet og tjenester (Johnson, Scholes, og Whittington, 2008).

Råvarer og halvfabrikater av karbonstål (stål) og rustfritt stål utgjør store varekostnader innenfor bransjen I.P. Huse operer i. Dette gjør at stålprisen og dens prisutvikling er viktige faktorer som påvirker bransjens lønnsomhet. For vinsjebransjen er derfor stålverkene de viktigste leverandørene. Ettersom det finnes mange og ulike stålverk både i Norge og utlandet, og som i tillegg har spesialisert seg innenfor enkelte stålprodukter, gjør at de befinner seg i en fragmentert leverandørbransje. Den generelle gangen foregår slik: stålverkene kjøper inn råvarer fra primærnæringen og omdanner råvarene til ulike stålhalvfabrikater. Vinsje produsentene bestiller så inn bestemte stålhalvfabrikater i alle mulige størrelser fra stålverkene, og omdanner disse til ulike ferdigprodukter. En leverandørbransje som innbyrdes har stor konkurranse vil være en fordel for kjøperne da mange leverandører fører til at leverandørene har en lavere forhandlingsmakt. I tillegg vil styrken på deres forhandlingsmakt være avhengig av om deres produkter er unike, for eksempel ved å levere stål med en spesiell behandling.

I.P. Huse har faste leverandøravtaler med stålimportører som gir bedriften gunstige innkjøpspriser på stål. Ettersom I.P. Huse ikke er en så stor kunde, sammenlignet med de store internasjonale verftene som bestiller inn svært store mengder av ulike stålelementer, kan ikke bedriften forhandle på pris i like stor grad. Dette er trolig situasjonen for de konkurrerende vinsje produsentene også. Dette gjør at stålverftene i større grad kan bestemme prisene ettersom innkjøpet deres er av mindre betydning. Ettersom I.P. Huse og bransjen forøvrig er å anse som mindre kjøpere innehar stålverftene en viss forhandlingsmakt. Stålleverandørene kan derfor representere en trussel for bransjens lønnsomhet.

### *Kundenes forhandlingsmakt*

Kunder med for stor forhandlingsmakt kan utgjøre en trussel for bransjen. Mens mektige leverandører kan øke kostnadene til en bransje, kan store kunder redusere bransjens inntekter. Kundenes forhandlingsmakt er relatert til deres muligheter til å påvirke pris og betingelser. For bransjen er et stort antall kunder en fordel. Hvis antallet kunder er begrenset blir avhengigheten til hver kunde større, noe som fører til at bransjen taper forhandlingsmakt (Johnson, Scholes og Whittington, 2008).

I.P. Huse distribuerer som tidligere nevnt sine produkter gjennom Rolls-Royce Marine AS. Dette er et spesielt tilfelle ettersom de fleste andre vinsje produsentene konkurrerer seg i mellom om å vinne kontrakter hos verftene. For I.P. Huse vil det innebære lettere tilgang til kontrakter, da Rolls-Royce Marine AS er en stor og kjent internasjonal leverandør av

dekkmaskinerier. I tillegg er Rolls-Royce er en global aktør for skipsdesign og utstyrspakker til skip.

I utgangspunktet skulle Rolls-Royce Marine inneha stor forhandlingsmakt overfor I.P. Huse. Dette er ikke tilfelle da de innehar en samarbeidsavtale som blant annet innebefatter utvikling av vinsjeanleggene. Utfallet blir dermed at begge står ansvarlige for prissettingen. For de andre vinsjeprodusentene innehar verftene til en viss grad makt over prissettingen. Det at andelen av asiatiske verft er voksende kan utgjøre en trussel for vinsjeprodusentene, da asiatiske verft er kjent for å produsere rimeligere fartøyer og derfor kan utøve press for å senke pris på dekkmaskineri. For I.P. Huse og Rolls-Royce Marine vil dette også utgjøre en trussel da mange av deres produkter selges til asiatiske verft.

En av grunnene til at vinsjeprodusentene i Norge fortsatt kan selge sine produkter lønnsomt ligger i den høye innovasjonsgraden til det maritime miljøet i Norge. Som nevnt tidligere er I.P. Huses produkter til en viss grad differensiert fra de andre konkurrentene. Det er sjelden snakk om serieproduksjoner, da det for hvert oppdrag kreves spesialtilpassede systemløsninger og design. Bedriftens vinsjeanlegg er markedsledende når det kommer til kapasitet og kvalitet, noe fører til at deres produkter til en viss grad er beskyttet fra prispress fra andre aktører.

Kundene i bransjen innen vinsjeproduksjon for ankerhåndteringsfartøy vil fortsette å ha begrenset forhandlingsmakt så lenge de norske produsentene er de eneste som klarer å levere produkter med unik kompleksitet og kvalitet. Det vil være en viss konkurranse mellom de norske aktørene, men så lenge det ikke dukker opp reell konkurranse med produksjon i lavkostland vurderes trusselen fra kundenes forhandlingsmakt til å være forholdsvis liten for I.P. Huse.

### *Trussel fra substitutter*

Substitusjonseffekten sier noe om hvor lett det er for kunder å velge andre alternativer utover det bransjen i dag tilbyr (Johnson, Scholes, og Whittington, 2008). Eksisterer det et produktsubstitutt vil det påvirke prissettingen i bransjen negativt ved at bransjen, i tillegg til å ta hensyn til interne prissettinger, også må ta hensyn til prisleggingen til konkurrerende substitutter utenfor bransjen. Dette vil legge ekstra press på produktenes lønnsomhet da det vil eksistere mange lignende produkter og aktører som konkurrerer med hverandre.

Grunnet komplekse vinsjeanlegg og en bransje med høy innovasjonsgrad finnes det i dag



ingen produkter som kan dekke samme funksjon som vinsjeproduktene til I. P Huse og de andre aktørene bransjen. I dag finnes det ingen reelle substitutter som kan true bransjen, og trusselen fra substitutter vurderes derfor som ikke-eksisterende.

### *Intern rivalisering*

I senteret av fem krefters- analysen finner man den interne rivaliseringen mellom eksisterende aktører i bransjen, som kan ses på som et resultat av de fire andre faktorene (Johnson, Scholes, og Whittington, 2008). Graden av rivalisering avhenger blant annet av veksten i bransjen, produktdifferensiering, etterspørselsforhold og utgangsbarrierer.

I hvilken grad rivaliseringen innad i bransjen utgjør en vesentlig betydning for aktørenes muligheter til å oppnå en høy avkastning er avhengig av blant annet antall konkurrenter, hvor dyktige de er når det kommer til markedsføring og produktutvikling, samt intensitetsnivået på rivaliseringen. Mange konkurrenter med forholdsvis likt produktsortiment fører til høy rivalisering. Størrelsen på veksten i bransjen og på utgangsbarrierene er også faktorer som kan være avgjørende for rivaliseringen (Johnson, Scholes, og Whittington, 2008). En lav vekstrate gir incentiver til økt rivalisering knyttet til markedsandeler, og med irreversible investeringer vil bedriftene bli værende i bransjen

Det er flere aktører på markedet som produserer vinsjeanlegg til ankerhåndteringsfartøyer og flytende oljerigger. Rivaliseringen i bransjen for produksjon av vinsjeanlegg til ankerhåndteringsfartøy og flytende oljerigger er i dag todelt. Aktørene som produserer vinsjeanlegg med trekkrefter opptil 450 tonn operer i en del av markedet med større rivalisering enn de aktørene som produserer vinsjeanlegg med trekkrefter fra 450 til over 600 tonn. Grunnen til dette er at ikke alle vinsje produsentene kan produsere vinsjer med slik størrelse og kapasitet som kreves for trekkrefter over 450 tonn. De viktigste begrensende faktorene her er kompetansenivå og kapital som trengs for å anskaffe nødvendig produksjonsutstyr. Produsentene innenfor dette segmentet står derfor i en særklasse, og opplever liten konkurranse og rivalisering. I.P. Huse har som tidligere nevnt så mye som 80 % av verdensmarkedet for spesialkonstruerte vinsjer med trekkraft på over 450 tonn for ankerhåndteringsfartøyer.

Når det gjelder de mindre vinsjene er det flere aktører som innehar tilstrekkelig kompetanse til å konstruere og produsere disse. Her finner man et stort antall tilbydere av et forholdsvis lite differensiert produkt. Rivaliseringen innenfor dette segmentet er høy, og priskonkurransen

som følger med leder derfor til at marginen på produktene avtar.

Ettersom vinsjer er tilknyttet spesifikke fartøyer og rigger har dette ført til at det finnes mange vinsjenisjer. For de mange vinsjeprodusentene bidrar dette til at de kan spre sin risiko ved at de produserer vinsjeanlegg til flere ulike flåtegrupper og til ulike markeder. I tillegg til dette produserer de ulike dekkmaskineriprodukter som et supplement til vinsjeanleggene. I.P. Huse har som nevnt tidligere et begrenset produktsortiment da de kun produserer vinsjeanlegg til ankerhåndteringsfartøyer og til flytende oljerigger. Karmøy Winch AS produserer vinsjer og komplette dekkspakker til offshorefartøy som ankerhåndteringsfartøy og oljetankere samt andre store fartøyer. I tillegg produserer de komplette dekkspakker til fiskefartøyer. Rapp Hydema AS produserer blant annet vinsjer og dekkspakker til ulike offshorefartøy og fiskefartøyer. MacGregor Pusnes AS, tidligere Aker Pusnes AS, ble i 2013 oppkjøpt av det finske selskapet Cargotec (Bjørsvik, 2013). MacGregor Pusnes er et av verdens ledende selskaper innen utvikling av dekkmaskinerier og forankring- og lastesystemer til olje- og shipping industrien. Som man ser har de viktigste konkurrentene til I.P. Huse diversifisert seg i form av at de produserer vinsjeanlegg til flere fartøyer som fiske-, forsynings-, og ankerhåndteringsfartøyer, i tillegg til å produsere annet dekkmaskineri. Ved å diversifisere seg på denne måten har de bidratt til å redusere den interne rivaliseringen i bransjen.

En kan oppsummere med at det er begrenset rivalisering i den delen av bransjen som leverer vinsjer med trekkraft over 450 tonn. For den delen av bransjen som produserer vinsjer med under 450 tonns trekkraft er det forholdsvis høy rivalisering, og dette kan oppfattes som en trussel for lønnsomheten i bransjen.

#### **4.2.2 PEST-analyse**

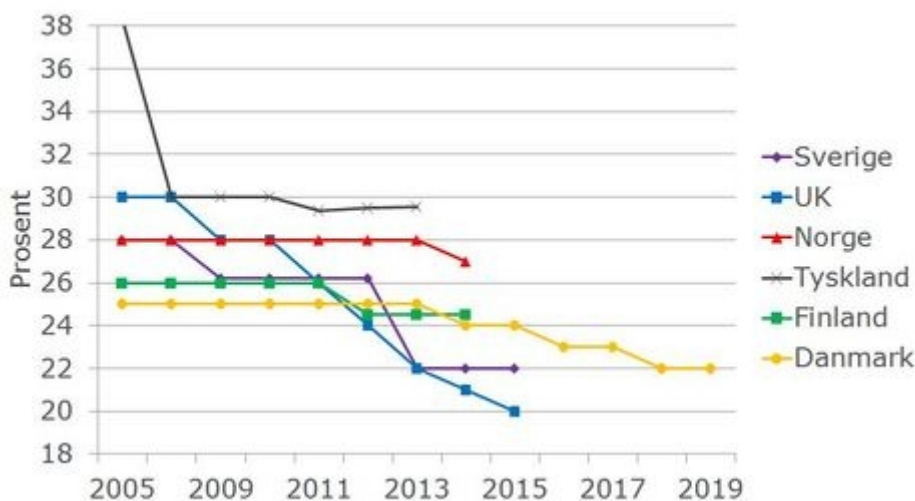
PEST er som tidligere nevnt en strategisk makroøkonomisk analyse, som er mye brukt innenfor kartlegging av viktige forhold for bedriften og bransjen. PEST-analysen tar for seg de politiske (P), økonomiske (E), samfunnsmessige (S) og teknologiske (T) omgivelsene som påvirker en bransje (Hill og Jones, 2008). I de kommende avsnittene vil bransjen som I.P. Huse operer i bli analysert med utgangspunkt i disse fire faktorene, og det vil bli vurdert i hvilken grad en kan forvente at hver faktor vil påvirke bransjen i årene fremover.

## Politiske forhold

De politiske forholdene er rettet mot beslutninger og holdninger innad i det politiske miljø. Endringer knyttet til blant annet skatte- og avgiftspolitikkk kan få store konsekvenser for bedriften og dens bransje. De politiske bestemmelsene vil ikke bare påvirke I.P. Huse men hele bransjen og næringsmiljøet generelt. I.P. Huse er en industribedrift og opererer som en utstyrsleverandør for blant annet offshorenæringen. I det følgende avsnittet vil en derfor rette fokuset mot de norske industribedriftene som har sin produksjon knyttet til offshorenæringen ettersom disse blir i stor grad påvirket av de samme politiske lovbestemmelsene.

Den norske finanspolitikken spiller en vesentlig rolle for næringslivet generelt, der politiske endringer knyttet til skatte- og avgiftspolitikkk medfører store konsekvenser for bedrifters verdiskapning. Dette gjør at skatte- og avgiftspolitikken får en avgjørende betydning for bedrifters investeringsbeslutninger og produksjonsomfang. Norske bedrifter har i lengre tid hatt et høyt skattenivå sammenlignet med næringslivet i andre land. Dette har blant annet ført til at selskapsskatten har blitt konkurransedrivende for norske selskaper, der de har kommet dårligere ut enn bedrifter i andre land.

I dag har Norge sammen med Tyskland den høyeste selskapsskatten sammenlignet med de resterende landene i Nord-Europa. Figur 19 (Plastforum, 2014) viser gjennomført og forventet skatteresultater i nordeuropeiske land.



Figur 19 - Gjennomført og forventet skattesenkning i nordeuropeiske land

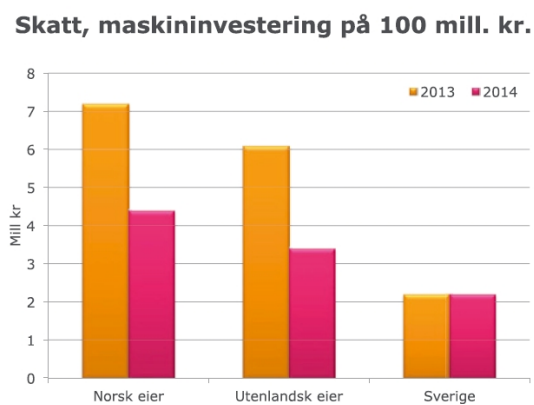
Som en konsekvens av at de mest sammenlignbare landene til Norge de siste årene har valgt å redusere sin selskapsskatt, valgte den forrige regjeringen å redusere den norske selskapsskatten i sitt statsbudsjett for 2014 med ett prosentpoeng, fra 28 til 27 %. Det

forventes at selskapsskatten blir ytterligere redusert i neste års statsbudsjett. En senkning av selskapsskatten har vært viktig for norsk næringsliv, da dette virker positivt på deres konkurransesituasjon med utenlandske aktører, samt at det øker tiltrekningskraften på utenlandske investorer (Plastforum, 2014).

Den forrige regjeringen valgte også å øke den norske startavskrivningen for maskiner og utstyr, som et resultat av at flere av våre naboland de siste årene har gjennomført en slik økning. Avskrivningssatsen ble økt med 10 %, og dette vil bidra til økt investering i maskiner og produksjonsutstyr i industrien (Risanger, 2014).

I Norge er man pålagt å betale formuesskatt, og enkelte kommuner har valgt å innføre eiendomsskatt. Ved å innføre eiendomsskatt kan dette bidra til at de mange kommunene som sliter økonomisk kan få økte inntekter gjennom blant annet skattlegging av industrieiendommer, samt maskiner og utstyr. I.P. Huse ble i 2014 krevd for en eiendomsskatt på NOK 1,6 millioner, noe som gjorde bedriften til den største skatteyteren til Sandøy kommune. Denne summen er basert på en kvadratmetersats på hele 10 000 kroner per kvadratmeter. Til sammenligning blir industribygg i mer sentrale strøk verdsatt til 7000 kroner per kvadratmeter (Norsk Industri, 2014). I tillegg blir en del av maskinene til I.P. Huse også ilagt eiendomsskatt.

Figur 20 (Norsk Industri, Konjunkturrapport 2014) viser skattebelastningen på en maskininvestering til norske industribedrifter sammenlignet med utenlandske eiere og Sverige. Etter de nye skattesatsene har de norske industribedriftene fått redusert skattebelastningen ved innføring av startavskrivning, lavere selskapsskatt og lavere formuesskatt. Dette har ført til at norske industribedrifter nærmer seg den samme skattebelastningen som utenlandske eiere.



Figur 20 – Skatt på en maskininvestering pålydende 100 mill. kr

Det er behov for å gjøre endringer og forbedringer i skattesystemet de nærmeste årene for å beholde konkurransedyktigheten til norske bedrifter. Norsk Industri etterspør, ifølge konjunkturrapport 2014 (Norsk Industri, Konjunkturrapport 2014) følgende forbedringer av bedriftsbeskatningen:

- Produksjonsmaskineri og utstyr til innovasjon, forskning og utvikling fritas for eiendoms skatt
- Fjerning av formuesskatt på arbeidende kapital

### *Økonomiske forhold*

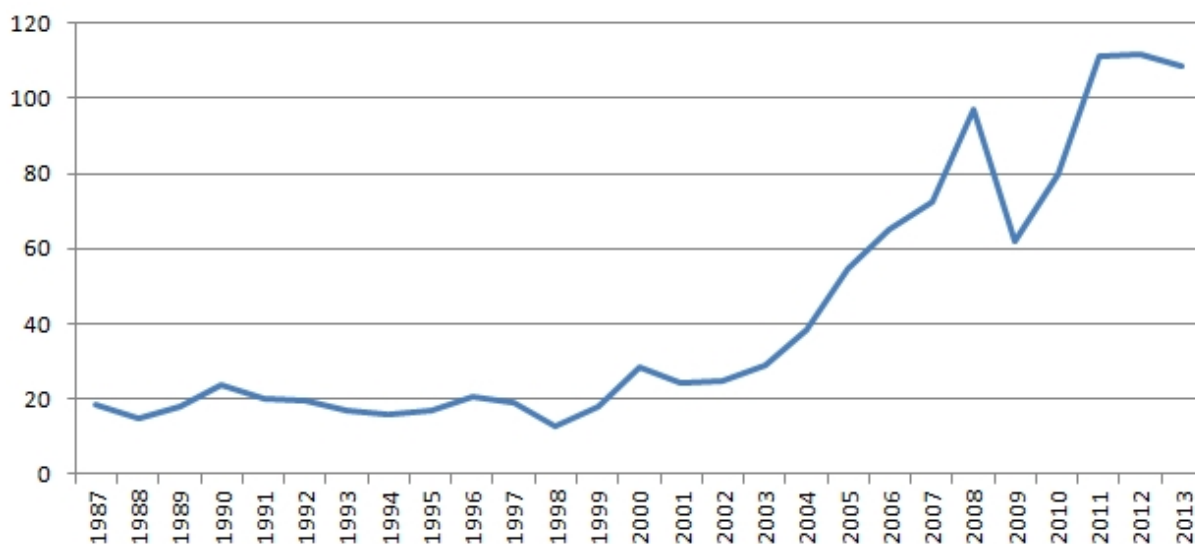
De økonomiske forholdene er rettet mot den globale utviklingen, der en rekke makroøkonomiske faktorer kan få store innvirkninger på bransjestrukturen. De viktigste påvirkningsfaktorene er konjunktursvingninger, rentenivå, valutakurser og inflasjon (Hill og Jones, 2008). For bransjen til I.P. Huse vil som nevnt tidligere også utviklingen i råvareprisene gi utslag i bedriftens kostnader.

For utstysleverandørene i bransjen som I.P. Huse operer i har aktiviteten i oljemarkedet en direkte betydning når det kommer til nåværende og fremtidig inntjening. For rederiene og verftene samsvarer investeringene deres i offshoremarkedet med utviklingen i oljeprisen og i utbyggingsaktiviteten for skip. En nedgangskonjunktur sammen med lavere oljepriser fører til en lavere offshoreaktivitet, og dette kan resultere i kostnadskutt hos de sentrale kundene. Etterspørsel etter nye fartøyer vil avta som følge av redusert aktivitet, noe som vil påvirke utstysleverandørene direkte. Dette vil føre til mindre oppdrag, en lavere omsetning og som en ytterst konsekvens kan det lede til en reell fare for nedbemanning. Hos I.P. Huse har det vært en målsetning å opparbeide seg en høyest mulig egenkapital slik at de kan tåle markedssvingninger, uten at det skal gå ut over bemanningen og den ekspertise som ligger hos de ansatte. En oppgangskonjunktur vil derimot gi høye oljepriser som vil føre til en høyere omsetning, og kan gi muligheter for ekspansjon av produksjonen.

Verdensøkonomien opplevde en sterk vekst og oppgangstid fra 2002, men fikk en kraftig tilbakegang da finanskrisen inntraff høsten 2008. Oljeprisen falt dramatisk, og BNP i Norge falt både i 2008 og 2009. Ved utgangen av 2010 opplevde verdensøkonomien igjen vekst, men gjennom årene 2011 til 2013 opplevde Europa en resesjon preget av gjelds- og budsjettproblemer. Det internasjonale pengeforbundet (IMF) forventer at den generelle

veksten i verdensøkonomien i 2014 vil ta seg opp igjen. Inn mot 2015 forventes det en vekst på 3,9 % (International Monetary Fund, 2014).

Norge var i årene mellom 2003-2008 inne i en voldsom vekst i petroleumstilknyttet næringsliv. Driverne bak oppgangen var de historisk høye oljeprisene, med en toppnotering på 145 USD, og den store internasjonale aktiviteten innenfor leting og utvinning av olje. Som følge av den globale finanskrisen i 2009 falt veksten i verdensøkonomien og prisen på olje. Prisen på et fat olje var i løpet av denne perioden under 60 USD. Dette førte til en nedgang i aktiviteten i de oljerelaterte næringene. De siste fem årene har oljeprisen gradvis arbeidet seg oppover til en pris rundt 109 USD for fatet i 2013. Figur 21 (Independent Statistics & analysis, 2014) viser den årlige utviklingen i spotprisen på Brent- olje fra 1988 til 2013.

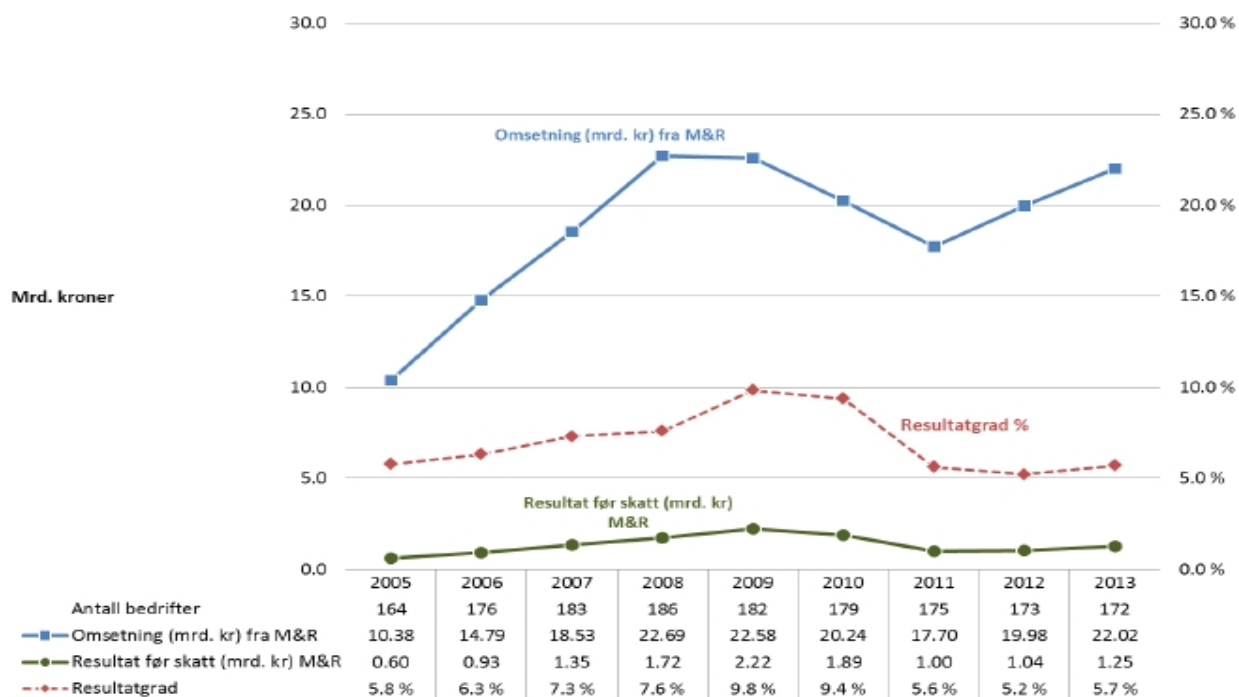


Figur 21 - Spotpris Brent olje(USD) - 1988-2013

Møreforskning har utarbeidet en rekke rapporter om den oljerelaterte maritime næringsklyngen i Møre og Romsdal. I.P. Huse er en av totalt 172 utstyrsleverandører som har vært med i utredningene, som er basert på spørreundersøkelser. I det kommende avsnittet vil NCE Maritime klyngeanalyse 2013 (Hervik, Oterhals, Bergem, Johannessen, 2013) benyttes som grunnlag. Analysen angir status for den maritime klyngen i Møre og Romsdal, herunder de tilknyttede offshore leverandørbedriftene.

For utstyrsleverandørene ble ikke virkningene av oljeprisfall og finanskrisen merkbar før ved inngangen av 2009, med en utflating av aktiviteten, jamfør figur 22 (Hervik, Oterhals, Bergem, Johannessen, 2013). I 2009 var leverandørenes omsetning mer enn dobbelt så stor sammenlignet med 2005. I de to påfølgende årene var det en nedgang både i omsetning og resultat. Året 2011 ble det desidert dårligste året for leverandørene etter finanskrisen. En

overkapasitet av nye fartøyer på markedet, i tillegg til fallende oljepriser, førte til bort imot full stans av nye bestillinger. I tillegg kollapset markedet for ankerhåndteringsfartøyer i 2009 (Hervik, Oterhals, Bergem, Johannessen, 2013)



Figur 22 - Økonomiske nøkkeltall for leverandører i den maritime klyngen

Nedgangen i 2011 kan i all hovedsak tilskrives den dramatiske inntektsnedgangen til Rolls-Royce Marine. Fra Møreforskningen sin klyngeanalyse fra 2012 ble det forklart at nedgangen i inntektene skyldes den fallende etterspørselen etter dekkmaskinerier til ankerhåndteringsfartøyer (Hervik, Oterhals, Bergem, Johannessen, 2012). Som en konsekvens av dette stupte omsetningen til I.P. Huse med hele 65 %. Men bedriften oppnådde likevel et solid resultat på 121,1 millioner før skatt som følge av en del kanselleringskommisjoner, i tillegg til at de solgte sine eierandeler i Averøy-bedriften Triplex AS (I.P. Huse, Årsrapport 2012).

Resultatmessig hadde leverandørene samlet sett sine beste år i 2009 og 2010 med resultatgrader på henholdsvis 9,8 % og 9,4 %. For I.P. Huse ble årene 2009 og 2010 veldig gode år resultatmessig. Bedriften fikk i 2009 et rekordresultat på NOK 277,1 millioner før skatt, etterfulgt av et nytt rekordresultat i 2010 på 357,5 millioner kr før skatt. Dette er historiens største overskudd for en industribedrift i Romsdal (Torvik, E., 2011).

De følgende årene opplevde leverandørene igjen god vekst i omsetningen, men med forholdsvis lave resultatgrader på henholdsvis 5,2 % og 5,7 % for 2012 og 2013.

I følge Møreforskning sine undersøkelser for den maritime klyngen (Hervik, Oterhals, Bergem, Johannessen, 2013) peker framtidsutsiktene mot at ”ratene kan forventes å bedre seg de nærmeste årene i tråd med de forventningene næringen selv har”. Videre spår de i et lengre perspektiv, scenario i 2020, at den industribaserte delen av klyngen vil overleve på ”høykvalitetssegmentet”, og at deres konkurranseevne er forankret i kvalitet og fokus på produktivitetstiltak. I analysen konkluderte Møreforskning med at den samlede statusen for klyngen tyder på at bedriftene vil oppleve vekst.

### *Sosiokulturelle forhold*

Sosiokulturelle forhold er relatert til kulturelle aspekter som endringer i livsstil, arbeidsmiljø, mobilitet, demografi og inntektsfordeling. Disse forholdene kan påvirke etterspørselen etter ulike produkter og for eksempel tilgangen på arbeidskraft, og de kan derfor forandre vilkårene i en bransje (Hill and Jones, 2008). Et eksempel på dette kan være miljøbevisste kunder og produsenter som gjør at produktutviklingen må gjøres mer miljøvennlig, og som derfor påvirker produksjonsmåten til en hel bransje. Et annet eksempel er andelen av innleid arbeidskraft fra utlandet i flere industribedrifter.

Behovet for utenlands arbeidskraft er ofte midlertidig, og er som regel knyttet til konjunkturmessige toppe i produksjonen. I følge E. Huse har I.P. Huse under leveringstopper tatt inn mellom 20-30 leiearbeidere fra utlandet, primært fra Europa (personlig kommunikasjon, 3. mars 2014). Muligheten til å hente inn utenlands arbeidskraft er også med på å påvirke bransjen, ved at det er mulig å ha en mer fleksibel produksjon.

Krav til sikkerhet er et område der det stadig stilles strengere krav. Konstruksjoner som skal brukes offshore stiller her i en egen klasse, med særskilte strenge krav til kvalitet og dokumentasjon. I.P. Huses produkter er kontrollert og godkjent av Det Norske Veritas (DNV), og arbeidet med å få produktene godkjent er kostnadskrevende. En kan derfor anta at de strenge kontrollkravene til vinsjproduksjon kan påvirke bransjen.

### *Teknologiske forhold*

Teknologiske forhold er relatert til innovasjon, forskning og utvikling, utviklingshastigheten av ny teknologi, samt teknologi som kan gi økonomiske incentiver innenfor en bransje (Hill



and Jones, 2008). Innenfor shipping og rigg er industrien i en kontinuerlig teknologisk utvikling. Som en konsekvens av dette må også dekkmaskineri om bord på fartøyene og på riggene utvikles i samme takt. Nye løsninger må utvikles som følge av at for eksempel oljeutvinning foregår på dypere farvann, og under mer krevende forhold. For vinsjeprodusentene innebærer dette blant annet utfordringer knyttet til vinsjekapasitet og manøvreringsdyktighet. Ettersom fartøyer befinner seg på stadig dypere farvann må vinsjekapasiteten økes for å kunne håndtere de stadig større kreftene de blir utsatte for, i tillegg til at manøvreringsdyktigheten må justeres opp som følge av tyngre loss og tyngre fartøyer.

I og med at Norge er et høykostland har dette ført til at den maritime næringen i Norge først og fremst kan konkurrere på kompetanse og teknologiutvikling. Den høye kompetansen har bidratt til at det maritime offshore- miljøet i Norge er av de fremste i verden når det kommer til innovasjon og teknologiske nyvinninger. Markedet i Nordsjøen har lenge vært en drivkraft for å presse frem nyvinninger innenfor teknologiske løsninger. Selv om stadig flere fartøyer bygges i Asia, har de norske verftene fremdeles en ledende posisjon i utvikling og bygging av offshorefartøy. Dette er positivt for de norske vinsjeprodusentene da disse ofte inngår avtaler med norske skipsverft for salg av sine produkter.

Det at den norske maritime næringen står sterkt i internasjonal sammenheng vil være positivt for I.P. Huse og bransjen for øvrig. Utvikling av ny teknologi vil spille en avgjørende rolle for fremtiden til bransjen, slik den har gjort for å utvikle bransjen til det den er i dag. Bedrifter fra lavkostland kan utgjøre en trussel i fremtiden dersom den maritime næringen i Norge ikke fortsetter med å være best på kompetanse og teknologiutvikling.

### **4.3 Internanalyse**

I den interne analysen vil I.P. Huses interne styrker og svakheter studeres nærmere, da disse har betydning for selskapets konkurransevne. En vanlig antagelse er at meravkastning kan komme fra en ressursfordel. Dersom bedriften har en avkastning som overstiger markedets gjennomsnittsavkastning kan dette tolkes som at bedriften innehar en eller annen ressurs som kan øke deres konkurransevne i markedet. En bedrifts konkurransevne er dermed avhengig av ressurser og kompetanse som de besitter. På lang sikt kan innovasjon være nøkkelen til virksomhetens konkurransevne og bærekraftige vekst (Jakobsen og Lien, 2001).

Ettersom internanalysen i denne utredningen primært er gjennomført ut fra offentlig informasjon blir analysen i stor grad basert på antakelser. Formålet med å bruke modellene KIKK og SVIMA er å avdekke ressurser som kan gi midlertidige eller varige strategiske fordeler.

### 4.3.1 KIKK

KIKK er et strategisk analyseverktøy som benyttes for å identifisere konkurransefortrinn en bedrift kan ha innen ulike områder, og hvilke ressurser som eventuelt ligger bak (Hill og Jones, 2008). Modellen peker på fire mulighetsområder som kan gi en bedrift en overlegen posisjon i forhold til sine konkurrenter; *kostnadsstruktur (K)*, *innovasjon (I)*, *kvalitet (K)* og *kundeorientering (K)*. Dersom I.P. Huse innehar en overlegen posisjon i en eller flere av disse områdene kan det lede til en konkurransefordel i markedet. Figur 23 (Hill og Jones, 2008) viser en oversikt over KIKK-modellen.



Figur 23 – KIKK-modellen

#### *Kostnadsstruktur*

Ved å inneha bedre kostnadsstruktur enn sine konkurrenter kan en bedrift sette ned prisen på produktene sine, og dermed potensielt kapre en større markedsandel (Hill og Jones, 2008). Dette kan føre til vekst og større avkastning for bedriften.

I.P. Huse har all produksjon samlet på ett sted, og unngår dermed utgifter tilknyttet for eksempel transport av produkter fra en produksjonsavdeling til en annen. De forskjellige produksjonshallene er samlet på ett kaiområde, og det er i tillegg kort sjøvei inn til deres

nærmeste samarbeidspartner, Rolls Royce Marine AS. Dette reduserer kostnader i produksjonen, og kostnader tilknyttet utvikling og testing av nye produkter.

En samlet lokalisering vil også virke besparende på drifts- og vedlikeholdskostnader, samt være med på å redusere administrative utgifter. En slik samling av bedriften kan også virke positivt for arbeidsmiljø og følelsen av samhørighet, som igjen kan øke produktiviteten blant de ansatte og redusere turnoveren til bedriften. I tillegg ligger bedriften i skipsleien til mange av de store rederiene, noe som gir fordeler når det gjelder levering av råvarer og levering av ferdige produkter. Lokaliseringen kan derfor tenkes å gi I.P. Huse et konkurransefortrinn når det kommer til kostnadsstruktur.

På samme tid som lokasjonen til I.P. Huse gir fordeler, har det sine klare ulemper at produksjonen foregår i Norge sett i forhold til kostnadsstrukturen. Norge er som kjent et høykostland, og det er særlig kostnader knyttet til produksjon og lønn som gir utslag. I forhold til eventuelle konkurrenter i andre land med lavere kostnadsnivå vil dette medføre en ulempe med tanke på å konkurrere på pris. I forhold til andre konkurrenter innenlands vil disse kostnadene ikke spille inn på konkurransesituasjonen.

I.P. Huse har et begrenset produktsortiment i forhold til mange av sine konkurrenter og dette kan gi fordeler med tanke på kostnadsstrukturen. Ved å spesialisere sin produksjon kan bedriften spare penger ved blant annet å begrense nødvendig antall maskiner og verktøy. Det kan også tenkes at selve produksjonen blir mer optimalisert til færre produkter som produseres, og at dette gir en konkurransefordel.

### *Innovasjon*

Innovasjon i en bedrift kan føre til utvikling av nye produkter eller til nye produksjonsmåter av et eksisterende produkt (Hill og Jones, 2008). Å utvikle og patentere et unikt produkt kan gi en bedrift et konkurransefortrinn som kan vedvare over lengre tid. Bedriften kan være eneste leverandør av produktet, og kan derfor styre prisen uten å ta hensyn til konkurrerende bedrifters prisnivå. Å effektivisere en produksjonsprosess kan føre til reduserte kostnader, som igjen fører til økt lønnsomhet i produksjonen og et fortrinn i forhold til konkurrentene.

I.P. Huse har gjennom årene utviklet flere nyvinninger innenfor vinsjeproduksjon, og disse nyvinningene har vært avgjørende for posisjonen bedriften i dag har i markedet. Dette ble presentert i figur 4 i kapittel 2.2, som viser milepæler i bedriftens produksjon. De har kunnet tilby vinsjer med stadig større kapasitet og bruksområde, og med teknologi som ikke

konkurrentene har hatt tilgang til. Innovasjonen som har preget bedriften siden oppstarten har gitt konkurransefortrinn hele veien frem til i dag. Bedriften har i samarbeid med andre aktører i den maritime næringsklyngen opparbeidet seg unik kompetanse innenfor sitt fagområde, og synergien mellom aktørene øker sjansene for nybrottsarbeid. I tillegg til å utvikle unike produkter har bedriften utmerket seg ved å ta i bruk nye produksjonsmetoder. Som eksempel her kan det trekkes frem at bedriften har tatt i bruk nye og mer avanserte sveisemetoder i sin produksjon.

I.P. Huse har et klart konkurransefortrinn innenfor utvikling av nye produkter, og det virker som om bedriften har klart å beholde den innovative evnen gjennom årene. Det virker fornuftig å anslå at bedriften vil klare å beholde denne evnen også i sitt fremtidige arbeid.

### *Kvalitet*

Hvis en bedrift leverer et produkt av bedre kvalitet kan produktet gi en høyere verdi for kunden. Hvis dette er tilfelle er kunden villig til å betale mer for produktet, noe som gir større lønnsomhet for produsenten. Å kunne levere produkter av overlegen god kvalitet kan derfor være et konkurransefortrinn (Hill og Jones, 2008).

I.P. Huses hovedsatsningsområde er kvalitet, noe som kommer frem gjennom deres bedriftsprofil som er ”solide produkter og høy kvalitet” (Hervik, Oterhals, Bergem, Johannessen, 2011). Bedriften har bygget seg opp et solid merkenavn gjennom årene, og er kjent for å ha høy kvalitet på sine produkter. Videre er I.P. Huse regnet for å være verdensledende innenfor sitt segment, og for å levere den beste kvaliteten på markedet i sine produkter. Et produkt som kan trekkes frem med overlegen kvalitet er ankerhåndteringsvinsjen SL 500. Kvaliteten på dette produktet gir I.P. Huse et unikt konkurransefortrinn i bransjen, da ingen andre aktører klarer å produsere vinsjer med tilsvarende trekraft.

Alle produktene til I.P. Huse er godkjent av Det Norske Veritas (DNV). Det at produktene er godkjent av DNV er med på å øke standarden på produktene ytterligere, da produktene må tilfredsstillende strenge krav til kvalitet og sikkerhet for å bli godkjent. Dette kan gi konkurransefortrinn på kvalitet i forhold til utenlandske produsenter som ikke må gjennom samme kvalitetskontroll.

### *Kundeorientering*

Ved å ha en overlegen evne til å identifisere og imøtekomme kundenes behov, kan bedriften opparbeide seg et konkurransefortrinn (Hill og Jones, 2008). Denne evnen har tett tilknytning til å være innovativ.

I.P. Huse er som tidligere nevnt en del av den maritime næringsklyngen i Møre og Romsdal, og følger derfor utviklingen i skipsnæringen tett. For bedriften gir dette gode muligheter til å plukke opp nye behov for utstyr på skip, og de får gjennom tett dialog med de andre aktørene innsikt i hva kundene ønsker. Dette gir I.P. Huse et konkurransefortrinn i forhold til å kartlegge kundenes behov, og i forhold til å kunne utvikle produkter som imøtekommer behovene. Deres samproduksjon med Rolls Royce Marine AS øker også sjansene for at selskapene sammen kan dekke en større del av kundens behov.

### *Oppsummering KIKK-analyse*

Følgende ressurser er notert som mulige konkurransefortrinn for I.P. Huse:

- Innovasjonsevne
- Kvalitetsnivå
- Merkenavn
- Næringstilhørighet

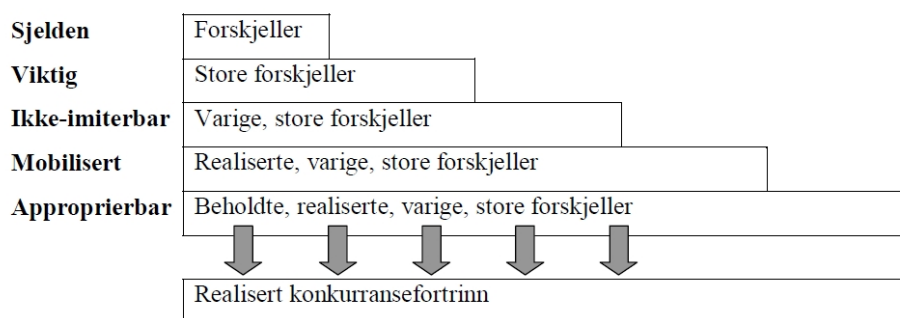
I det følgende kapittelet blir SVIMA- analysen brukt for å avgjøre hvilke av disse ressursene som kan gi realiserbare og varige konkurransefortrinn.

### 4.3.2 SVIMA

Formålet med SVIMA er å avdekke hvilke av en bedrifts ressurser som kan gi varige konkurransefortrinn, og som kan føre til at bedriften får bedre lønnsomhet enn konkurrentene (Jakobsen og Lien, 2001). I følge SVIMA er det fem kriterier som må være oppfylt for en ressurs, før en kan regne med at ressursen vil gi et varig konkurransefortrinn. Disse fem kriteriene er:

- Sjelden
- Viktig
- Ikke- imiterbar
- Mobiliserbar
- Approprierbar

Det at en ressurs er *sjelden* betyr at konkurrenter ikke har denne ressursen eller ikke har ressursen i like stor grad. Dette vil føre til at det er forskjeller mellom bedrifter, og *viktigheten* av ressursen avgjør om den reduserer bedriftens kostnader og påvirker kundenes villighet til å betale for den – om ressursen gir et økonomisk konkurransefortrinn. Hvis det viser seg at ressursen utgjør en stor forskjell er neste spørsmål om konkurrerende bedrifter kan imitere ressursen, og dermed tilegne seg samme fordel. Om dette ikke er tilfelle regnes ressursen som *ikke- imiterbar*, og den vil derfor tilføre en verdi som kan vedvare over tid. Videre vurderes det om ressursen utnyttes effektivt i organisasjonen, og om ressursen kan omdannes til økonomiske verdier. Hvis ressursen i tillegg er *approprierbar* vil verdien av ressursen bare kunne realiseres av bedriften, og fortrinnet vil ikke forsvinne til kunder eller leverandører. Om ressursen oppfyller alle disse kriteriene vil den kunne være et varig konkurransefortrinn (Jakobsen og Lien, 2001). Dette er illustrert i SVIMA-trappen i figur 24 (Jakobsen og Lien, 2001).



Figur 24 - SVIMA-trappen

For å komme nedover i trappen i figur 24 må ressursen tilfredsstillende kriteriene på trinnene, og for at ressursen skal være et varig og realisert konkurransefortrinn så må alle kriteriene være oppfylt.

Bedriftens evne til å skape konkurransefordeler er i stor grad avhengig av hvordan bedriften utnytter sine ressurser i forhold til resten av markedet. I KIKK-analysen ble det avdekket mulige konkurransefortrinn ut ifra de interne forutsetningene i selskapet. Ved å benytte SVIMA rammeverket kan en undersøke om bedriften har ressurser eller evner som kan gi varige konkurransefortrinn.

### *Innovasjonsevne*

I.P. Huses evne til å utvikle teknologiske nyvinninger kan sies å være sjelden, og historien har vist at deres innovasjonsevne har ført til god lønnsomhet for bedriften. Videre virker det som at konkurrerende bedrifter ikke klarer å være like innovative som I.P. Huse. Deres innovasjonsevner er resultat av kompetansen som finnes i bedriften, og denne ressursen lar seg ikke lett kopiere. I.P. Huse har fokus på nytenkning og har bygd opp sin posisjon gjennom å være ledende innenfor vinsjeproduksjon. Bedriften er sett på av noen som Norges beste vekstskaper (Heyerdahl, 2008) og det kan vurderes dit hen at for å skape denne veksten har bedriften utnyttet innovasjonsevnen effektivt, og at ressursen derfor er mobilisert. Videre tolkes det slik at hoveddelen av den økonomiske ekstraverdien som ressursen skaper tilfaller I.P. Huse, og at innovasjonsevnen derfor gir et varig og realiserbart konkurransefortrinn.

### *Kvalitetsnivå*

Kvaliteten på vinsjene til I.P. Huse stiller seg i en egen klasse, og er en sterk medvirkende faktor til den markedsledende posisjonen til bedriften. E. Huse, tidligere økonomisjef i I.P. Huse, har tidligere uttalt at bedriften ikke ønsker å konkurrere på pris, men på kvalitet. Kvaliteten i produktene er en sjelden ressurs som de konkurrerende vinsjeprodusentene ikke har i like stor grad. Et kvalitetsstempel påvirker kundenes oppfattelse av verdien av produktet, og medfører muligheter for høyere prissetting og økt lønnsomhet. Det kan tenkes at andre bedrifter i fremtiden klarer å oppnå samme kvalitetsnivå på sine produkter, og ressursen kan derfor vurderes til å være imiterbar. I.P. Huse er kvalitetsbevisste i sitt arbeid, og det virker som denne ressursen utnyttes effektivt i forbindelse med for eksempel markedsføring. Kvalitetsnivået gjør at I.P. Huse kan sette prisene på sine produkter høyere, og denne ekstra verdien tilfaller bedriften alene. Det kan derfor sies at denne ressursen er approprierbar.

Ressursen havner derfor i klassen som et midlertidig fortrinn, da en ikke kan avvise at kvalitetsnivået kan gjenskapes av konkurrenter en gang i fremtiden.

### *Merkenavn*

Navnet *I.P. Huse* er for mange forbundet med kvalitet og vekst. Styrken til merkenavnet henger også sammen med deres innovasjonsevner, og deres bidrag til å videreutvikle vinsjeteknologi. Det å spesialisere seg innenfor et forholdsvis begrenset segment sender også ut signaler om at bedriften innehar en spesiell kompetanse innen vinsjeproduksjon. En kan tolke det dit hen at *I.P. Huse* som merkenavn står i en særstilling som er viktig for å beholde kunder og lønnsomheten i produksjonen. Et merkenavn må skapes selv og kan derfor ikke kopieres. *I.P. Huse* investerer penger og opplæring for å beholde kompetansen i bedriften, som igjen bidrar til å bevare merkenavnet. Merverdien som kommer av et sterkt merkenavn tilfaller *I.P. Huse* og ressursen kan derfor regnes som approprierbar. Merkenavnet til *I.P. Huse* er derfor et varig konkurransefortrinn.

### *Næringstilhørighet*

*I.P. Huse* sin mulighet til å være en del av den maritime næringsklyngen gir selskapet en sjelden ressurs som ingen av konkurrentene per dags dato har. Nærheten til andre aktører gir økonomiske fordeler, men kan kopieres ved at konkurrenter får innpass i den samme næringsklyngen. *I.P. Huse* utnytter denne ressursen til det fulle gjennom sin samarbeidsavtale med *Rolls Royce Marine AS*, og gjennom tett samarbeid med andre kunder i næringsklyngen. Den ekstra verdien som skapes ved det tette samarbeidet deles nok mellom de ulike aktørene, og det kan vurderes slik at næringstilhørighet som ressurs er delvis approprierbar. Denne ressursen regnes derfor som et midlertidig fortrinn.

Figur 25 viser resultatet av SVIMA- analysen i tabellform.

	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
<b>Innovasjonsevne</b>	X	X	X	X	(X)	Varig fortrinn
<b>Kvalitetsnivå</b>	X	X		X	X	Midlertidig fortrinn
<b>Merkenavn</b>	X	X	X	X	X	Varig fortrinn
<b>Næringstilhørighet</b>	X	X		X	(X)	Midlertidig fortrinn

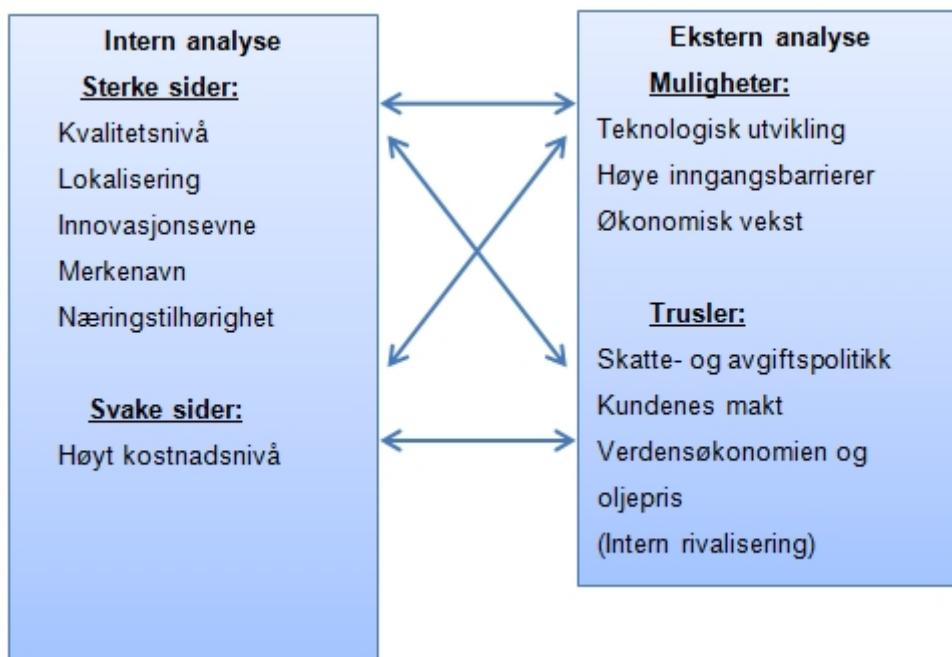
Figur 25 – Oversikt resultater fra SVIMA- analyse

I det neste kapitlet vurderes funnene fra den interne- og den eksterne analysen videre, og fremtidsutsiktene for *I.P. Huse* blir drøftet i lys av disse.



## 4.4 SWOT – Oppsummering av strategisk analyse og framtidsutsikter

Gjennom de foregående eksterne og interne analysene har det blitt avdekket mulige trusler og muligheter i omgivelsene rundt I.P. Huse, og ressurser internt i bedriften. Disse funnene danner rammeverket for SWOT-analysen, som angir bedriftens sterke (S) og svake (W) sider, samt muligheter (O) og trusler (T) som bedriften og bransjen er utsatt for. I figur 26 er disse funnene oppsummert.



Figur 26 – SWOT oppsummering

Fra bransjeanalysen ble det konkludert med at trusselen fra kundene, leverandørene og den interne rivaliseringen var moderat til høy, mens trusselen fra nyetableringer og substitutter var relativt lav. Den interne rivaliseringen blant vinsjeprodusentene for ankerhåndteringsfartøyer var størst for de vinsjeprodusentene som produserte vinsjeanlegg med en trekraft opptil 450 tonn, mens rivalisering for produsentene som leverte de aller største vinsjeanleggene hadde mindre intern rivalisering. Fra den makroøkonomiske analysen ble resultatet at det samlet sett var flere trusler mot bransjen i lavkonjunktorene enn når oljenæringen befant seg i en høykonjunktur. Dermed er det svært viktig for I.P. Huse å benytte seg av høykonjunktorene for å kunne posisjonere seg mot de dårligere tidene. Dette er noe bedriften i gjør i dag, og som vil bedre bedriftens framtidsutsikter og fremtidige lønnsomhet. En fant også ut at bransjen står overfor en rekke trusler og utfordringer som hindrer norske utstyersleverandører i å opptre konkurransedyktig sammenlignet med utenlandske aktører. En av disse er skatte- og

avgiftspolitikken. Disse områdene kan ikke I.P. Huse kontrollere, da det er opptil regjeringen å gjøre bestemmelser angående dette. Selv om regjeringen har valgt å redusere enkelte avgifter og skattesatser kommer man ikke bort ifra at Norge er et høykostland. Dette medfører høye produksjonskostnader og lønnskostnader som gir ekstra utfordringer for aktørene som har valgt å produsere vinsjer i Norge. Den totale vurderingen fra den eksterne analysen er at dersom I.P. Huse er bevisst på de truslene som eksisterer i markedet og samtidig klarer å posisjonere seg strategisk i forhold til dem, vil bedriftens framtidsutsikter være rimelig gode.

Fra den interne analysedelen ble det konkludert med at bedriften innehar to ressurser som gir varige konkurransefortrinn – merkenavn og innovasjonsevne. Kvalitetsnivå, lokalisering og næringstilhørighet er midlertidige fortrinn. Disse konkurransefortrinnene kan gi bedriften strategiske fordeler i markedet, og de kan gi bedriften superprofitt i form av langsiktig avkastning som ligger over gjennomsnittet i bransjen. Alle ressursene er svært viktige da bedriften mest sannsynlig ikke hadde hatt sin posisjon i markedet i dag uten konkurransefortrinnene som de har gitt. Hvis I.P. Huse klarer å beholde disse ressursene, er det gode muligheter for at bedriften vil oppleve vekst i fremtiden.



## Kapittel 5. Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse blir gjennomført for å kunne utarbeide seg et mer helhetlig bilde av bedriftens underliggende økonomiske forhold. Ved å gjennomføre ulike analyser av historiske regnskapstall ønsker en å opparbeide seg mer informasjon enn hva som faktisk fremkommer i regnskapstallene fra årsrapportene. Ved å gjøre dette vil en kunne bedre argumentasjonen i selve framskrivningen av fremtidige kontantstrømmer, da en har opparbeidet seg mer informasjon og forståelse av regnskapstallene. Det vil derfor være hensiktsmessig å beregne nøkkeltall knyttet til likviditet, soliditet og rentabilitet i regnskapsanalysen. Videre sammenlignes I.P. Huses regnskapstall med konkurrentene. Dette gjøres ved å beregne nøkkeltall til konkurrentene for så å sammenligne disse med I.P. Huse.

Fra teorigjennomgangen er det vurdert dit hen at det mest hensiktsmessige er å gå videre med en kontantstrømbasert verdsettelse av totalkapitalen. Dette gjør at den fundamentale verdsettelsen vil bygge på I.P. Huses fremtidige EBITDA. EBITDA står for inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger, som nevnt i kapittel 3.1.1. Med bakgrunn i beregninger av EBITDA vil det i denne utredningen være hensiktsmessig å fokusere på de regnskapselementene som inngår i EBITDA, men også regnskapselementer som kan tenkes å påvirke mine beslutninger til utarbeidelsen av den fremtidige EBITDA.

For regnskapsåret 2013 er det kun I.P. Huses årsregnskapstall som er med i analysen, da regnskapene for konkurrentene per dags dato ikke er publisert offentlig. Konkurrentene er her Karmøy Winch, Rapp Hydema og MacGregor Pusnes. Dette skyldes at årsregnskapene for 2013 ikke er blitt godkjent av hverken revisor eller generalforsamlingen. Ut fra aksjeloven § 5-5, er fristen for å godkjenne årsregnskaper satt til 30. juni 2014. På bakgrunn av at det ikke per dags dato eksisterer bransjetall for konkurrentene for året 2013, er det benyttet et gjennomsnitt for de historiske tallene i analyseperioden.

## **5.1 Rammeverk for regnskapsanalysen**

Før en begynner å utarbeide regnskapsanalysen bør man først ta hensyn til valg av analysenivå og analyseperiode. Disse faktorene kan være av avgjørende betydning for den endelige kvaliteten på regnskapsanalysen.

### **5.1.1 Analysenivå**

I.P. Huse operer i et marked med både store internasjonale selskaper og mindre selskaper. Ettersom I.P. Huse er en SMB-bedrift (små-mellomstor bedrift) velges det å analysere aksjeselskapet som helhet. Hadde I.P. Huse hatt flere forretningsområder, ville situasjonen ha vært annerledes. En ville da analysert hvert segment hver for seg for å kunne opparbeide seg en bedre forståelse for hvert område.

I denne utredningen er det valgt å fokusere på I.P. Huse AS, og ikke selve konsernstrukturen med Huse Engineering AS. Grunnen til dette valget kommer av ønsket for å analysere I.P. Huse AS som en bedrift, og med dette fokusere på I.P. Huses marked.

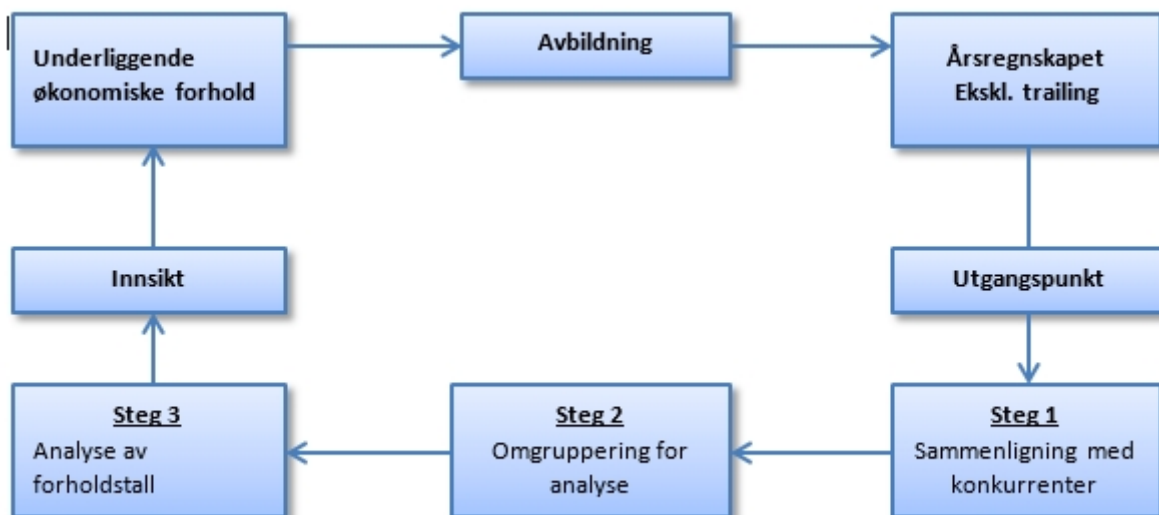
### **5.1.2 Analyseperiode**

Når man skal velge riktig analyseperiode for analysen er forhold som stabilitet, endring av karakter, samt hendelser i form av svingninger i markedet viktige faktorer. Stabile forhold og jevn utvikling taler for at en kan benytte seg av lengre analyseperioder, da en forventer at de historiske tallene representerer bedriftens utvikling på en mer rettmessig måte. Ved ustabile og turbulente forhold, som for eksempel ved oppkjøp og dermed endring av struktur og muligens forretningsområde, vil en ikke kunne benytte en lengre analyseperiode. Dette kommer av at de historiske tallene ikke vil representere en naturlig utvikling i slike tilfeller.

I.P. Huses har hatt en jevn og stabil utvikling. De har ikke endret forretningsområde siden 1983 da hovedfokuset ble rettet mot ankerhåndteringsvinsjer. Bedriften har heller ikke vært innblandet i noen form for oppkjøp gjennom tidene. I tillegg opererer I.P. Huse i en syklisk bransje, noe som underbygger at en bør benytte seg av en lengre analyseperiode. I følge Stopford (2009) bør en på grunn av den sykliske bransjen benytte seg av en analyseperiode på 15 år, eller lengre for å kunne få med syklene i bransjen. På bakgrunn av det som er blitt beskrevet er det i min analyse valgt en periode på 7 år, fra 2007 til 2013. Dette er mindre enn

Stopford (2009) sin anbefaling, men ut fra mine vurderinger vil en periode på 7 år (perioden fra 2007 til 2013) kunne gi tallmaterialer som danner grunnlaget for en analyse med bra tyngde. I tillegg vil en analyseperiode på 7 år gi et bilde av hvordan I.P. Huse og konkurrentene har gjort det gjennom finanskrisen, og får derfor med svingningene i markedet i denne perioden som følge av krisen.

Den videre oppbyggingen av regnskapsanalysen er vist i figur 27 (Knivsflå, 2012).



Figur 27 - Oppbygging av regnskapsanalysen

Steg 1 til 2 fra figur 27 blir her gjennomført for å opparbeide mer korrekte regnskapstall til bruk i steg 3.

### 5.1.3 Trailing av årsregnskap

En trailing vil si at en benytter seg av bedriftens siste tilgjengelig kvartalsrapport, for så å estimere verdiestimer for de resterende periodene i året på bakgrunn av fjorårets tall.

Ettersom I.P. Huse ikke offentliggjør sine kvartalsrapporter, siden de ikke er pliktige til å gjøre dette, blir en trailing for året 2014 vanskelig å utarbeide. Dette gjør at året 2014 blir en del av den fremtidige prognosen som blir utarbeidet i fremtidsbudsjettet i kapittel 9.

## 5.2 Presentasjon av historiske regnskap

I dette kapittelet vil en oversikt over I.P. Huses resultatregnskap blir presentert. Tallene er direkte hentet fra årsrapportene for perioden 2007 til 2013.

Gjennom hele analyseperioden er regnskapene til I.P. Huse blitt revidert av Ernst & Young. Dette kan tyde på en viss stabilitet i de rapporterte tallene. Det kan ofte forekomme uregelmessigheter tilknyttet den finansielle rapporteringen ved hyppig revisorbytte. Videre er tallene rapportert i henhold til norsk regnskapslov og god regnskapsskikk, og vil følgelig benytte denne formen i fremtiden så lenge bedriften forblir unotert på børsen.

### 5.2.1 Resultatregnskap

I tabell 1 er resultatregnskapet fra 2007 til 2013 presentert (I.P. Huse, årsrapport 2007-2013).

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>DRIFTSINNTEKTER</b>							
Salgsinntekter	658 672	1 131 943	1 246 063	1 230 083	426 465	657 926	924 539
Annen driftsinntekt	1 761	220		343	150	205	62
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>660 433</b>	<b>1 132 163</b>	<b>1 246 063</b>	<b>1 230 426</b>	<b>426 615</b>	<b>658 131</b>	<b>924 601</b>
<b>DRIFTSKOSTNADER</b>							
Beholdningsendring egentilvirkede varer	-77 181	-77 761	-4 332	102 957	-17 644	-3 023	46 680
Varekostnad	490 119	858 033	850 187	536 103	171 685	264 578	400 415
Lønnskostnad	70 336	82 311	94 284	107 144	92 971	106 166	122 384
Avskrivning	29 512	32 422	33 782	31 702	30 516	30 055	26 521
Annen driftskostnad	69 250	78 713	102 453	106 846	75 377	74 426	110 519
<b>Sum driftskostnad</b>	<b>582 036</b>	<b>973 718</b>	<b>1 076 374</b>	<b>884 753</b>	<b>352 905</b>	<b>472 153</b>	<b>706 519</b>
<b>DRIFTSRESULTAT (EBIT)</b>	<b>78 397</b>	<b>158 445</b>	<b>169 689</b>	<b>345 673</b>	<b>73 710</b>	<b>185 978</b>	<b>218 082</b>
<b>FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER</b>							
Annen finansinntekt	14 338	21 890	135 222	13 535	54 084	21 320	20 367
Annen finanskostnad	12 621	161 155	27 842	1 770	6 607	17 150	3 782
<b>Netto finansposter</b>	<b>1 717</b>	<b>-139 265</b>	<b>107 380</b>	<b>11 765</b>	<b>47 477</b>	<b>4 170</b>	<b>16 585</b>
<b>ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>	<b>80 114</b>	<b>19 180</b>	<b>277 068</b>	<b>357 438</b>	<b>121 187</b>	<b>190 148</b>	<b>234 667</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	22 735	4 374	78 467	100 006	25 389	57 855	65 731
<b>ÅRSRESULTAT</b>	<b>57 379</b>	<b>14 806</b>	<b>198 601</b>	<b>257 432</b>	<b>95 798</b>	<b>132 293</b>	<b>168 936</b>

OVERFØRINGER OG DISPONERINGER							
Utbytte		9 945	19 967	19 967	19 967	29 988	40 000
Overføring til annen egenkapital	57 379	4 861	178 634	237 465	75 831	102 305	128 936
<b>Sum disponert</b>	<b>57 379</b>	<b>14 806</b>	<b>198 601</b>	<b>257 432</b>	<b>95 798</b>	<b>132 293</b>	<b>168 936</b>

Tabell 1 - I.P. Huses resultatregnskap

Tabell 1 viser at I.P. Huse har hatt positive resultater for alle årene fra 2007 til 2013. Videre ser en at bedriften hadde de klart beste omsetningsårene i perioden fra 2008 til 2010, med en årlig omsetning på over 1 milliard.

Ved utgangen av 2013 hadde I.P. Huse et årsverk på 141, mot 138 i 2012, 130 i 2011 og 156 i 2010. De siste to årene har bedriften valgt å øke arbeidsstaben, noe som man en også ser ut fra økte lønnskostnader. I 2011 gjekk lønnskostnaden ned. Nedgangen skyldes primært en reduksjon av antall medarbeidere, og da på produksjonsnivå. I tillegg ble førtidspensjonsordningen til I.P. Huse avviklet, noe som gav en gevinst på NOK 3, 471 millioner. Denne ble presentert som en reduksjon av lønnskostnaden, og som da bidro til å få lønnskostnaden ytterligere ned for 2011.

Finanskostnadene økte betydelig i 2008, noe som skyldes et valutatap i 2008 på NOK 133, 629 millioner, mens finansinntektene i 2009 ble betydelig økt på grunn av en valutagevinst på NOK 114, 145 millioner. Dette utgjorde de største uvanlige tallene for resultatet av finanspostene i analyseperioden.

Videre har det blitt utdelt utbytte til bedriftens aksjonærer. Utbytter har variert fra år til år, og kan ikke sies å følge en fast trend. I 2013 ble det utbetalt utbytte på hele NOK 40 millioner, noe som er det høyeste utbytte som er blitt utbetalt fra bedriften noen gang.



## 5.2.2 Balansen

I tabell 2 er eiendelssiden av balansen fra 2007 til 2013 presentert (I.P. Huse, årsrapport 2007-2013).

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ANLEGGSMIDLER</b>							
<i>Immaterielle eiendeler</i>							
Utsatt skattefordel	2 780	3 681	7 941	10 992	6 687	7 234	6 709
Goodwill	-	-	-	-	-	-	-
<b>Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>2 780</b>	<b>3 681</b>	<b>7 941</b>	<b>10 992</b>	<b>6 687</b>	<b>7 234</b>	<b>6 709</b>
<i>Varige driftsmidler</i>							
Tomer, bygninger og annen fast eiendom	8 345	11 691	17 518	17 896	17 078	17 665	20 029
Produksjonshaller, maskiner og anlegg	163 958	196 199	171 687	172 154	172 907	157 788	147 779
Anlegg under utførelse	18 430	5 993	12 065	4 197	403	7 231	27 195
Driftsløsøre, inventar, verktøy	9 564	7 851	7 231	9 025	6 506	8 798	9 642
<b>Sum varige driftsmidler</b>	<b>200 297</b>	<b>221 734</b>	<b>208 501</b>	<b>203 272</b>	<b>196 894</b>	<b>191 482</b>	<b>204 645</b>
<i>Finansielle anleggsmidler</i>							
Investeringer i datterselskap	600	2 734	4 707	4 707	7 000	1 695	6 000
Investering i tilknyttet selskap	4 603	4 603	4 603	4 603	-	40 923	42 560
Investering i aksjer og andeler	1 578	2 428	3 871	49 902	26 159	26 816	27 743
<b>Sum finansielle anleggsmidler</b>	<b>6 781</b>	<b>9 765</b>	<b>13 181</b>	<b>59 212</b>	<b>33 159</b>	<b>69 434</b>	<b>76 303</b>
<b>SUM ANLEGGSMIDLER</b>	<b>209 858</b>	<b>235 180</b>	<b>229 623</b>	<b>273 476</b>	<b>236 740</b>	<b>268 150</b>	<b>287 657</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>							
Varer	232 748	333 994	312 004	180 897	211 203	205 838	155 567
<i>Fordringer</i>							
Kundefordringer	195 458	296 055	121 877	131 610	69 537	185 624	132 989
Andre fordringer	175 956	208 726	100 502	32 191	74 499	90 595	86 117
<b>Sum fordringer</b>	<b>371 414</b>	<b>504 781</b>	<b>222 379</b>	<b>163 801</b>	<b>144 036</b>	<b>276 219</b>	<b>219 106</b>
Bankinnskudd, kontanter og lignende	65 383	8 443	300 225	609 403	514 726	588 015	540 015
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>669 545</b>	<b>847 218</b>	<b>834 609</b>	<b>954 101</b>	<b>869 965</b>	<b>1 070 072</b>	<b>914 688</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>879 403</b>	<b>1 082 398</b>	<b>1 064 232</b>	<b>1 227 577</b>	<b>1 106 705</b>	<b>1 338 222</b>	<b>1 202 345</b>

Tabell 2 - I.P. Huses eiendelsbalanse

I tabell 3 er egenkapital og gjelden til I.P. Huse i årene 2007 til 2013 vist (I.P. Huse, årsrapport 2007-2013).

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>EGENKAPITAL</b>							
<i>Innskutt egenkapital</i>							
Aksjekapital	207 315	207 315	207 315	207 315	189 536	189 536	163 194
<b>Sum innskutt egenkapital</b>	<b>207 315</b>	<b>207 315</b>	<b>207 315</b>	<b>207 315</b>	<b>189 536</b>	<b>189 536</b>	<b>163 194</b>
<i>Opptjent egenkapital</i>							
Annen egenkapital	183 688	188 549	367 184	604 649	598 259	700 564	655 843
<b>Sum opptjent egenkapital</b>	<b>183 688</b>	<b>188 549</b>	<b>367 184</b>	<b>604 649</b>	<b>598 259</b>	<b>700 564</b>	<b>655 843</b>
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>391 003</b>	<b>395 864</b>	<b>574 499</b>	<b>811 964</b>	<b>787 795</b>	<b>890 100</b>	<b>819 037</b>
<b>GJELD</b>							
<i>Avsetning for forpliktelser</i>							
Pensjonsforpliktelser	2 483	3 023	3 701	1 425	953	750	171
<i>Annen langsiktig gjeld</i>							
Øvrig langsiktig gjeld	18 983	36 356	23 629	14 327	6 908	3 106	891
Gjeldsandel ansvarlige selskaper	1 283	983	423	421	683		
Gjeld kredittinstitusjoner	12	2	-				
<b>Sum annen langsiktig gjeld</b>	<b>20 278</b>	<b>37 341</b>	<b>24 052</b>	<b>14 748</b>	<b>7 591</b>	<b>3 106</b>	<b>891</b>
<i>Kortsiktig gjeld</i>							
Gjeld kredittinstitusjoner		81 110	-				
Leverandørgjeld	128 007	140 665	52 698	25 846	28 137	53 548	28 641
Betalbar skatt	21 931	4 491	81 131	103 057	18 273	54 632	64 080
Skyldig offentlige avgifter	4 893	5 531	6 570	9 472	6 082	7 328	7 685
Utbytte	-	9 945	19 967	19 967	19 967	29 988	40 000
Forskudd fra kunder	244 422	322 001	246 263	173 677	183 935	241 991	190 860
Annen kortsiktig gjeld	66 386	82 427	55 351	67 421	53 972	56 779	50 980
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>465 639</b>	<b>646 170</b>	<b>461 980</b>	<b>399 440</b>	<b>310 366</b>	<b>444 266</b>	<b>382 246</b>
<b>SUM GJELD</b>	<b>488 400</b>	<b>686 534</b>	<b>489 733</b>	<b>415 613</b>	<b>318 910</b>	<b>448 122</b>	<b>383 308</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>879 403</b>	<b>1 082 398</b>	<b>1 064 232</b>	<b>1 227 577</b>	<b>1 106 705</b>	<b>1 338 222</b>	<b>1 202 345</b>

Tabell 3 – I.P. Huses egenkapital- og gjeldsbalanse

Det mest interessante i tabell 3 er I.P. Huses kapitalnedsettelse av aksjekapitalen. Denne ble i år 2011 nedjustert fra NOK 207, 315 millioner til NOK 189, 536 millioner. For året 2013 valgte de igjen å nedjustere aksjekapitalen fra NOK 189, 536 millioner til NOK 163, 194 millioner.

I tillegg er det verdt å merke seg at bedriften har en svært lav gjeldsandel. For året 2013 var den totale gjelden til bedriften NOK 383, 308 millioner, noe som svarer til en nedgang på 14 % året før. Bedriften har også en svært lav finansiell gjeld, noe som vil påvirke fremtidsprognosene til bedriften under verdsettelsesdelen.

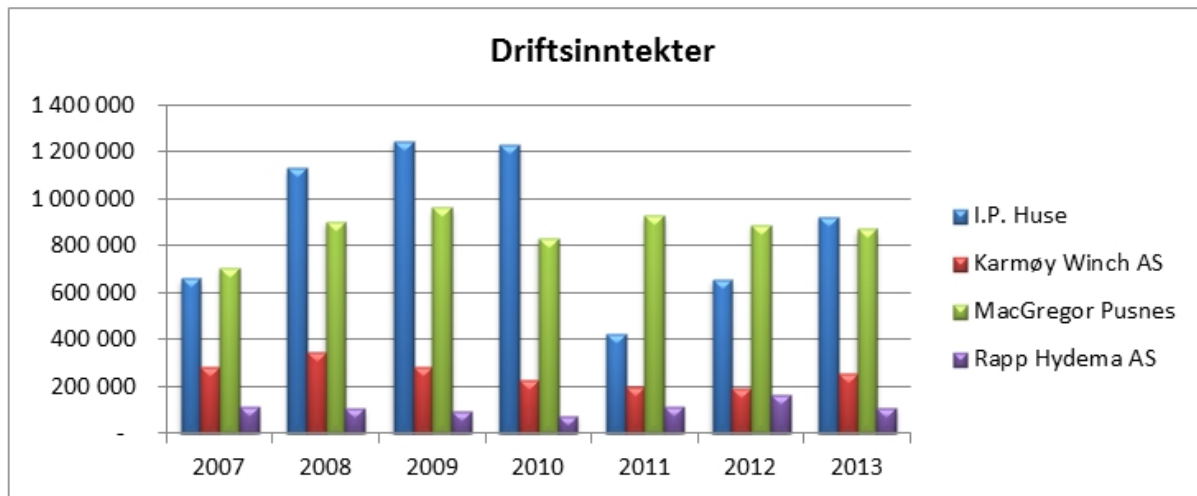
### 5.3 Sammenligning med konkurrentene

I.P. Huse operer som nevnt innenfor bransjen produksjon av løfte- og håndteringsutstyr til skip og rigger, primært til offshoreindustrien. Bedriftene *Karmøy Winch AS*, *MacGregor Pusnes AS* og *Rapp Hydema AS* er som tidligere nevnt valgt ut som de mest sammenlignbare selskapene til I.P. Huse.

To av de komparative selskapene, Rapp Hydema AS og MacGregor Pusnes AS, er begge datterselskaper av større globale konsern, henholdsvis Rapp Marine AS og Cargotec AS. Ved å ta utgangspunkt i datterselskapenes regnskaper vil dette utgjør et bedre analysegrunnlag når en skal sammenligne nøkkeltall med I.P. Huse. Dersom utgangspunktet hadde vært konsernregnskapene ville man ikke fått et fornuftig sammenligningsgrunnlag da både Rapp Marine og Cargotec har flere selskaper som opererer innenfor ulike segmenter. Utfallet hadde da blitt at man ville ha tatt med forskjellige utviklinger innad i de ulike bransjene, noe som ville ha ført til at sammenligningsgrunnlaget for nøkkeltallene ikke ville ha blitt brukbare. Karmøy Winch AS, som er det tredje sammenlignbare selskapet til I.P. Huse, er en familieeide bedrift på lik linje med I.P. Huse.

Som det ble beskrevet under kapittel 4.2.1, produserer bedriften vinsjer til ankerhåndteringsfartøyer, men også til andre fartøyer innen den maritime næringen. Dette gjør at de sammenlignbare bedriftene ikke er helt hundre prosent sammenlignbare når det kommer til markedsområdet til I.P. Huse. Årsaken til dette kommer av at I.P. Huse har en verdensledende posisjon innenfor produksjon av større vinsjer til ankerhåndteringsmarkedet. Dette har da ført til at bedrifter må kompensere for sine markedsandeler med utstyr til andre type fartøyer. På bakgrunn av de sammenlignbare bedriftene har en mer diversifisert markedsportefølje i forhold til I.P. Huse fører dette til at inntektsstrukturene samt kostnadsstrukturen til de forskjellige bedriftene skiller seg fra hverandre. Dette kan en se i figur 28 og figur 29, hvor driftsinntekter og driftskostnader til bedriftene er satt opp mot hverandre. For år 2013 er det benyttet et gjennomsnitt av de presenterte årene for konkurrentene.

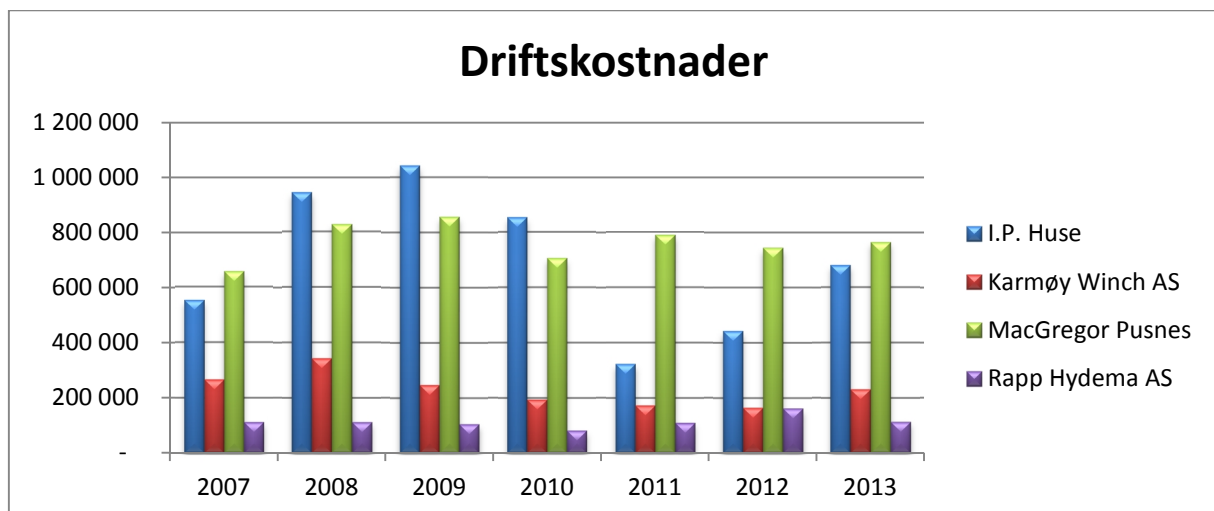
### 5.3.1 Driftsinntekter



Figur 28 - Driftsinntekter

Det første en legger merke til i figur 28 er at I.P. Huse og MacGregor Pusnes er de to bedriftene som kan svare til de høyeste driftsinntektene gjennom analyseperioden. Karmøy Winch svarer til relativt gode driftsinntekter, men stiller seg i en annen klasse sammenlignet med I.P. Huse og MacGregor Pusnes. Rapp Hydema AS er den bedriften som leverer de dårligste driftsinntektene.

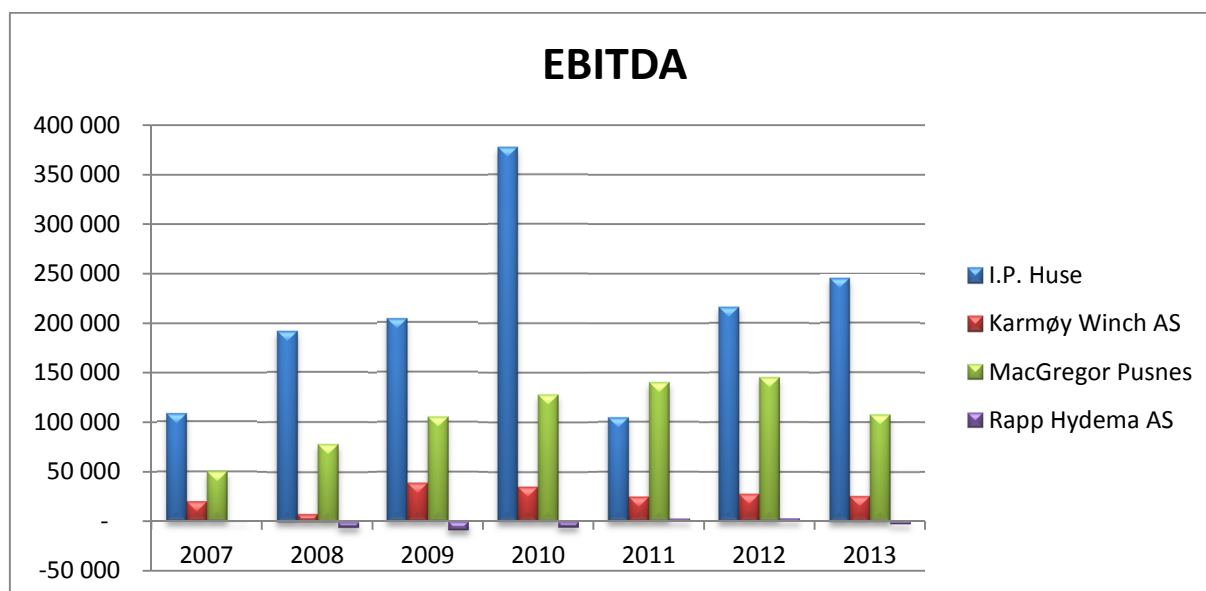
### 5.3.2 Driftskostnader



Figur 29 - Driftskostnader

Som en ser fra figur 29 er driftskostnadene nesten som et speilbilde av driftsinntektene. Dette er ikke unormalt da en forventer at kostnadene skal svinge i tak med driftsinntektene. Videre ser en at driftskostnadene i stor grad følger produksjonsnivået.

### 5.3.3 EBITDA



Figur 30 - EBITDA

I figur 30 er bedriftenes EBITDA vist. I.P. Huse leverer de høyeste tallene knyttet til dette forholdstallet gjennom perioden. For år 2010 viser I.P. Huse til et svært høyt EBITDA. Dette skyldes primært lavere varekostnader og en økning i beholdningsendringen av varer, som førte til at bedriften fikk en nedgang på 37 % av driftskostnadene sammenlignet med året før. MacGregor Pusnes leverer forholdsvis gode tall. Det samme gjør Karmøy Winch, om enn i en mindre skala. Rapp Hydema leverer i de fleste periodene negative EBITDA. Dette blir igjen gjenspeilt i deres årsresultater som er negative.

## 5.4 Omgruppering for investororientert analyse

Alle årsregnskaper, enten de er ført etter NGRS (Norsk god regnskapsskikk) eller IFRS (Internasjonale regnskapsstandarder), er utarbeidet for å ha et kreditororientert perspektiv med fokus på risiko. I denne utredningen er målet å gjøre årsregnskapet mer investororientert, og er derfor mer rettet mot bedriftens lønnsomhet. Dette gjør at en omgruppering for både resultatregnskap og balanse er nødvendig.

Når omgrupperingen er gjennomført vil en sitte igjen med et skarpere skille mellom drifts- og finansiering. Dette gjør at det blir enklere for en finansiell investor å se hvor mye han faktisk har krav på. En får også et bedre bilde av bedriftens underliggende lønnsomhet, der investor enklere får en oversikt over den merverdien som bedriften sitter igjen med ved årsslutt.

Ved omgruppering av regnskapet velges det her å benytte seg av Penman (2013) sin fremgangsmåte. Penman sin metode baserer seg på fire steg, som blir presentert og redegjort for i de påfølgende avsnittene.

#### **5.4.1 Penmans fire steg**

##### *Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte*

Etter NGRS skal utbytte trekkes ut av egenkapitalen, og føres som kortsiktig gjeld i balanse. Det vil si at utbytte er klassifisert som kortsiktig gjeld fram til utbetalingsdatoen. I en investororientert analyse omgrupperes det avsatte utbytte til egenkapital, da utbytte ikke skal bli betraktes som gjeld for eierne eller investorene.

Hadde regnskapet blitt ført etter IFRS ville en slik omgruppering ikke vært nødvendig da foreslått utbytte etter IAS 10 blir trukket ut av egenkapitalen og resultatført. Av den grunn vil det derfor ikke være behov for å justere utbytte etter IFRS sin standard.

Ettersom I.P. Huse fører etter norske regler og god regnskapsskikk, bør avsatt utbytte føres over til egenkapitalen i balansen. Det blir her forutsett at foreslått utbytte er lik utbetalt utbytte året etter. Dette fører til at det ikke oppstår estimatavvik ettersom det ikke er noen avvik mellom betalt i år og foreslått i fjor.

##### *Steg 2: Kartlegging og utregning av dirty surplus*

«Dirty surplus» oppstår som følge av at man fører inntekter og kostnader direkte mot egenkapitalen, eller at man har manglende regnskapsføring («skjult dirty surplus»). Dette er brudd på kongruensprinsippet som sier at alle kostnader og inntekter skal resultatføres (Regnskapsloven § 4-3,1. ledd). I følge 2. ledd i Regnskapsloven § 4-3 er unntaket hvis endring av regnskapsprinsipp og korrigerende av feil i tidligere årsregnskap påvirker regnskapet, eller dersom det er i samsvar med god regnskapsskikk. I en investororientert analyse anses «dirty surplus» som et resultatelement. Dette gjør at en må omgruppere «dirty surplus» fra balanseelementet til å inngå som et resultatelement.

Utregning av «dirty surplus» er vist i tabell 4.

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapital 01.01	333 624	391 003	395 864	574 499	811 964	787 795	890 100
- Egenkapital 31.12	391 003	395 864	574 499	811 964	787 795	890 100	819 037
+ Årsresultat	57 379	14 806	198 601	257 432	95 798	132 293	168 936
- Utbytte	0	9945	19967	19967	19967	29988	40000
- Kapitalnedsettelse					100000		200000
= <b>Dirty surplus</b>	-	-	-	-	-	-	-

Tabell 4 - Utregning av «dirty surplus».

Fra tabell 4 ser man at bedriften ikke har «dirty surplus» i sine rapporterte tall. I 2011 og 2012 gjennomførte bedriften en kapitalnedsettelse med pålydende verdier på NOK 100 millioner i 2011 og NOK 200 millioner i 2013. Kapitalnedsettelsen ble gjennomført ved fisjon til Seriana AS. Både I.P. Huse og Seriana AS har samme antall A- og B- aksjer, og har samme eierstruktur med tilsvarende like stemme- og eierandeler. Pålydende verdi for A- og B aksjene er i dag NOK 2 133,25 per aksje. Det er per dags dato 38 250 A-aksjer og 38 250 B-aksjer som totalt utgjør 76 500 aksjer. Gjennom kapitalnedsettelsen har bedriften fått redusert aksjekapitalen.

På bakgrunn av at I.P. Huse ikke har «dirty surplus» vil det følgelig ikke være endringer i nettoresultatet til egenkapitalen, og selvsagt ingen endringer 31.12 for regnskapsårene. På bakgrunn av dette vil det heller ikke forekomme noen endringer i årsresultatene gjennom disse årene.

### *Steg 3: Separere og identifisere normale og unormale poster i drift og finans*

Formålet med å identifisere og skille ut unormale poster er å gi et mest mulig rett bilde av bedriftens finansielle posisjon i verdsettelsen. Det er derfor viktig å identifisere et normalt driftsresultat ettersom det er dette driftsresultatet som best kan predikere den videre utviklingen.

Tidligere var det vanlig å skille mellom ordinære og ekstraordinære inntekter og kostnader. Det ble etter hvert satt strengere regler knyttet til de ekstraordinære postene da det viste seg at flere bedrifter misbrakte oppsettet med å benytte seg av disse postene. Misbruket ble mellom annet gjort ved at bedrifter førte en større andel av kostnadene som ekstraordinære, noe som resulterte i at bedriftene fikk bedret sine resultater. Det er av den grunn ønskelig å korrigere for unormale inntekter og kostnader for å få et bedre estimat for den fremtidige forventede

utviklingen. Videre er det opptil analytikeren selv å avgjøre hvilke poster som er forbigående eller hvilke poster som ikke direkte kan knyttes opptil bedriftens virksomhet.

Unormale poster er resultatposter i form av enten en gitt inntekt eller kostnad som en regner med ikke vil inntreffe i de etterfølgende periodene. Normale poster er poster som en forventer vil inntreffe periode etter periode, og man antar slike poster er varige og permanente i resultatregnskapet. Ved unormale poster er det hensiktsmessig å separere disse fra et normalresultat da man forventer at postene kan skape støy i analysen. Forekommer det støy kan det forstyrre utregningen av fremtidige estimater. Ved å justere for eventuelle unormale poster vil man kunne oppnå bedre innsikt i de faktiske underliggende økonomiske forholdene i bedriften. Man finner unormale poster ved å lese de respektive analyseårenes noter og regnskap under ett. I regnskapet til I.P. Huse er det gjort funn i unormale poster knyttet til finansposter.

Ved gjennomgang av I.P. Huses årsregnskaper ble det ikke funnet noen unormale driftsrelaterte poster av betydning. Dette kan i stor grad begrunnes med at det har vært svært få til ingen hendelser i regnskapet som har gjort at det finnes noen poster som kan klassifiseres som uregelmessige. Poster som knytter seg til unormalt finansresultat fra 2007 til 2013 er mellom annet knytt til tap og gevinst av valutaposisjoner og salg av tilvirket selskap. Disse postene trenger ikke å oppfylle kravene for ekstraordinære poster for at de skal kunne skilles ut. På bakgrunn av dette velges det å se på disse som uregelmessige og følgelig skille dem ut. Postene er å finner i tabell 5.

Etter identifisering av unormale poster, bør man videre fordele skattesatsen på finansielt resultat og driftsresultat. Det velges her først å finne unormalt finansresultat og skatten knyttet til dette resultatet. Til finanspostene settes det en skattesats på 28 %.

	<b>Unormale finansposter</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
+	Unormale finansinntekter	-		114 145	68	37 397	405	236
-	Unormale finanskostnader	-	133 629			4 971	15 000	
=	<b>Sum unormale finansposter</b>	-	-133 629	114 145	68	32 426	-14 595	236

**Tabell 5 - Unormale poster fra finansielle posisjoner.**

Den rapporterte skattekostnaden skal deles inn i normal og unormal skattekostnad, samt mellom drift og finansresultat. Dette gjøres på grunnlag av at resultatene fra drift og finans skal kunne bli belastet med sin andel av skattekostnaden. Dette blir vist i de følgende delavsnittene, der en først viser hvordan man fordeler skatt på finansinntekter og finanskostnader og deretter hvordan man beregner den driftsrelaterte skattesatsen.



Norge har hatt en bedriftsbeskatning på 28 % helt frem til 2013. Dette gjør at beskatningen blir på 28 % og ikke 27 %, som er den nye bedriftsskattesatsen i Norge fra og med 2014. Det velges her å beskatte finanskostnader og finansinntekter med 28 %, jmfør tabell 6.

Skattefordeling	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finanskostnad - normal	12 621	27 526	27 842	1 770	1 636	2 150	3 782
Finanskostnadsskatt, 28 %	3 534	7 707	7 796	496	458	602	1 059
= <b>Netto finanskostnad</b>	9 087	19 819	20 046	1 274	1 178	1 548	2 723
Finansinntekt - normal	14 338	21 890	21 077	13 467	16 687	20 915	20 131
Finansinntekt, 28 %	4 015	6 129	5 902	3 771	4 672	5 856	5 637
= <b>Netto finansinntekt</b>	10 323	15 761	15 175	9 696	12 015	15 059	14 494
Unormale finansinntekter	-	-	114 145	68	37 397	405	236
Unormale finanskostnader	-	133 629	-	-	4 971	15 000	-
= <b>Unormalt finansresultat før skatt</b>	-	-133 629	114 145	68	32 426	-14 595	236
Unormalt finansresultat, 28 %	-	-37 416	31 961	19	9 079	-4 087	66
= <b>Netto unormalt finansresultat</b>	-	-96 213	82 184	49	23 347	-10 508	170

Tabell 6 - Skattefordeling på finansielle poster

Driftsskattesatsen (DRS) er skatt på de driftsrelaterte postene. Den driftsrelaterte skattesatsen finner en ved å benytte seg av følgende formel:

$$dss = \frac{SK - 0,28 * (FR + UFR)}{DR + UDR}$$

SK	= Rapportert skattekostnad	FR	= Normalt finansresultat (=FI-FK)
UFR	= Unormalt finansresultat (=UFI-UFK)	DR	= Normalt driftsresultat (=DI-DK)
UDR	= Unormalt driftsresultat (=UDI-UDK)	dss	= Driftsskattesats

Det ble som nevnt ikke unormale poster knyttet til driftsresultatene. Dette gjør at posten UDR ikke inngår i beregningen av driftsrelatert skattesats i tabell 7.

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
+ Normal skattekostnad	22 735	4 374	78 467	100 006	25 389	57 855	65 731
+ Skatt på finanskostnad	3 534	7 707	7 796	496	458	602	1 059
- Skatt på finansinntekt	4 015	6 129	5 902	3 771	4 672	5 856	5 637
- Skatt unormalt finansresultat	-	-37 416	31 961	19	9 079	-4 087	66
= <b>Driftsrelatert skatt</b>	<b>22 254</b>	<b>43 368</b>	<b>48 401</b>	<b>96 712</b>	<b>12 095</b>	<b>48 514</b>	<b>61 087</b>
Driftsresultat i årsresultatet	78 397	158 445	169 689	345 673	73 710	185 978	218 082
= <b>Driftsrelatert skattesats</b>	<b>28,39 %</b>	<b>27,37 %</b>	<b>28,52 %</b>	<b>27,98 %</b>	<b>16,41 %</b>	<b>26,09 %</b>	<b>28,01 %</b>

Tabell 7 - Årlig skattesats fra bedriften

Som man ser fra tabell 7 varierer driftsskattesatsen noe fra 16,41 % til 28,39 %. Benytter man seg av de utregnede skattesatsene til driften, kan man beregne den normaliserte

driftsskattesatsen (ndrs). Denne finner en ved å ta gjennomsnittet av skattesatsene over perioden 2007 til 2013. Denne blir 26,11 %. Benytter en seg av medianen, får man et snitt på 27,98 %. Som en ser fra disse to beregningene så er forskjellen mellom gjennomsnittet og medianen relativ små. På bakgrunn av de små forskjellene velges det i denne utredningen å benytte seg av medianen på 27,98 %. Denne tilsvarer også den historiske effektive skattesatsen. En kan nå fordele skattekostnaden på henholdsvis drift og finans, som vist i tabell 8.

	ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Normal skattekostnad	22 735	4 374	78 467	100 006	25 389	57 855	65 731
-	Skatt på finansinntekt	4 015	6 129	5 902	3 771	4 672	5 856	5 637
+	Skatt på finanskostnad	3 534	7 707	7 796	496	458	602	1 059
=	<b>Skatt på driftsresultat</b>	<b>22 254</b>	<b>5 952</b>	<b>80 361</b>	<b>96 731</b>	<b>21 175</b>	<b>52 601</b>	<b>61 153</b>

Tabell 8 - Fordeling av årlig skattekostnad

#### *Steg 4: Skille driftsrelaterte- og finansrelaterte poster*

Det siste steget er ifølge Penman (2013) å skille mellom drift og finansiering. For en investor er det viktig å vite hvor lønnsom driften til en bedrift er, samt å vite hvor mye finansieringen koster. Ved å sette klare skiller for drifts- og finansieringsposter i resultatregnskapet samt for balansen vil en oppnå en mer investororientert analyse da fokuset blir rettet mot verdiskapningen.

Når man skal verdsette bedriften er det viktig å vise hva som er driftsrelatert og hva som er finansielt, da finansielle eiendeler verdsettes på en annen måte enn de driftsrelaterte. Ved verdsettelsen ønsker en å verdsette de driftsrelaterte eiendelene ved å prognostisere og neddiskontere fremtidig inntjening, og deretter legge til markedsverdien av de finansielle eiendelene. Markedsverdien til de finansielle eiendelene er som regel lik de bokførte verdiene (Gjesdal, 2007). Etter en omgruppering er det viktig at det er samsvar mellom balansen og regnskapet. Det vil si at det som er finansielt eller driftsrelatert i balansen må være det samme i regnskapet, og omvendt.

### **5.4.2 Omgruppert resultatregnskap**

I tabell 9 vises det omgrupperte resultatregnskapet for I.P. Huse. Her får en som forklart tidligere et skarpere skille mellom driftsrelaterte- og finansrelaterte poster.

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	660 433	1 132 163	1 246 063	1 230 426	426 615	658 131	924 601
- Driftskostnader	582 036	973 718	1 076 374	884 753	352 905	472 153	706 519
= <b>Driftsresultat</b>	78 397	158 445	169 689	345 673	73 710	185 978	218 082
- Driftsrelatert skatt	22 254	43 368	48 401	96 712	12 095	56 705	61 087
= <b>Netto driftsresultat</b>	56 143	115 077	121 288	248 961	61 615	129 273	156 995
+ Netto finansinntekt	10 323	15 761	15 175	9 696	12 015	15 059	14 494
= <b>Nettores. sysselsatt kapital</b>	66 466	130 838	136 464	258 657	73 629	144 332	171 489
- Netto finanskostnad	9 087	19 819	20 046	1 274	1 178	1 548	2 723
= <b>Nettores. til egenkapital</b>	57 379	111 019	116 418	257 383	72 451	142 784	168 766
+ Unormalt netto finansres.	-	-96 213	82 184	49	23 347	-10 508	170
= <b>Fullstendig resultat egenkapital</b>	57 379	14 806	198 602	257 432	95 798	132 276	168 936
Endring i egenkapital (fisjon)					-100 000		-200 000
- Avsatt utbytte			9 945	19 967	19 967	19 967	29 988
= <b>Endring egenkapitalen</b>	57 379	14 806	188 657	237 465	-24 169	112 309	-61 052

Tabell 9 - Omgruppert resultatregnskap 2007-2013.

Som en ser fra tabell 9 svarer «endring i egenkapitalen» til posten «overføring til annen egenkapital» i tabell 1. Det er denne summen som blir overført til bedriftens egenkapital. Det avsatte utbytte fra tabell 1 går til bedriftens aksjonærer, og bidrar ikke til økt egenkapital.

### 5.4.3 Omgruppert balanse

Når man skal omgruppere balansen kan man ifølge Penman (2013) velge å benytte en omgruppering som er rettet mot total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Den siste tiden har det blitt økt fokus på sysselsatt kapital. På grunnlag av dette velges det å omgruppere balansen med hensyn til sysselsatt kapital, i tillegg til å omgruppere balansen med fokus på total kapitalen.

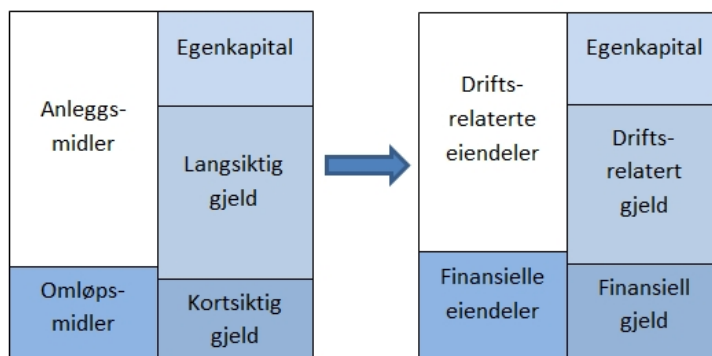
Videre bør den omgrupperte balansen grupperes i driftseiendeler og finansielle eiendeler, samt egenkapital, driftsgjeld og finansiell gjeld. Driftsrelatert langsiktig- og kortsiktig gjeld er ikke rentebærende gjeld, det vil si at disse er en rentefri gjeld. Finansiell langsiktig- og kortsiktig gjeld er rentebærende gjeld. Ut fra regnskapstallene er det ikke registrert at I.P. Huse har hatt kortsiktig finansiell gjeld i analyseperioden.

#### *Omgruppert balanse til total kapital*

Gjennom omgruppering til total kapitalen blir de ulike postene i balansen gruppert ut fra om de er drifts- eller finansrelaterte. Figur 31 viser hvordan omgrupperingen gjøres.

Eiendelssiden omgrupperes til driftsrelaterte- og finansrelaterte eiendeler som tidligere var

anleggs- og omløpsmidler. Gjeldspostene som tidligere var inndelt etter tidslengde, blir her omgruppert på tilsvarende måte, det vil si til driftsrelatert- og finansrelatert gjeld.



Figur 31 - Omgruppering til totalkapital

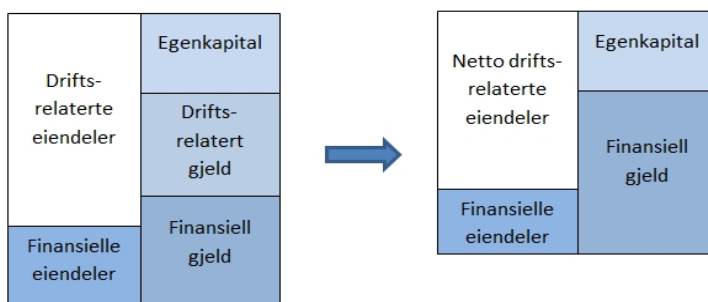
I tabell 10 vises den omgrupperte balansen til totalkapital.

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsrelaterte eiendeler	807 239	1 064 190	750 825	558 962	558 820	680 773	586 027
+ Finansrelaterte eiendeler	72 164	18 208	313 406	668 615	547 885	657 449	616 318
= <b>Sum eiendeler</b>	<b>879 403</b>	<b>1 082 398</b>	<b>1 064 231</b>	<b>1 227 577</b>	<b>1 106 705</b>	<b>1 338 222</b>	<b>1 202 345</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>391 003</b>	<b>405 809</b>	<b>594 466</b>	<b>831 931</b>	<b>807 762</b>	<b>920 088</b>	<b>859 037</b>
+ Driftsrelatert gjeld	465 639	555 115	442 013	379 473	290 399	414 278	342 246
+ Finansiell gjeld	22 761	121 474	27 753	16 173	8 544	3 856	1 062
= <b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>879 403</b>	<b>1 082 398</b>	<b>1 064 232</b>	<b>1 227 577</b>	<b>1 106 705</b>	<b>1 338 222</b>	<b>1 202 345</b>

Tabell 10 - Omgruppert balanse til totalkapital

### Omgruppert balanse til sysselsattkapital

Sysselsatt kapital er summen av egenkapital og finansiell gjeld. Når en omgrupperer til sysselsattkapital vil totalsummen i balansen minke. Dette kommer av at driftsrelatert gjeld blir trukket ut fra egenkapital/gjeldssiden, og man får posten «netto driftsrelaterte eiendeler». Denne posten tilsvarer da driftsrelaterte eiendeler fratrukket driftsrelatert gjeld. Dette er vist i figur 32.



Figur 32 - Omgruppering til sysselsattkapital

Tabell 11 viser omgruppert balanse til sysselsatt kapital.

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>EIENDELER</b>							
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	203 077	225 415	216 442	214 264	203 581	198 716	211 354
+ Netto driftsrelaterte omløpsmidler	138 523	283 660	92 370	-34 775	64 840	67 779	32 427
= <b>Netto driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>341 600</b>	<b>509 075</b>	<b>308 812</b>	<b>179 489</b>	<b>268 421</b>	<b>266 495</b>	<b>243 781</b>
+ Finansielle eiendeler	72 164	18 208	313 406	668 615	547 885	657 449	616 318
= <b>Sum sysselsatte eiendeler</b>	<b>413 764</b>	<b>527 283</b>	<b>622 218</b>	<b>848 104</b>	<b>816 306</b>	<b>923 944</b>	<b>860 099</b>
<b>GJELD OG EGENKAPITAL</b>							
Sum egenkapital	<b>391 003</b>	<b>405 809</b>	<b>594 466</b>	<b>831 931</b>	<b>807 762</b>	<b>920 088</b>	<b>859 037</b>
Finansiell langsiktig gjeld	22 761	121 474	27 753	16 173	8 544	3 856	1 062
= <b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>22 761</b>	<b>121 474</b>	<b>27 753</b>	<b>16 173</b>	<b>8 544</b>	<b>3 856</b>	<b>1 062</b>
= <b>Sum sysselsatt kapital</b>	<b>413 764</b>	<b>527 283</b>	<b>622 219</b>	<b>848 104</b>	<b>816 306</b>	<b>923 944</b>	<b>860 099</b>

Tabell 11 - Omgruppert balanse til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er her totalkapital fratrukket rentefri gjeld (driftsrelatert gjeld). Som en kan se fra tabell 11 er sysselsatt kapital lavere enn totalsummen i balansen, jamfør tabell 10. Dette kommer som nevnt tidligere av at driftsrelatert gjeld er trukket ut fra egenkapital/gjeldssiden. En nærmere beskrivelse for de valgte inndelingene for postene er å finne i appendiks C.

## 5.5 Analyse og justering av målefeil

Det vil i enkelte tilfeller være behov for justeringer når målefeil oppstår, det vil si når rapporterte tall ikke reflekterer den virkelige verdien. Ut fra Kjell Knivsfå sine notater (Knivsfå 2012) finnes det hovedsakelig tre hovedkilder til målefeil:

- Type 1 målefeil – Målefeil grunnet avvik mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi
- Type 2 målefeil – Målefeil mellom god regnskapsskikk og korrekt historisk kost
- Type 3 målefeil – Målefeil mellom god regnskapsføring og rapportering

Eventuelle målefeil som er relatert til de to første typene blir ofte omtalt som «akseptable målefeil», da de kommer fra valg av god regnskapsskikk. Den siste målefeilen – type 3, er ulovlig da den ikke samsvarer med god regnskapsskikk.

Da utgangspunktet i denne utredningen bare er ferdig utarbeidde regnskaper, medfører dette at uthenting av informasjon fra regnskapene blir begrenset ettersom det bare er notene som

utdyper hvordan utregningen og oppsettet av diverse poster er utførte. Som en konsekvens av dette blir det vanskelig å kunne si noe mer om regnskapene enn det som foreligger fra de publiserte tallene og i fra notene. Dette gjør at det velges bare å kommentere ulike plasseringer i regnskapet der åpenbare målefeil kan oppstå.

### *Type 1 målefeil*

Denne målefeilen kan oppstå som følge av regnskapsføring til historisk kost i NGRS. I følge regnskapsloven § 4-1, ledd 1 skal det jamfør transaksjonsprinsippet regnskapsføre transaksjoner til verdien av vederlaget på transaksjonstidspunktet, det vil si til virkelig verdi. Dette gjør at enkelte poster kan bli ført til en høyere verdi enn det de i utgangspunktet skulle ha vært.

### *Type 2 målefeil*

Den vanligste årsaken for denne målefeilen kommer av ukritisk bruk av lineære avskrivninger og direkte kostnadsføringer av anleggsmidler. Under denne kategorien finner vi blant annet varige driftsmidler, immaterielle eiendeler og investeringer i tilknyttede selskaper.

Det står skrevet i regnskapsloven § 5-3, 2 og 3 ledd at anleggsmidler (varige driftsmidler og immaterielle eiendeler) skal avskrives over en fornuftig avskrivningsplan, og ved varig verdifall skal verdien av disse nedskrives til virkelig verdi. Driftsrelaterte anleggsmidler for I.P. Huse består av blant annet tomter, adm. bygg samt produksjonshaller, maskiner og anlegg, og står følgelig som en stor post for de varige driftsmidlene.

I.P. Huse avskriver disse postene lineært over en periode mellom 5 til 33 år, avhengig av deres økonomiske levetid. Det er ikke rapportert om nedskrivninger av disse postene i analyseperioden. Dette kommer nok av at det sjeldent er snakk om verdifall på disse anleggene. Lineære avskrivninger kan være grunnlag for type 2 målefeil ettersom lineære avskrivninger kan avvike fra en korrekt historisk kost. Det er vanskelig å kunne korrigere for eventuelle feil av denne type avskrivningsmetode, noe som gjør at det ikke velges å gå nærmere inn på dette.

### *Type 3 målefeil*

Denne målefeilen oppstår som følge av at man får et avvik mellom god regnskapsføring og det regnskapet som er rapportert. Den bakenforliggende faktoren til dette kommer som oftest

av et ønske for å fremføre regnskapet annerledes enn det faktisk er. Dette gjør at denne type målefeil ofte går under benevnelsen «kreativ regnskapsføring».

Årsregnskapene til I.P. Huse er som nevnt tidligere revidert av Ernst & Young. Av revisjonsberetningene fra Ernst & Young er årsregnskapene samt kontantstrømmer for regnskapsårene ført etter regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge. På bakgrunn av dette antar det at kreativ regnskapsføring ikke har forekommet. Dette gjør at en videre undersøkelse av denne type målefeil ikke er nødvendig.

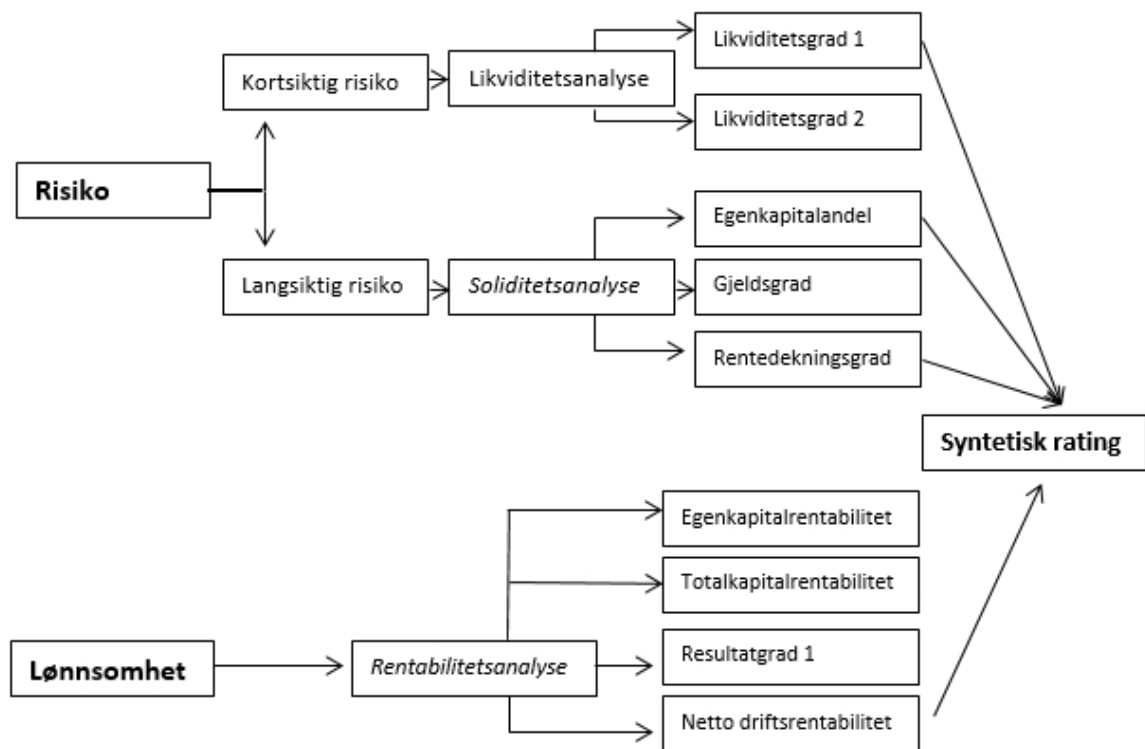
## **5.6 Rammeverk for forholdstallanalyse**

I de neste kapitlene er målet å sette søkelyset på bedriftens historiske prestasjoner og målinger knyttet til disse. Dette gjøres ved å vurdere ulike forholdstall for I.P. Huse og bransjen. En nærmere forklaring til oppdelingen kommer under figur 33.

Ved fremstilling av forholdstallsanalysens vil det bli benyttet ordinære regnskapstall, slik de fremstår i årsrapportene. Grunnen til dette er at uthenting av regnskapstallene til konkurrentene er hentet fra proff.no sine nettsider. For å kunne få et så bra sammenligningsgrunnlag som mulig er det derfor naturlig å benytte de ordinære regnskapstallene til I.P. Huse også.

Som en vil se ut fra de ulike nøkkeltallene skiller I.P. Huse seg fra konkurrentene. Dette bekrefter antakelsen om at det er få til ingen bedrifter som kan sammenlignes med I.P. Huses unike posisjon.

Figur 33 viser oversikten over forholdstallsanalysen. Som figuren viser vil enkelte av analysene benyttes i en syntetisk rating (kapittel 8.2) som vil oppsummere I.P. Huses risiko.



Figur 33 – Oversikt over forholdstallsanalyse

Oppdeling av de neste 3 kapitlene er som følger:

I kapittel 6 vil det bli gjennomført en analyse av risiko der likviditeten og soliditeten blir vurdert, jamfør figur 33. Her ønsker en å belyse i hvilken grad I.P. Huse klarer å innfri sine løpende forpliktelser. I kapittel 7 blir det tatt for seg beregning av I.P. Huses historiske avkastningskrav. Her vil en også estimere en beta-verdi for I.P. Huse. I kapittel 8 som er det siste kapittelet knyttet til forholdstallsanalysen blir det foretatt ulike analyser av bedriftens lønnsomhet. Denne blir gjennomført ved å ta for seg ulike rentabilitetsanalyser. I tillegg vil det også bli vurdert om bedriften gjennom analyseperioden har oppnådd superrentabilitet. Det hele avsluttes med å gjennomføre en syntetisk rating som oppsummerer risikoen til I.P. Huse.





## **Kapittel 6. Risikoanalyse**

En bedrifts risiko består av to komponenter, en systematisk risiko og en usystematisk risiko. Til sammen utgjør disse bedriftens totalrisiko, og er summen av alle prosjekter og investeringer som en bedrift har utført. Den systematiske risikoen uttrykker markedsrisikoen. Denne kan karakteriseres som den risikoen alle bedrifter er utsatte for i større eller mindre grad, og eksisterer naturlig i markedet. Risiko knyttet til denne er konjunkturer, oljepris, rentenivå, samt samfunns- og internasjonale forhold. Slike markedsrisikoer er ikke mulig for en investor å diversifisere bort. Den usystematiske risikoen uttrykker selskapsrisikoen. Denne er i motsetning til den systematiske risikoen spesielt forbundet med bedriften, og innebærer at bedriftens aksjekurs svinger i samsvar med bedriftens inntjening og aktiviteter. Dette er da risiko som er fullt mulig å diversifisere bort for en investor ved å spre investeringer på ulike aksjer eller kontrakter (Bodie, Kane og Marcus, 2011).

Det velges her å analysere I.P. Huse kredittrisiko gjennom en likviditetsanalyse (kortsiktig risiko) og en soliditetsanalyse (langsiktig risiko). De andre forholdstallene tilknyttet rentabilitet blir presentert i kapittel 8.

### **6.1 Likviditetsanalyse**

I en likviditetsanalyse analyseres den kortsiktige risikoen knyttet til kreditt for bedriften, og viser bedriftens evne til å kunne betale de kortsiktige kravene som etter hvert forfaller til betaling. Formålet med likviditetsanalysen blir dermed å kunne kartlegge om I.P. Huse har nok likvider til å dekke krav som etter hvert kommer inn. Hvis bedriften har dårlig likviditet kan dette resultere i at bedriften får problemer med å betjene gjelden, og i verste fall kan dette lede til konkurs.

Likviditetsanalysen kan deles opp i likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2, og disse begrepene presenteres videre i de neste avsnittene.

### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 illustrerer forholdet mellom omløpsmidler (OM) og den kortsiktige gjelden (KG), og analyserer hvor mye likvide midler bedriften har på kort sikt i forhold til de kortsiktige forpliktelsene.

$$LG1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

Forklaring av formlenes forkortelser:

OM = Omløpsmidler

DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler

KG = Kortsiktig gjeld

FOM = Finansiell omløpsmidler

KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = Kortsiktig finansiell gjeld

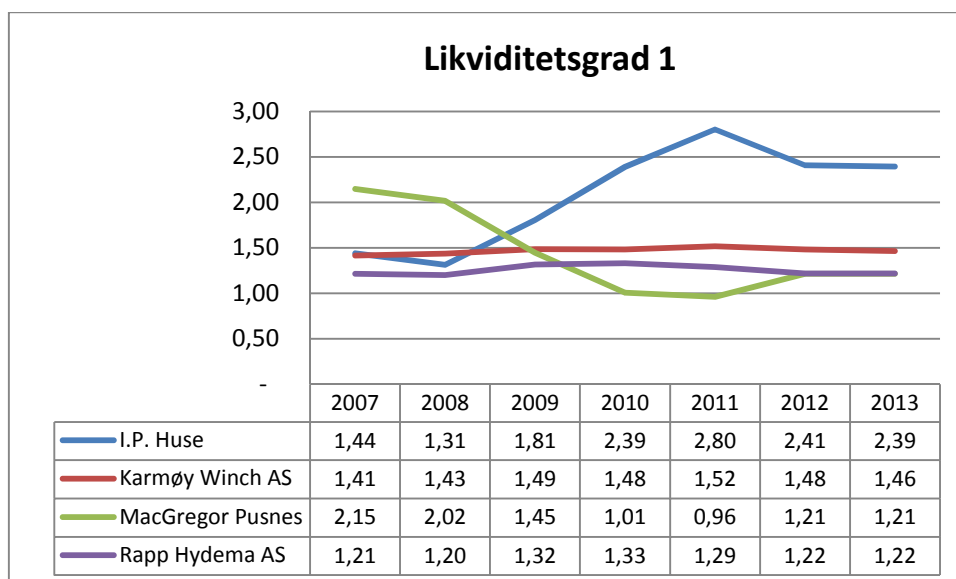
### 6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 skiller seg fra likviditetsgrad 1 ved at denne fokuserer kun på de finansielle omløpsmidlene (FOM). De finansielle omløpsmidlene divideres på den kortsiktige gjelden, og analyserer i hvor stor grad de finansielle omløpsmidlene alene kan dekke den kortsiktige gjelden.

$$LG2 = \frac{FOM}{KG} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør ligge i intervallet 1,5-2 for at denne kan kalles som god. Det vil si at dersom likviditetsgrad 1 ligger under 1 kan dette bety at bedriften ikke har nok likvide midler til å kunne dekke den kortsiktige gjelden. For likviditetsgrad 2 bør denne ligge i intervallet 1,1-1,4 for at likviditeten skal betraktes som god. Dersom den finansielle likviditeten ligger under 0,7 har bedriften for lav finansielle omløpsmidler til å kunne dekke den kortsiktige gjelden (Proff forvalt, Likviditetsgrad, 2014).

Figur 34 viser likviditetsgrad 1 for I.P. Huse og konkurrentene.

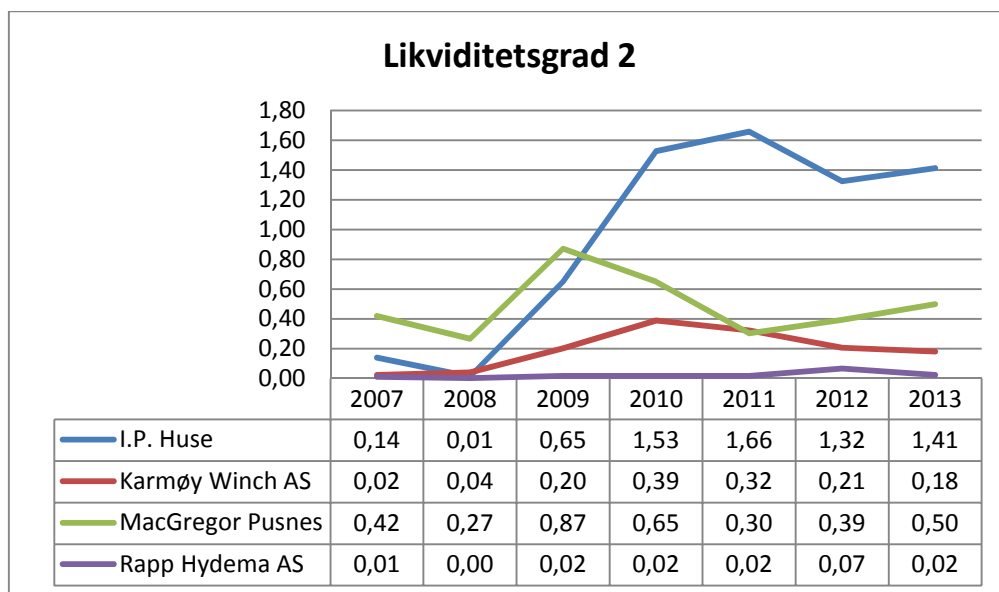


Figur 34 - Likviditetsgrad 1

Som figur 34 viser, har likviditetsgrad 1 for I.P. Huse økt fra 2007 til 2011. I 2012 og 2013 hadde den derimot en negativ utvikling. For konkurrentene har både Karmøy Winch og Rapp Hydema hatt en stabil likviditetsgrad, mens MacGregor Pusnes har hatt en negativ utvikling gjennom perioden sett bort fra de to siste årene. Ut fra tommelfingerregelen tilsvarer dette at I.P. Huse har hatt en god likviditet, der bedriftens omløpsmidler i stor grad klarer å dekke de kortsiktige forpliktelsene. For konkurrentene er likviditeten tilfredsstillende, noe som vil si at de har nok likvide midler til å kunne dekke den kortsiktige gjelden som forfaller innen ett år.

Den negative utviklingen for de to siste årene er større for I.P. Huse, enn konkurrentene. Den negative trenden kan komme av at likviditetsrisikoen i bransjen øker, noe som kommer av nedgangskonjunkturen i markedet. For I.P. Huse spesielt, opplevde de at ankerhåndteringsmarkedet falt drastisk i 2011. I tillegg har leverandørgjelden, samt forskudd fra kunder, økt vesentlig de siste par årene, noe som har ført til et fall i likviditeten. Forskudd fra kundene kan ikke betraktes som negativt for I.P. Huse på sikt, da dette er goder som tilfalle dem når varene blir levert. For konkurrentene har den negative trenden vært mindre, noe som trolig kommer av at de har en mer diversifisert produksjon enn I.P. Huse.

Figur 35 viser likviditetsgrad 2 for I.P. Huse og konkurrentene.



Figur 35 - Utvikling i likviditetsgrad 2

I likhet med likviditetsgrad 1 har likviditetsgrad 2 vært preget av en negativ trend de siste årene, og da spesielt for I.P. Huse. Figur 35 viser at det likevel ved utgangen av 2013 var en positiv utvikling for I.P. Huse og MacGregor Pusnes. Det at den finansielle likviditeten er generelt lavere både for I.P. Huse og konkurrentene kommer av at de driftsrelaterte omløpsmidlene er tatt ut, og man står igjen med de mest likvide (finansielle) omløpsmidlene. Som man ser av figur 35 er den finansielle likviditeten bedre for I.P. Huse sammenlignet med konkurrentene. Av konkurrentene er det spesielt Rapp Hydema AS som leverer de desidert dårligste forholdstallene. Totalt sett forteller likviditetsgrad 2 at konkurrentene har mindre tilgang til kontanter og overskuddslikviditet enn I.P. Huse. De fire siste årene tilsvarer en god finansiell likviditet for I.P. Huse jamfør tommelfingerregelen.

Totalt sett kan det konkluderes med at verdiene for likviditetsgrad 1 og 2 er meget gode, og dette gjør at risikoen knyttet til I.P. Huses kortsiktige forpliktelser er minimal.

## 6.2 Soliditetsanalyse

Formålet med å analysere soliditeten er å avdekke i hvor stor grad I.P. Huse innehar evnen til å tåle eller stå imot fremtidig tap. Eventuelle underskudd i en bedrift blir ført mot egenkapitalen. Dette gjør at en høy egenkapital reduserer risikoen for konkurs. En bedrifts evne til å kunne takle fremtidig tap kan derfor beregnes ut fra hvor stor andel av bedriften som

er finansiert gjennom egenkapital. For å gjennomføre soliditetsanalysen velges det her å benytte forholdstallene egenkapitalprosent, gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

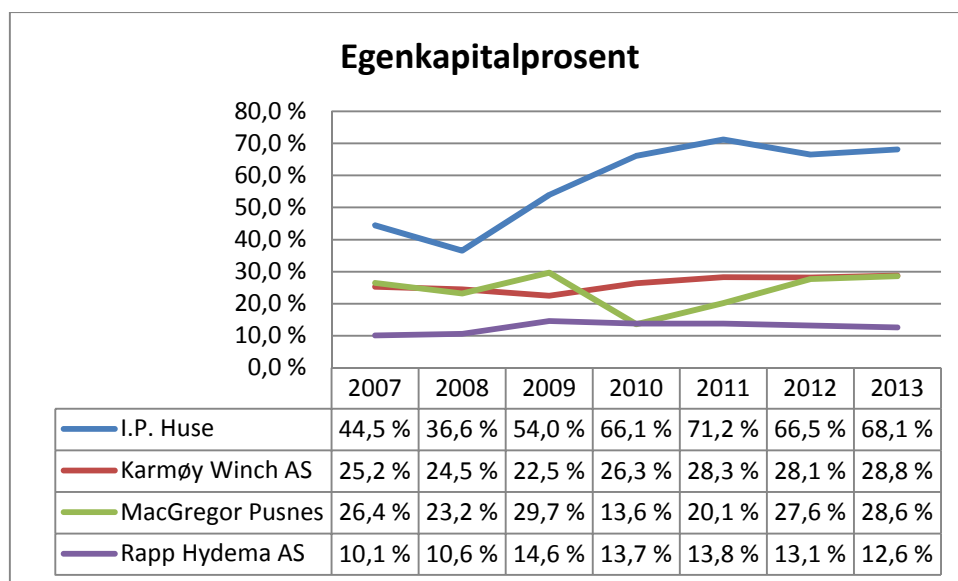
### 6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten ser på forholdet mellom egenkapitalen og totalkapitalen. Denne kan betraktes som en buffer mot dårligere perioder, og gir en indikasjon på hvor stor grad bedriften kan stå i mot fremtidig tap. Egenkapitalprosenten finner en ved å benytte seg av følgende formel:

$$Ekp = \frac{EK}{TK}$$

TK = Totalkapital (EK + GJ)                      EK = Egenkapital

Egenkapitalen fungerer som nevnt ovenfor som en buffer mot dårligere tider da eventuelle tap kan føres mot egenkapitalen. Det vil si at jo høyere egenkapital desto bedre er kreditorene beskyttet. En egenkapitalprosent på 30 karakteriseres som bra for de fleste bedrifter, mens en prosentsats under 10 sees på som meget lav. Dersom bedrifter har en egenkapitalandel på 10 % eller mindre, har aksjeselskaper i følge aksjeloven (§8-1, 2.ledd) ikke lov å dele ut utbytte. Figur 36 viser hvordan egenkapitalprosenten har variert fra 2007 til 2013.



Figur 36 - Utvikling i egenkapitalprosent

Egenkapitalandelen til I.P. Huse har fra 2007 til 2011 økt fra 44 % til hele 71 %, og deretter blitt redusert til 68 % i 2013. Totalt sett er dette en svært tilfredsstillende egenkapitalandel. En må også ta i betraktning at for årene 2011 og 2013 reduserte bedriften aksjekapitalen, noe som medførte at egenkapitalen sank. I tillegg betaler bedriften noe utbytte, som også reduserer egenkapitalen.

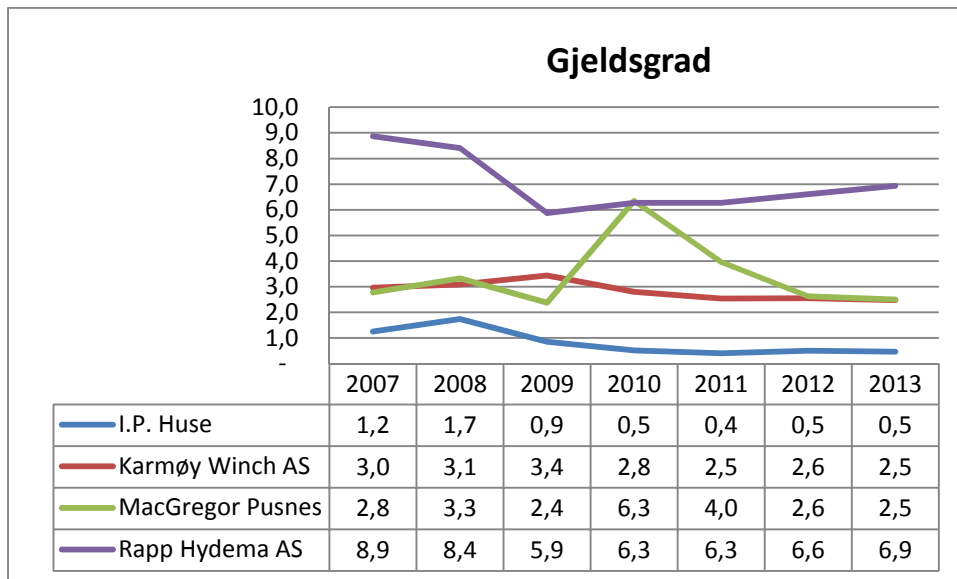
Sammenligner man egenkapitalandelen med konkurrentene ser en at de har en betraktelig lavere andel. Dette indikerer at I.P. Huse stiller seg i en unik posisjon økonomisk i forhold til konkurrentene. I.P. Huse har med andre ord funnet seg en god og lønnsom nisje. Dette ble beskrevet under den eksterne og interne analysen i kapittel 4. Den høye egenkapitalandelen forteller at I.P. Huse står ovenfor en minimal kredittrisiko i markedet, og de er dermed svært godt rustet til å stå imot fremtidige dårlige perioder. Egenkapitalprosenten gir et uttrykk for suksessen som I.P. Huse har opplevd de siste årene, og for posisjonen de har klart å etablere i markedet.

### **6.2.2 Gjeldsgrad**

Gjeldsgraden viser forholdet mellom gjeld og egenkapital, og gir et blikk på hvordan bedriften er finansiert. Gjeldsgraden finner man ut fra følgende formel.

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

En lav gjeldsandel er positiv for bedriften da dette indikerer en høyere egenkapitalandel, som igjen gjør bedriften bedre rustet for dårligere tider. Som forventet er gjeldsgraden til I.P. Huse tilsvarende lav som egenkapitalandelen er høy. Dette er vist i figur 37.



Figur 37 - Utvikling i gjeldsgrad

Som figur 37 viser, har I.P. Huse svært lave gjeldsandelere gjennom analyseperioden. Lave gjeldsandelere medfører lavere rentekostnader (knyttet til rentebærende gjeld), noe som medfører at kontantinntjeningene for å dekke renter og avdrag blir mindre. I.P. Huse har i perioden fra 2009 til 2013 hatt begrenset med rentebærende gjeld, noe som svarer til lave rentekostnader. I.P. Huses lave gjeldsandelere indikerer at sannsynligheten for konkurs i dag og i den nærmeste fremtid er meget lav.

### 6.2.3 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden (RDG) forteller hvilken evne bedriftens driftsresultat og finansinntekter har for å dekke sine rentekostnader/finanskostnader overfor kreditorer. Rentedekningsgraden forteller dermed hvor mye kapital bedriften har bundet opp i rentekostnader.

Rentedekningsgraden skiller seg fra egenkapitalandelen og gjeldsgraden ved at dette forholdet er rettet mot resultatregnskapet.

Rentedekningsgraden kan finnes ut fra to metoder som vist under.

$$RDG = \frac{ORFS + RK}{RK}$$

$$RDG = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$

RDG = rentedeckningsgrad

ORFS = Ordinært resultat før skatt

RK = rentekostnad

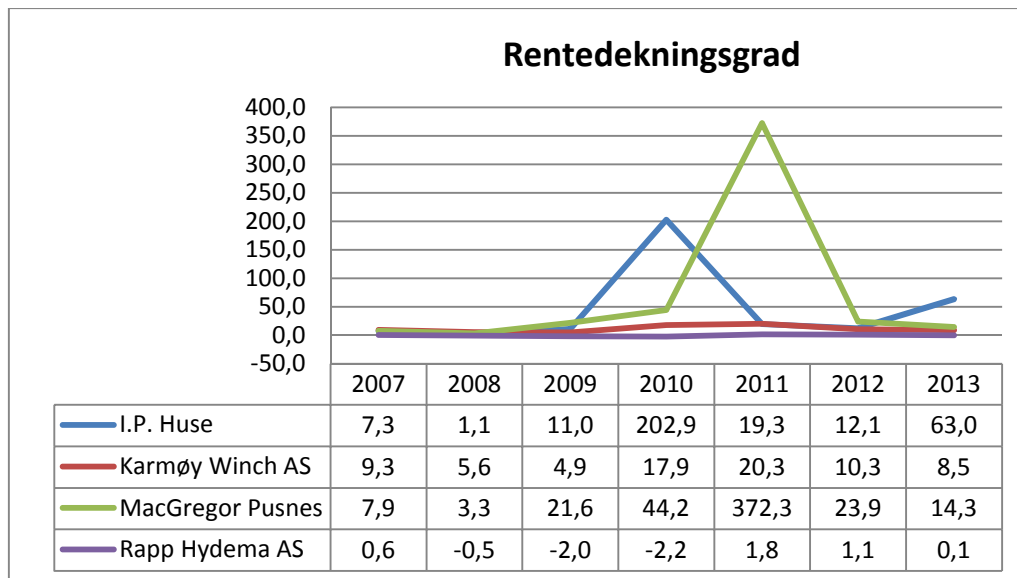
NDR = netto driftsresultat

NFI = Netto finansinntekt

NFK = Netto finanskostnad



Tommelfingerregelen for rentedeckningsgraden er at den bør ligge mellom 2,0-3,5 for at den kan betraktes som god, mens intervallet mellom 0,6-1,0 er å betrakte som dårlig, og gir en reell fare for at bedriften kan gå med underskudd. (Proff forvalt, Rentedeckningsgrad, 2014). Figur 38 viser utviklingen i rentedeckningsgrad for I.P. Huse og de nærmeste konkurrentene.



**Figur 38 - Utvikling i rentedeckningsgrad**

Som figur 38 viser så har rentedeckningsgraden til I.P. Huse og konkurrentene vært varierende. Fra figuren ser man to unormale topper, en for I.P. Huse og en for MacGregor Pusnes. Toppen til sistnevnte i 2011 kommer som følge av svært lave rentekostnader og høy sysselsatt kapital, noe som medførte en meget høy rentedeckningsgrad. I.P. Huse hadde i 2010 et godt driftsresultat og lave rentekostnader i 2010, noe som førte til et uvanlig høyt hopp i rentedeckningsgraden.

Totalt sett har rentedeckningsgraden til I.P. Huse ligget over konkurrentenes gjennomsnitt gjennom hele perioden, med unntak for periodene 2008 og 2011. Tallene viser at både I.P. Huse og konkurrentene, med unntak av Rapp Hydema AS, har vært godt rystet til å få dekket sine finansielle kostnader gjennom mesteparten av perioden.

#### **6.2.4 Oppsummering soliditetsanalysen**

Soliditetsanalysen viser at I.P. Huse står godt rustet til å dekke fremtidige tap. Etter to år (2011 og 2012) med forholdsvis negativ trend, vises det til en positiv soliditetstrend for det siste året (2013). Nedgangen i 2011 og 2012 skyldes i stor grad fallet i ankerhåndteringsmarkedet og en generell syklisk bransje. Det generelle bildet av soliditeten for I.P. Huse kan sies å være god. Dette indikerer at bedriften har et sunt nivå av låneforpliktelser, og på bakgrunn av dette kan en hevde at bedriften er lite utsatt for kortsiktig kredittrisiko.



## **Kapittel 7. Avkastningskrav**

Avkastningskravet står sentralt i markedøkonomien, da dette kravet angir prisen for bruk av kapital samtidig som det reflekterer forventet avkastning på tilsvarende risikable investeringer. For en bedrift angir avkastningskravet den avkastningen som over tid er nødvendig for å trekke kapital til bedriften. Mer presist kan avkastningskravet defineres som den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plassering med samme risiko som selskapet (Gjesdal og Johnsen, 1999).

Avkastningskravet benyttes hovedsakelig innenfor to bruksområder. Innenfor det første området fungerer avkastningskravet som en måling på om investert kapital når rentabilitetsmålet. Det vil si om investor får igjen det han på forhånd krevde av avkastningen, altså at kravet er et mål på minimumsavkastning. Innenfor det andre området benyttes avkastningskravet som en neddiskonteringssats, der kravet blir sett på som en alternativkostnad. I denne utredningen benyttes avkastningskravet på denne måten for å finne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i en nåverdianalyse (Gjesdal og Johnsen, 1999).

Det beregnede avkastningskravet kan benyttes for alle typer kapital. I de kommende avsnittene vil I.P. Huses historiske avkastningskrav til egenkapital og historisk avkastningskrav til finansiell gjeld beregnes. I verdsettelsesdelen i kapittel 10, vil det bli foretatt en fremskrivning av bedriftens avkastningskrav, både til egenkapitalen og den finansielle gjelden.

### **7.1 Kapitalverdimodellen**

Kapitalverdimodellen (KVM) viser sammenhengen mellom forventet avkastning og relevant risiko, og avkastningskravet til egenkapitalen kan finnes ved å bruke denne modellen. Den er en én-periodisk modell, noe som forutsetter at avkastningskravet blir beregnet som et årlig avkastningskrav. KVM justerer investors avkastningskrav ut fra hvor risikabel investeringen er målt opp mot markedsporteføljen. Det vil si at dersom en investor skal være villig til å påta seg risiko må den bli kompensert i form av et høyere avkastningskrav. Risikoen blir her mål på hvor mye systematisk risiko investeringen har. Dette gjør at avkastningskravet deles opp i

to ledd; Et risikofritt ledd og et ledd hvor investor blir kompensert for risiko tatt ved markedsplassering (Dahl, Johnsen, Kinserdal, et. al., 1997).

På bakgrunn av disse forutsetningene kan en ved hjelp av KVM beregne avkastningskravet ut fra risikofri rente ( $R_f$ ), beta ( $\beta$ ) og markedets risikopremie ( $R_M - R_f$ ).

$$E_{kk} = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

KVM er basert på et sett med forutsetninger som begrenser bruksområdet til modellen. Den antar at alle investorer opptrer rasjonelt, noe som fører til at de ønsker å maksimere fortjenesten gjennom risikoaverse handlinger. Det vil si at de ikke pådrar seg risiko uten at de krever å bli kompensert for dette i form av høyere forventet avkastning. Modellen tar videre ikke hensyn til transaksjons- eller skattemessige kostnader knyttet til kjøp og salg, og den tar heller ingen hensyn til begrensninger på hvor mye kreditorer ønsker å låne ut risikofritt (Dahl, Johnsen, Kinserdal, et. al., 1997). I dagens marked er det rimelig å anta at disse forutsetningene ikke er oppfylt fullt ut. Det vurderes likevel dit hen at modellen er den mest hensiktsmessig å benytte i denne utredningen, da den er enkel og gjennomsigtig. Tidligere undersøkelser har også vist at resultater fra mer komplekse modeller ikke nødvendigvis tilbyr mer nøyaktige fremtidige prognoser (Damodaran, 2012). Videre vurderes det av Damodaran (2012) som mer hensiktsmessig å bruke tid på å utarbeide mer nøyaktige estimat for verdiene i KVM, enn for å bruke tid på mer komplekse beregningsmodeller.

Når alle investorer er betraktet som risikoaverse fører dette til at de ønsker å diversifisere bort den usystematiske risikoen, det vil si den bedriftsspesifikke risikoen. Det kan gjøres ved å holde en diversifisert portefølje bestående av flere ulike aksjer innenfor ulike markedsområder. Ved å gjøre dette vil en investor kun sitte igjen med systematiske risikoen, som ikke er mulig å diversifisere bort.

Den systematiske risikoen blir fanget opp ved hjelp av beta-verdien ( $\beta$ ). Denne verdien er en størrelse på hvor mye selskapsaksjen svinger i forhold til markedet. Knyttes det stor risiko til selskapsaksjen, det vil si mer enn hva markedet generelt opplever, vil aksjen få en betaverdi som ligger over én. Det fører da til at aksjen får en merverdi i form av at den inneholder en større risiko sammenlignet med markedet. Avkastningskravet får dermed et påslag, og investor blir kompensert for risikoen som ikke lar seg diversifisere bort.

Likviditetspremie ( $\lambda$ ) er en premie som tillegges de aksjer som er lite likvide, og er dermed en kompensasjon til investorer for å holde på en lite omsetningsdyktig aksje. Aksjer som er

ansett som lite omsetningsdyktige er som regel tilknyttet ikke- børsnoterte selskaper. Likviditetspremien skal også dekke mangel på informasjon i små og mellomstore lukkede bedrifter, der det er fare for asymmetri mellom eierne og investorene. Som følge av mangel på informasjon kan dermed en investor kreve å bli kompensert i form av et høyere avkastningskrav.

KVM inkludert en likviditetspremie kan settes opp på følgende måte:

$$E_{kk} = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \lambda$$

Tar man hensyn til skattesatsen kan en benytte seg av denne formelen:

$$E_{kk} = R_f(1 - s) + \beta * [R_m - R_f(1 - s)] + \lambda$$

I formelen ovenfor er det viktig å legge merke til at risikopremien blir høyere når en tar hensyn til skatt. Dette kommer av at en trekker fra skatt på den risikofrie renten.

I følge Gjesdal og Johnsen (1999) bør KVM brukes med omhu for lite likvide og ikke-børsnoterte selskaper. Lav likviditet kan føre til at beta- verdien blir undervurdert, og at en derfor kan oppleve større svingninger enn antatt. Modellen har også som en forutsetning at investorene sin portefølje er veldiversifisert, og at de derfor ikke trenger å få kompensasjon for bedriftsrisikoen.

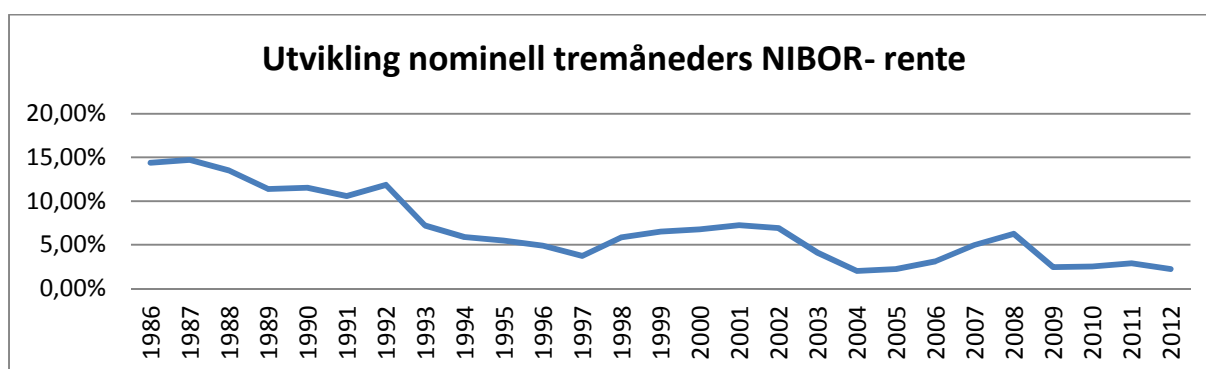
I.P. Huse er som nevnt tidligere ikke børsnotert, og har eiere som ikke er veldiversifiserte, da de kun har vesentlige eierposter i denne ene bedriften. En kan derfor anta at de ønsker å få kompensasjon for den totale risikoen; den bedriftsspesifikke risikoen i tillegg til markedsrisikoen. I tillegg er det bortimot ingen omsetning av aksjen, og det må derfor vurderes om det bør legges til en likviditetspremie i avkastningskravet. Disse problemstillingene blir vurdert nærmere i de følgende avsnittene.

### **7.1.1 Risikofri rente**

Den risikofrie renten er første ledd i KVM, og betegner avkastningen som en investor med sikkerhet vil motta. Renten kan ut fra et hypotetisk perspektiv anses som avkastning på et verdipapir som ikke har konkurs- eller misligholds risiko (Gjesdal og Johnsen, 1999). Som det ble nevnt innledningsvis forutsetter KVM at investorene har en én-periodisk investeringshorisont, det vil si en horisont på normalt ett år for sine investeringer. Dette tilsier at risikofri rente i avkastningskravet bør være 1 års statsrente, eller en annen form for

kortsiktig rente. I følge Gjesdal og Johnsen (1999) er det likevel viktig at man samtidig ser nærmere på valget av risikofri basisrente, da lange renter er mindre volatile og kan dermed være et bedre mål på risikofri rente når man skal verdsette fremtid.

I denne utredningen velges en tremåneders NIBOR rente som risikofri rente, da denne vil være mer korrekt å bruke ved utarbeidelse av rentabilitetsmålinger. 3 måneders NIBOR rente (Norwegian Interbank Offered Rate) inneholder en risikopremie, og en bør derfor justere denne med 10 %. Figur 39 (Norges Bank, 2014) viser utviklingen i tremåneders NIBOR-renten i årene fra 1986 til 2012.



Figur 39 - Utvikling av tremåneders NIBOR

Som figur 39 viser så er det en fallende trend i rentenivået. I tabell 12 er det tatt utgangspunkt i disse dataene for å fastsette den risikofrie renten som benyttes i beregningen av avkastningskravet.

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	07-13
NIBOR, nominell 3 mnd	4,96 %	6,23 %	2,45 %	2,51 %	2,88 %	2,24 %	1,83 %	3,30 %
- Risikopremie; 10 % av NIBOR	0,50 %	0,62 %	0,25 %	0,25 %	0,29 %	0,22 %	0,18 %	0,33 %
<b>= Risikofri rente før skatt</b>	<b>4,46 %</b>	<b>5,61 %</b>	<b>2,21 %</b>	<b>2,26 %</b>	<b>2,59 %</b>	<b>2,02 %</b>	<b>1,65 %</b>	<b>2,97 %</b>
- 28 % skatt	1,25 %	1,57 %	0,62 %	0,63 %	0,73 %	0,56 %	0,46 %	0,83 %
<b>= Risikofri rente etter skatt</b>	<b>3,21 %</b>	<b>4,04 %</b>	<b>1,59 %</b>	<b>1,63 %</b>	<b>1,87 %</b>	<b>1,45 %</b>	<b>1,19 %</b>	<b>2,14 %</b>

Tabell 12 - Fastsettelse av risikofri rente

Beregningen i tabell 12 viser at gjennomsnittet for perioden gir en risikofri rente før skatt på 2,97 % og en risikofri rente etter skatt på 2,14 %.

### 7.1.2 Egenkapitalbeta og relevant risiko

Beta til egenkapitalen ( $\beta_{EK}$ ) gir som nevnt tidligere et uttrykk for graden av systematisk risiko i investeringen. Denne verdien gir oss et bilde av hvordan bedriftens avkastning samvarierer

med markedets avkastning, ved at beta-verdien angir investeringens relative markedsrisiko. Dersom aksjens beta har en verdi på én vil det si at denne beveger seg i takt med markedet, mens en beta-verdi over én vil si at aksjen har større svingninger enn markedet. Er beta-verdien mindre enn én svinger aksjen tilsvarende mindre enn markedet. Det vil si at jo høyere beta, jo mer følsom er aksjen for endringer i markedet.

Ettersom I.P. Huse ikke er notert på børsen eksisterer det ingen tidligere beta- verdier for bedriften som en kan ta utgangspunkt i. Om bedriften hadde vært et børsnotert kunne en ha beregnet egenkapitalbetaen ut fra historiske kursdata. I tilfeller der dette ikke er mulig foreslår Gjesdal og Johnsen (1999) å finne komparative børsnoterte selskaper som har tilgjengelige historiske kursdata. Som nevnt i tidligere er ingen av de komparative bedriftene til I.P. Huse direkte børsnotert. Verken Karmøy Winch eller Rapp Hydema er børsnotert. MacGregor Pusnes, som er en del av Cargotec- konsernet, er børsnotert på det finske markedet. Men siden Cargotec driver med virksomheter innenfor flere områder, og til en viss grad utenfor det området som I.P. Huse operer i, vurderes Cargotec ikke som et sammenlignbart selskap. Dette fører til at løsningen til Gjesdal og Johnsen ikke er mulig å implementere for å estimere beta-verdi for aksjen til I.P. Huse. Valg av beta-verdi blir derfor basert på en skjønnsmessig vurdering av den systematiske risikoen knyttet til en eierpost av I.P. Huse- aksjer.

Ved å studere konjunkturfølsomheten til I.P. Huse over de siste 15 årene, kan en vurdere svingningene i bedriftens aktivitet opp imot konjunktursvingningene ved Oslo Børs. Ut fra dette kan en se at aktiviteten i bedriften varierer i stor grad i takt med markedssvingningene på Oslo børs, men med det som tolkes som en forsinkelse på rundt 1-2 år. Her kan finanskrisen i 2008 trekkes frem som eksempel. Finanskrisen førte til et vesentlig fall på Oslo Børs, og rundt ett år senere oppstod det krise i ankerhåndteringsmarkedet. Fra 2008 til 2010 var omsetningen til I.P. Huse tilnærmet uforandret, men i 2011 ble omsetningen redusert til nesten bare en tredel av omsetningen fra året før. Ved å studere bedriftens aktivitet i tidligere år kan en også se at aktiviteten følger svingningene i markedet, men med en viss forsinkelse. En kan derfor tolke det slik at den relative risikoen knyttet til I.P. Huse- aksjen varierer i stor grad i takt med markedsrisikoen. Beta-verdien til egenkapitalen settes følgelig til én.

Valget av beta-verdi kan underbygges av at betarisiko ikke er den mest relevante risikoen for dagens eiere. I Kapitalverdimodellen kompenseres det kun for markedsrisiko og ikke for bedriftsspesifikk risiko, da denne kan diversifiseres bort. På grunn av at dagens eiere ikke er veldiversifiserte er de opptatt av å bli kompensert for totalrisikoen. Det vil si at de krever



kompensasjon for den bedriftsspesifikke risikoen i tillegg til markedsrisikoen. Den bedriftsspesifikke risikoen kan være risiko tilknyttet hindringer i den daglige driften av produksjonen, økning i lokal skattebelegning, tap av arbeidskraft, eller lignende. Et krav om kompensasjon for totalrisikoen kan dekkes inn gjennom en økt likviditetspremie. I fastsettelsen av likviditetspremien i det neste kapittelet vurderes denne problemstillingen nærmere.

I sensitivitetsanalysen i kapittel 11 vil det være fokus på endringer i egenkapitalverdien som følge av endringer i parametere for den fundamentale verdsettelsen. Valg av fokus på totalrisikoen her understøttes ved å gjennomføre denne sensitivitetsanalysen, da denne analysen ikke skiller mellom systematisk- og bedriftsspesifikk risiko.

### **7.1.3 Likviditetspremie**

Aksjene til I.P. Huse er svært lite likvide, da bedriften er familieeid uten eksterne investorer, og eierne kan karakteriseres som langsiktige aktører. Aksjene til I.P. Huse har aldri vært omsatt i markedet i noe særlig grad, og bedriften har derfor ikke en markedsverdi. I følge Bøhren og Michalsen (2006) så vil et ikke- børsnotert selskap ha vesentlig høyere transaksjonskostnader ved kjøp og salg enn et børsnotert. Dette kommer som følge av at det kan være vanskelig å finne en kjøper eller en selger, og at det derfor vil være en mer kostnadskrevende prosess. Dette antyder at det bør legges til en likviditetspremie på avkastningskravet. Gjesdal og Johnsen (1999) foreslår en likviditetspremie på 2-3 % for mindre likvide aksjer på Oslo Børs, og en likviditetspremie på 4-5 % for unoterte og mindre selskaper.

I følge Bøhren og Berzins (2013) studie av familiebedrifter, kan det at bedriften ikke er børsnotert også gi lønnsomhetsfordeler. En av fordelene som trekkes frem er at bedriften kan være mindre utsatt for verdiødeleggende press fra sine eiere, enn det en børsnotert bedrift kan være. Videre trekkes det frem at i en familiebedrift som har overlevd flere generasjoner, kan respekten for forfedre gi en spesiell nøysomhet og overlevelsessevne. I artikkelen trekkes det også frem risikodempende egenskaper som ofte kommer til syne i en familiebedrift. Forfatterne nevner her at udiversifiserte eiere ofte har som strategi «å redusere risikoen gjennom måten familiebedriften finansierer, investerer og driver på». Et av virkemidlene som trekkes frem for å redusere den finansielle risikoen er å ha en lav gjeldsandel. Dette er tilfellet

også for I.P. Huse som har en gjeldsandel som er nærmest neglisjerbar, jamfør soliditetsanalysen i kapittel 6.2.

Det poengteres videre av Bøhren og Berzins (2013) at en diversifisert produksjon er en fordel for å kunne redusere risikoen i familiebedrifter. I den strategiske analysen ble det kommentert at I.P. Huse innehar en forholdsvis stor risiko tilknyttet dette området, da de har valgt å basere seg på et forholdsvis begrenset produktsortiment. Dette er altså med på å øke risikoen. Videre hevdes det at siden bedriftseierne i en familiebedrift ofte er en del av den daglige driften vil de reagere raskere ved negative signaler og de kan dermed iverksette tiltak hurtig og med stor kraft. På denne måten kan de raskt møte endringer i markedet, og dette kan derfor være med på å redusere risikoen.

Med bakgrunn i de vurderingene som er gjort i de foregående avsnittene, samt i anbefalinger fra anerkjent litteratur, velges en likviditetspremie på 4 %. Denne skal da kompensere for liten omsetning av I.P. Huse aksjen, samt for den bedriftsspesifikke risikoen som en udiversifisert investor ikke blir kvitt. I fastsettelsen av denne verdien er det også tatt hensyn til de nevnte risikoegenskapene til en familiebedrift som I.P. Huse.

#### **7.1.4 Markedets risikopremie**

Markedets risikopremie svarer til differanse mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente, og kan dermed defineres som avkastning utover risikofri rente – ( $R_M - R_f$ ). Premien er et veldig omdiskutert tema innen finans og kan ikke fastsettes direkte ut fra økonomiske modeller. Dette har ført til at det er gjort ulike tilnærminger for å finne markedets risikopremie. Grovt sett har beregningene enten blitt basert på predikasjon av historiske tallmaterialer som også skal gjelde for fremtiden, eller på en skjønnsmessig vurdering av historiske tall.

Gjesdal og Johnsen (1999) har foretatt en analyse av Oslo Børs totalindeks på over en periode på 32 år (1967-1998), der de viser til en meravkastning på 6,2 % i snitt gjennom perioden. Likevel antar de at denne historiske verdien ikke vil være representativ for fremtiden. Dette kommer av at Gjesdal og Johnsen (1999) mener mindre variasjon i børsens likviditet, inflasjon, bedre kapitaliserte selskaper, mer diversifiserte investorer og gunstigere kapitalbeskatning vil gi en lavere fremtidig premie. Videre hevder de at det i utgangspunktet ikke finnes en «korrekt» risikopremie for Oslo Børs, da premien uansett vil variere med

børsens risiko og med investorenes risikoholdning. I artikkelen til Damodaren «Equity Risk Premium» viser Damodaren til at den årlige aritmetiske gjennomsnittlige risikopremien i perioden 1900-2010 er beregnet til 5,2 % (Damodaran, 2010). Professor K. Knivsflå har beregnet estimater for den årlige risikopremien for perioden 2007-2012. Disse er baserte på vektet mellom kortsiktige og langsiktige historiske risikopremier, og er gjengitt i tabell 13. De historiske markedsrisikopremiene er vektet mellom kortsiktige og langsiktige historiske risikopremier, der det er valgt å vektlegge den nyere tiden (1995 til 2012) med 1/3, mens den eldre perioden (1958-2012) vektlegges med 2/3 (Knivsflå, 2012). For året 2013 tas det utgangspunkt i en undersøkelse utført av PricewaterhouseCoopers AS (PwC, 2013). Her ble markedsrisikopremien i det norske markedet beregnet til en gjennomsnittlig risikopremie på 5,1 % for 2013. Medianen indikerer en markedsrisikopremie på 5,0 %. Risikopremien for 2013 settes derfor til 5,0 %. Tabell 13 viser Knivsflå sine estimater for 2007-2013 sammen med PwC sitt anslag for 2013.

ÅR	Vekt	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	07-13
Kortsiktig risikopremie (1995-2012)	1/3	5,20 %	2,70 %	3,80 %	4,30 %	3,90 %	4,00 %		3,98 %
Langsiktig risikopremie (1958 - 2012)	2/3	5,90 %	5,10 %	6,10 %	6,30 %	5,80 %	5,80 %		5,83 %
<b>Markedets risikopremie etter skatt</b>	<b>1</b>	<b>5,67 %</b>	<b>4,30 %</b>	<b>5,33 %</b>	<b>5,63 %</b>	<b>5,17 %</b>	<b>5,20 %</b>	<b>5,00 %</b>	<b>5,19 %</b>

Tabell 13 - Estimater for markedets risikopremie

I denne utredningen tas det utgangspunkt i disse estimatene for utregningen av avkastningskravet til egenkapitalen.

### 7.1.5 Beregning av avkastningskravet etter kapitalverdimodellen

Ut fra de gjennomførte beregningene knyttet til KVM har en nå tilstrekkelig med informasjon til å utarbeide I.P. Huses sitt årlige egenkapitalkrav for analyseperioden. Beregningene er presentert i tabell 14. Her ser en også I.P. Huses gjennomsnittlige egenkapitalkrav for analyseperioden som ligger på henholdsvis 11, 32 %.

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snitt
Risikofri rente etter skatt	3,21 %	4,04 %	1,59 %	1,63 %	1,87 %	1,45 %	1,19 %	2,14 %
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1
Risikopremie	5,67 %	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %	5,00 %	5,19 %
Likviditetspremie	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>12,88 %</b>	<b>12,34 %</b>	<b>10,92 %</b>	<b>11,26 %</b>	<b>11,04 %</b>	<b>10,65 %</b>	<b>10,19 %</b>	<b>11,32 %</b>

Tabell 14 - CAPM-modellen med beta verdi 1,0

Fra tabell 14 ser en at egenkapitalkravet varierer gjennom analyseperioden (2007-2013). Dette skyldes variasjoner i rentenivået og i risikopremien.

## Kapittel 8. Lønnsomhets- og vekstanalyse

### 8.1 Rentabilitetsanalyse

En rentabilitetsanalyse er et annet ord for lønnsomhetsanalyse, og benyttes til å se på bedriftens evne til å skape lønnsom drift. For å kunne generere overskudd må selvsagt inntektene være større enn kostnadene, noe som er helt nødvendig for at bedriften skal kunne overleve på sikt. I følge Gjesdal (2007) kan historisk lønnsomhet fortelle mye om den fremtidige lønnsomheten, på kort og mellomlang sikt. Og med god lønnsomhet kan en bedrift «flyte» på overskuddet i flere år fremover. På den andre siden vil det ta tid å rette opp dårligere tider, der en må forvente noen år med negativ eller svak vekst. Dette blir viktige faktorer en må ta hensyn til når en skal gjennomføre en verdivurdering av bedriften, og når en skal prognostisere en fremtidsanalyse.

I rentabilitetsanalysen velges det å se nærmere på forholdstallene egenkapitalrentabilitet, totalkapitalrentabilitet og resultatgrad. Ved hjelp av egenkapitalrentabiliteten kan en også se om I.P. Huse har hatt en superrentabilitet gjennom analyseperioden. En nærmere forklaring på dette kommer i det følgende kapittelet.

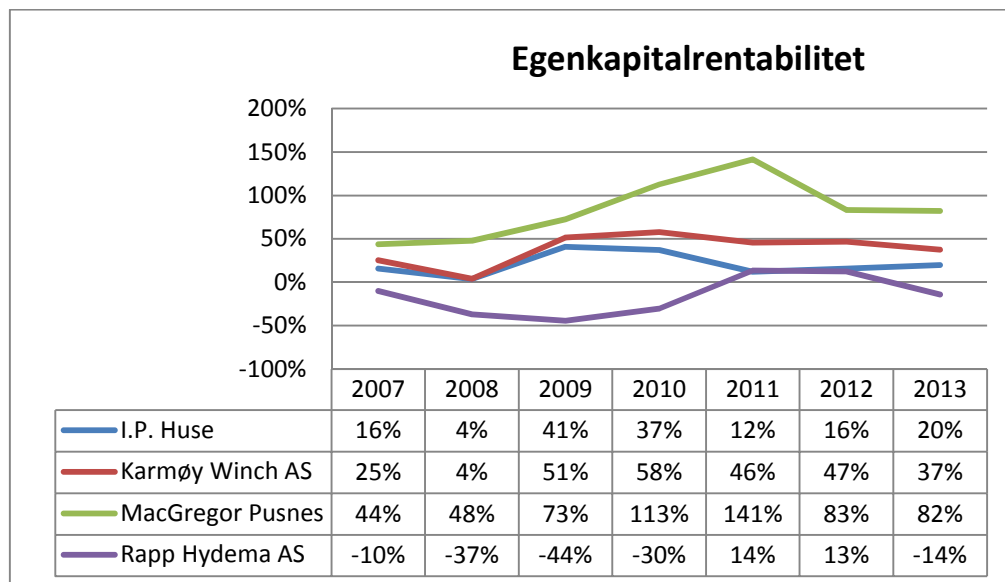
#### 8.1.1 Egenkapitalrentabiliteten

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen til egenkapitalen, og er et mål på hvor god avkastningen har vært på kapitalen eierne har investert. Ved å sammenligne egenkapitalrentabiliteten med avkastningskravet til egenkapitalen i kapitalverdimodellen, kan man se om bedriften har skapt merverdier eller superprofitt. Egenkapitalrentabiliteten er her beregnet etter skatt, da man ønsker å vise hvor stor andel av resultatet som tilfaller egenkapitalen.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

For å beregne bedriftens gjennomsnittlige egenkapital er det blitt tatt utgangspunkt i inngående balanse, lagt til halvparten av endringen i forhold til utgående balanse og årsresultatet.

Figur 40 viser utviklingen i egenkapitalrentabiliteten til I.P. Huse og de sammenlignbare bedriftene.



**Figur 40 - Utviklingen i egenkapitalrentabiliteten**

Som figur 40 viser, var avkastningen på egenkapitalen til I.P. Huse lav i 2008, med en egenkapitalrentabilitet på 4 %. I 2009 hadde bedriften en kraftig oppgang, noe som skyldes en enorm vekst i omsetningene. For året 2011 falt avkastningen på egenkapitalen grunnet nedgangen i ankerhåndteringsmarkedet, mens det for de to siste årene har vært en ny oppgang. Denne skyldes primært økte kontraheringer i riggmarkedet.

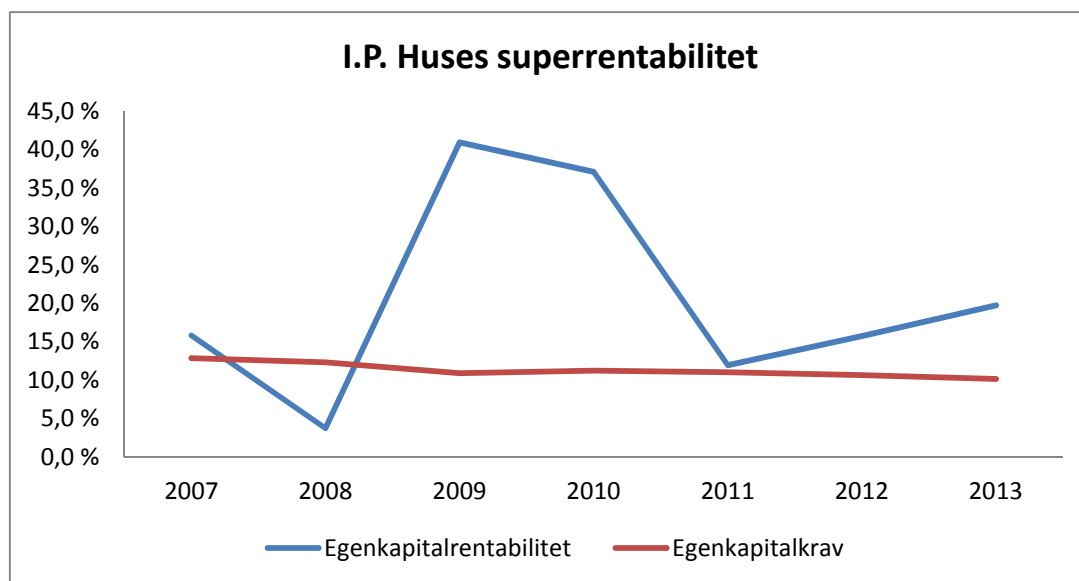
Egenkapitalrentabiliteten til I.P. Huse har i forhold til konkurrentene i perioden vært lav, med unntak av Rapp Hydema AS. For eventuelle fremtidige investorer kan en lav egenkapitalrentabilitet for I.P. Huse anses som mindre attraktivt, dersom en sammenligner I.P. Huse med Karmøy Winch og MacGregor Pusnes. Grunnen til dette er at investorer ønsker å investere i bedrifter som har en høy egenkapitalrentabilitet. Likevel anses ikke dette som et stort problem, da I.P. Huse er en anerkjent aktør med et sterkt merkenavn. Ut fra den strategiske analysen i kapittel 4 fikk en et inntrykk av at I.P. Huse ofte er den foretrukne aktøren for levering av produkter, og dermed en sikker aktør i markedet.

I tabell 15 ser en superrentabiliteten til I.P. Huse. Denne viser bedriftens meravkastning til egenkapitalen gjennom analyseperioden, og er bedriftens strategiske fordel.

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapitalrentabilitet	15,8 %	3,8 %	40,9 %	37,1 %	12,0 %	15,8 %	19,8 %
Egenkapitalkrav	12,9 %	12,3 %	10,9 %	11,3 %	11,0 %	10,7 %	10,2 %
<b>Superrentabilitet</b>	<b>3,0 %</b>	<b>-8,6 %</b>	<b>30,0 %</b>	<b>25,9 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>5,1 %</b>	<b>9,6 %</b>

Tabell 15 - I.P. Huses superrentabilitet

Tallene er gjort om til grafer i figur 41.



Figur 41 - Utvikling i I.P. Huses egenkapitalrentabilitet vs. egenkapitalkrav etter skatt

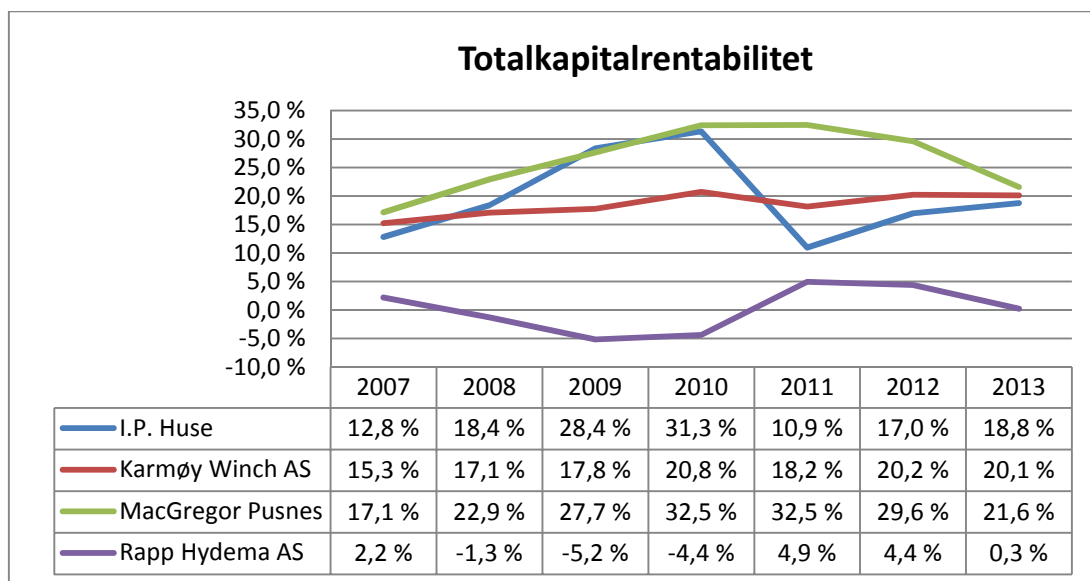
Som en ser fra figur 41 oppnådde ikke I.P. Huse superrentabilitet for år 2008. For de resterende årene oppnådde bedriften superrentabiliteter, med toppnotering for år 2009 med 30 %.

### 8.1.2 Totalrentabiliteten

Totalrentabiliteten måler bedriftens avkastning på totalkapitalen, og viser dermed avkastningen til både eiere og kreditorer. Videre reflekterer dette forholdstallet hvor godt bedriften har vært drevet gjennom tidene, og viser hvor effektiv den har vært til å forvalte sine ressurser uavhengig av bedriftens finansieringer. Totalkapitalrentabiliteten finner en ved å benytte følgende formel:

$$\text{Totalkapitalrentabiliteten} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Figur 42 viser hvordan total kapitalrentabiliteten har utviklet seg for I.P. Huse og konkurrentene.



Figur 42 - Utvikling i total kapitalrentabilitet

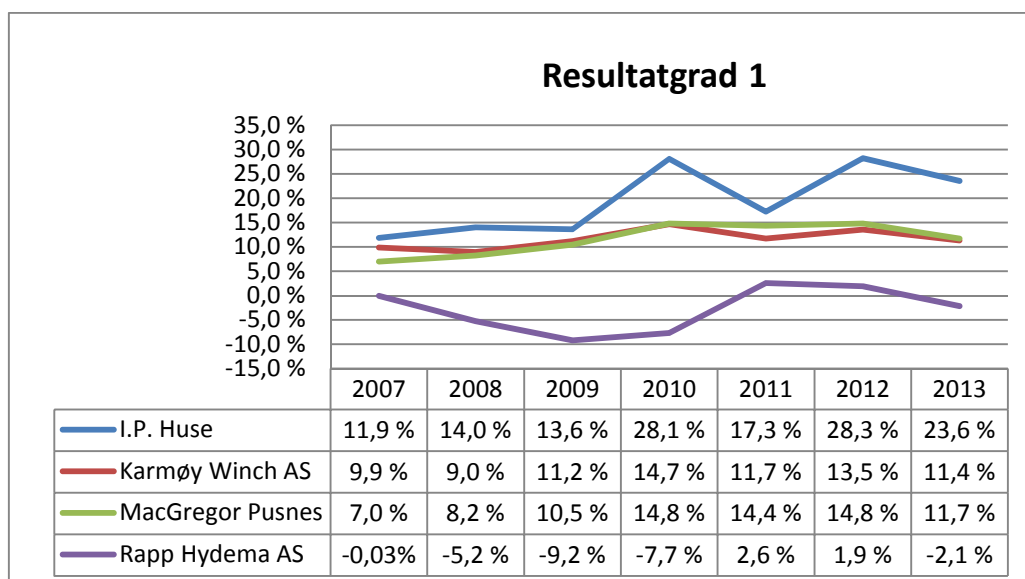
Som en fra figur 42 har total kapitalrentabiliteten variert noe for I.P. Huse. For årene 2009 og 2010 leverte I.P. Huse høy avkastning på total kapitalen. Ellers har avkastningen på total kapitalen ligget mellom 10 % og 20 %.

### 8.1.3 Resultatgraden

For å måle lønnsomheten kan en også benytte seg av resultatgraden som måler resultatet til driften. Det velges her å benytte resultatgrad 1. Dette forholdstallet måler bedriftens lønnsomhet i forhold til salget, eller sagt med andre ord hvor mye bedriften tjener per omsatt krone i perioden. Resultatgrad 1 finner man ved å benytte seg av følgende formel:

$$\text{Resultatgrad 1} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Figur 43 viser utviklingen i resultatgrad for de aktuelle bedriftene.



Figur 43 - Utvikling i resultatgrad 1

Resultatgraden for I.P. Huse har i hele perioden vært positiv, noe som tilsier at salgsinntektene har vært høyere i forhold til kostnadene. I perioden 2008 til 2010 leverte bedriften sine aller høyeste omsetninger gjennom tidene, der de kom over én milliard kroner. Driftskostnadene i samme tidsperioden var relativt høye sett bort ifra år 2010. Totalt sett har I.P. Huses resultatgrad ligget over konkurrentene. Karmøy Winch og MacGregor Pusnes leverer relativt gode resultatgrader, i motsetning til Rapp Hydema som sliter med lønnsomheten.

#### 8.1.4 Netto driftsrentabilitet

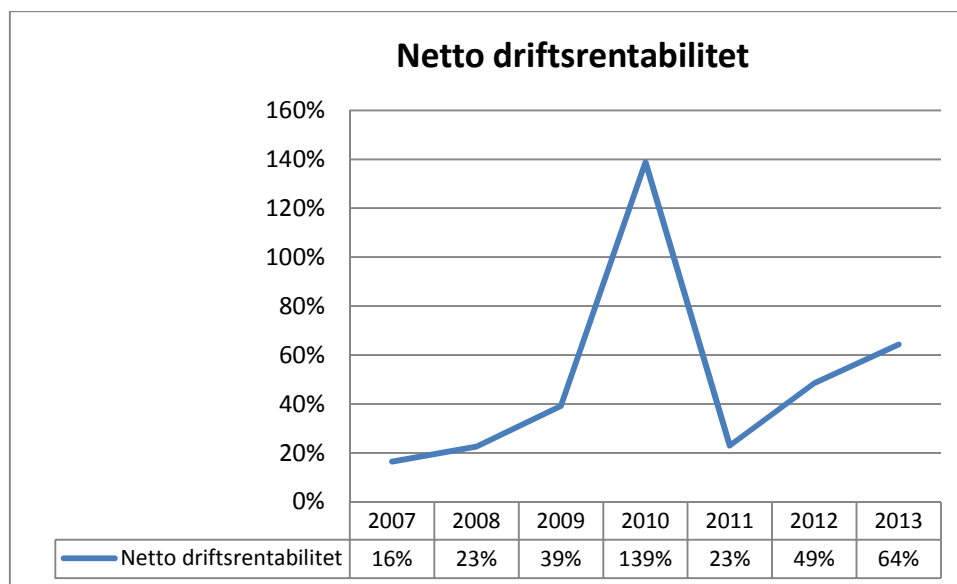
Netto driftsrentabilitet inngår i den syntetiske ratingen i kapittel 8.2, noe som gjør at en beregning av dette forholdstallet er nødvendig. Av den grunn velges det her å ikke ta med konkurrentene. Netto driftsrentabilitet viser hvor stor avkastningen er på netto driftseiendeler. Sammenligner en driftsrentabiliteten mot netto driftskravet kan en finne ut om bedriften har hatt en superprofitt fra driften gjennom analyseperioden.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftskapital}}$$

Netto driftsresultat er ifølge Penman (2013) driftsresultat subtrahert for skatt knyttet til driftsresultatet, mens netto driftskapital er det samme som netto driftseiendeler. Netto driftsrentabilitet viser dermed til hvilken avkastning bedriften har på sine netto driftsrelaterte



aktiviteter, noe som vil si hvor lønnsom bedriftens driftsrelaterte aktiviteter er. I følge Gjesdal (2007) er det ved verdsettelsen avkastningen på driften som er det interessante.



Figur 44 - Utvikling av I.P. Huses netto driftsrentabilitet

Som en ser fra figur 44 har I.P. Huse hatt en solid driftsrentabilitet gjennom analyseperioden. I 2011 fikk bedriften en vesentlig nedgang sammenlignet med året før, grunnet en reduksjon i driftsresultatet.

## 8.2 Syntetisk rating

Som en avslutning på regnskapsanalysen velges det å gjennomføre en syntetisk rating fra noen av de gjennomførte forholdstallene fra likviditetsanalyse, soliditetsanalysen og lønnsomhetsanalysen. Ved å gjøre dette kan en oppsummere den kortsiktige og langsiktige risikoanalysen, og estimere konkurssannsynligheten og risikoen knyttet til I.P. Huse. Standard & Poors (S&P) er et av de mest kjente ratingselskapene og har laget et oppsett som klassifiserer kredittrisikoen til bedrifter samt en sannsynlighetsprosent som angir en prosentsats for om bedriften går konkurs innen ett år utfra ulike forholdstall. Professor K. Knivsflå har utarbeidet en syntetisk ratingtabell basert på følgende forholdstall: likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Kredittratingen følger Standard & Poors oppsett hvor det deles inn i ratingklasser fra AAA til D. Her er AAA er betegnelsen på de sikreste bedriftene og D kjennetegner de med høyest konkurrisiko (Knivsflå, 2012).

I.P. Huse er ikke ratet, men ut fra de utregnede forholdstallene kan en lage en syntetisk rating. Denne kan så benyttes til å gjøre en vurdering av sannsynligheten for konkurs i bedriften. Tabell 16 viser sammenhengen mellom ratingklasser og konkurssannsynligheter. Her er også forholdstallene til I.P. Huse for år 2013 satt inn.

Ratingklasse	lg1	ekp	rdg	ndr	Årlig konkurrisiko	Påslag (LG)
AAA	11,6	0,94	16,9	0,35	0,0001	0,10
AA Investment grade	6,2	0,85	6,3	0,266	0,0012	0,15
A	3	0,66	3,35	0,166	0,0024	0,25
BBB	1,7	0,44	2,26	0,096	0,0037	0,40
BB Speculative	1,2	0,32	1,22	0,068	0,0136	0,60
B	0,9	0,22	0,9	0,04	0,0608	1,00
CCC	0,6	0,13	0,07	0,012	0,3085	3,00
CC High yield and junk	0,5	0,08	-0,76	-0,016	0,5418	9,00
C	0,4	-0,02	-1,58	-0,044	0,7752	27,00
D In default	0,3	-0,18	-2,41	-0,072	0,9901	Svært høyt

Tabell 16 - Syntetisk rating for I.P. Huse 2013

Som man ser fra tabell 16, varierer de ulike vurderingsfaktorene mellom rating BBB til AAA. Dette gjør at I.P. Huse oppnår en total risikovurdering til ratingklasse AA, noe som gir en konkurrisiko på 0,12 % innen ett år. Ut fra de tidligere analysene og resultatregnskapene for I.P. Huse er det vist til gode resultater, noe som her blir bekreftet med en lav konkurrisiko. Tabell 17 gir en oversikt over den syntetiske ratingen til I.P. Huse gjennom hele analyseperioden.

Syntetisk rating I.P.Huse	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
LG1	1,4	1,3	1,8	2,4	2,8	2,4	2,4	2,1
Rating	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB+</b>	<b>BBB+</b>	<b>BBB+</b>	<b>BBB+</b>	<b>BBB+</b>
RDG	7,3	1,1	11,0	202,9	19,3	12,1	63,0	45,3
Rating	<b>AA+</b>	<b>B+</b>	<b>AA+</b>	<b>AAA+</b>	<b>AAA</b>	<b>AA+</b>	<b>AAA+</b>	<b>AAA+</b>
EK-andel	0,44	0,37	0,54	0,66	0,71	0,67	0,68	0,58
Rating	<b>BBB</b>	<b>BB+</b>	<b>BBB+</b>	<b>A</b>	<b>A+</b>	<b>A</b>	<b>A+</b>	<b>A</b>
ndr	0,16	0,23	0,39	1,39	0,23	0,49	0,64	0,50
Rating	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>AAA</b>	<b>AAA+</b>	<b>A+</b>	<b>AAA</b>	<b>AAA</b>	<b>AAA</b>
<b>Syntetisk rating</b>	<b>BBB+</b>	<b>BB+</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>	<b>A+</b>	<b>A+</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>
Årlig konkurssannsynlighet	0,0037	0,0136	0,0012	0,0012	0,0024	0,0024	0,0012	0,0012
Rentepåslag (LG)	0,40	0,60	0,15	0,15	0,25	0,25	0,15	0,15

Tabell 17 - Oversikt over den syntetiske ratingen for I.P. Huse

Resultatene fra den syntetiske ratingen underbygger resultatene fra likviditets- og soliditetsanalysen om at I.P. Huse er en solid bedrift med lav kredittrisiko. Som tabell 17 viser, har I.P. Huse hatt stigende trend fra BB til AA gjennom analyseperioden. Ut fra den syntetiske ratingen kan en fastslå at I.P. Huse hører hjemme i kategorien «investment grade». Det vil si at bedriften har en svært lav sannsynlighet for konkurs.

### **8.3 Oppsummering av regnskapsanalysen**

I.P. Huses likviditet, den kortsiktige risiko, har historisk sett vært veldig god, og bedre enn bedriftens nærmeste konkurrenter. Risikoen knyttet til I.P. Huses kortsiktige forpliktelser kan dermed sies å være minimal, og man kan konkludere med at bedriften har nok likvide midler til å kunne dekke sine korte forpliktelser som antas å utløpe innen ett år.

Soliditetsanalysen, den langsiktige risikoen, er på lik linje med likviditetsanalysen betraktet som meget god, og gir bedre resultater for I.P. Huse enn for konkurrentene. Risikoen knyttet til I.P. Huses langsiktige forpliktelser er dermed minimal, og en kan konkludere med at bedriften står svært god rustet til å kunne dekke fremtidig tap. Dette samsvarer i stor grad med bedriftens mål om å inneha en stor egenkapitalandel for å kunne være godt rustet til eventuelle fremtidige svingninger i markedet.

Rentabiliteten, lønnsomhetsanalysen, er på lik linje med de to overforstående analysene betraktet som meget god for I.P. Huse. Sammenligner man de ulike rentabilitetsanalysene kommer både Karmøy Winch og MacGregor Pusnes godt ut, og leverer i enkelte år bedre forholdstall enn I.P. Huse. Dette tilsier at avkastningen knyttet til egenkapitalen og totalkapitalen skaper verdier både hos I.P. Huse, Karmøy Winch og MacGregor Pusnes i dag.

Fra den syntetiske ratingen fikk I.P. Huse en forholdsvis høy ratingklasse A. Dette fører til en lav konkurssannsynlighet, som havnet på 0,24 %.

I.P. Huse har gjennom hele analyseperioden vist til en positiv trend, med unntak av 2011 da bedriften viste til svakere forholdstall. Ut fra dette kan det sies at bedriften har kom seg bra ut av finanskrisen. Basert på regnskapsanalysen, og antakelsene for den videre utviklingen antas det at bedriften vil fortsette med å levere gode resultater. For neste år (2014) er det forventet en liten nedgang da antall nye ordrer er redusert sammenlignet med året før. Det antas at denne nedgangen er forbigående, da markedet innen ankerhåndtering er forventet å bedre seg

de kommende årene. Videre fremover antas det riggmarkedet vil fortsette å vokse for deretter å stabilisere seg etter et par år.

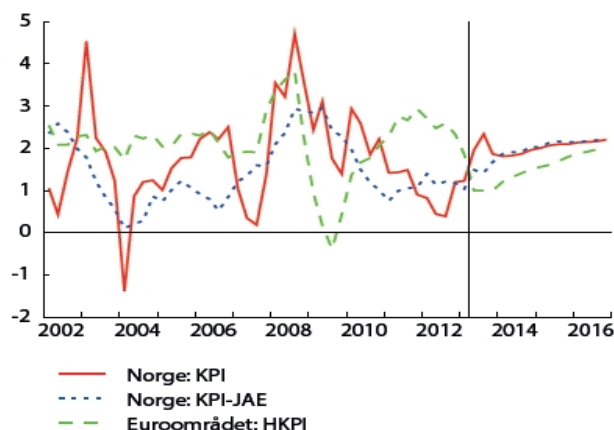
## 8.4 Vekst på lang sikt

En naturlig antakelse er at verdensøkonomien som helhet vil vokse de neste årene, der den totale veksten er summen av realvekst og global inflasjon. Veksten kan skyldes økt produksjon, teknologiske nyvinninger, innovasjon, mer effektive bedrifter, samt andre makroøkonomiske forhold som bedriftene selv ikke kan påvirke. Over tid kan en ikke forvente at vekst i enkeltbransjer eller bedrifter stiger mer enn veksten til verdensøkonomien. Utfallet blir dermed at høy vekst er en forbigående trend, der veksten etter hvert vil konvertere mot den generelle veksten i markedet. For I.P. Huse vil vekst komme som resultat av blant annet økt etterspørsel av nye fartøyer, innovasjon, teknologiske nyvinninger, og av utviklingen i verdensøkonomien og i oljeprisen og den generelle verdensøkonomien.

I 2013 solgte I.P. Huse rundt 56 % av sine vinsjeanlegg til det asiatiske markedet, jamfør figur 11 i kapittel 2.6. Dette var en oppgang på 9 % fra året før. Leveransen til det norske markedet har ligget på en stabil presentsats på rundt 27-28 % de siste årene. Det er dermed Norge og Asia som er de største markedene til I.P. Huse. Leveransen til det øvrige europeiske markedet har vært rundt 5-9 % i det samme tidsrommet. Leveransen til det søramerikanske markedet har variert noe de siste årene, men det er forventet at I. P Huse de neste årene vil selge en større del av sine produkter til dette markedet. Når utvinning av oljen utenfor Brasil- kysten utvikles videre kan dette resultere i økte salgsandeler til dette området. Det forventes at det søramerikanske markedet er det med størst potensial for I.P. Huse i de neste årene, sammen med leveransen til arktiske strøk. For områdene Norge og Asia antas en stabil utvikling.

Den langsiktige veksten i markedet er summen av veksten i bruttonasjonalprodukt og inflasjon, og blir som nevnt tidligere bestemt av makroøkonomiske forhold. I denne utredningen velges det å ta utgangspunkt i realveksten i Norge. Norges Bank har over lengre tid styrt mot et inflasjonsmål på 2,5 %, og det er ingen grunn til å anta at dette ikke vil bli overholdt på lang sikt. Bruttonasjonalproduktet til Norge har i perioden fra 1865 til 2010 vokst med 2,9 % (Brathaug og Skoglund, 2012). Hvis en forutsetter at denne utviklingen fortsetter i samme retning kan man anta en noe høyere vekst sett i et 8-års perspektiv.

Ut fra Statistisk Sentralbyrå sine prognoser for konsumprisindeksen (SSB, 2013), estimerer de også en stigende trend.



Figur 45 - SSB prognose på prosentvis vekst i konsumprisindeks i Norge

Møreforskning (Hervik, Oterhals, Bergem og Johannessen, 2013) vurderte i sin Klyngeanalyse at den samlede statusen for den maritime næringsklyngen tyder på at bedriftene vil oppleve vekst i perioden frem mot 2020. Dette støtter opp under antakelsen om fremtidig vekst også for I.P. Huse, da bedriften er en del av denne næringsklyngen.

Ut fra prognosene og argumentasjonen over settes veksten til I.P. Huse lik 6 %. Dette estimatet forutsetter at I.P. Huse fortsetter å være innovative i sitt arbeid med å utvikle unike produkter, jamfør vurderinger gjort i internanalysen i kapittel 4.3.2. Videre forutsettes det at bedriften beholder sin posisjon som verdensledende innen utvikling og produksjon av vinsjesystemer til ankerhåndteringsfartøy og flytende oljerigger. Det settes også som forutsetning at oljeprisen holder seg på et noenlunde stabilt nivå eller stiger, som ble diskutert i den eksterne analysen i kapittel 4.2.2. I tillegg forutsetter denne veksten at prognosene for nybygde fartøy innen verdensflåten ikke forandrer seg de neste årene, jamfør prognosene presentert i kapittel 2.5.

Det knytter seg altså betydelig usikkerhet til dette estimatet, og følsomheten for endringer i veksten vurderes derfor nærmere i sensitivitetsanalysen i kapittel 11.

## **Kapittel 9. Fremtidsregnskap**

Det er vanskelig å vite hva fremtiden vil bringe, noe som gjør at det vanskelig å lage prognoser for bedriftens utvikling i fremtiden. Selv om det er vanskelig å prognostisere fremtiden, bør en likevel ta hensyn til de fremtidige kontantstrømmene da store deler av bedriftens verdier ligger i disse (Gjesdal, 2012).

Det neste steget for den fundamentale verdsettelsen er å utarbeide fremtidige prognoseregnskaper som skal bli en del av de fremtidige kontantstrømmene. Utarbeidelsen av disse er basert på en vekstanalyse, samt innsikten som ble opparbeidet gjennom den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Dette gjør at budsjetteringen av I.P. Huses regnskapstall i stor grad er basert på skjønsmessige vurderinger av de komponentene som inngår i beregningen av EBITDA. De viktigste postene som inngår i EBITDA er inntekter, kostnader, investeringer og endring i arbeidskapital.

Før en går i gang med å prognostisere fremtiden må en bestemme budsjetteringshorisonten og verdidriverne til den fremtidige kontantstrømmen. Verdidriverne er de postene som inngår i EBITDA.

### **9.1 Budsjetteringshorisont**

Budsjettering er det neste siste steget i en fundamental verdsettelse. Før en går i gang med å lage fremtidige prognoser må en først stadfeste hvor lang budsjetteringshorisonten skal være. Det vanligste er å benytte seg av en periode mellom 5-15 år, alt ettersom hvor på livssyklusstadiet bedriften befinner seg.

I.P. Huse opererer i en syklisk bransje, noe som tilsier at budsjetteringsperioden bør være lengre enn dersom bedriften hadde operert i en bransje preget av stabil vekst. I tillegg bør budsjettet tilpasses etter hvor lang tid en tror bedriftens vekst vil tilnærme seg veksten generelt i økonomien, det vil si tilstanden «steady state». En slik tilstand oppnås når bedriften vokser med en konstant vekstrate, noe som innebærer at bedriften reinvesterer en konstant andel av den driftsrelaterte profitten hvert år.

Selv om produktet til I.P. Huse er relativt modent, ble det nevnt tidligere at det er forventet vekst for bransjen (Hervik, Oterhals, Bergem og Johannessen G, 2013). Veksten skyldes nye områder der en forventer at oljeselskapene vil utvinne mer olje, noe som vil føre til økt etterspørsel etter nye fartøyer. I tillegg er det knyttet store forventninger til de arktiske strøkene, der ny teknologi må utvikles for å kunne utvinne oljen. Hvor mye bransjen vil vokse er vanskelig å forutsi, men en moderat til større vekst er naturlig å anta. Antall nye aktører i markedet antas ikke å vokse noe særlig i fremtiden. Dette kommer av at I.P. Huse innehar såpass store markedsandeler innenfor sitt segment, som gjør at mulighetene for innpass av nye aktører i markedet innenfor vinsjeutvikling til ankerhånderingsmarkedet er marginalt. Dette gjør at veksten i markedet vil basere seg på omsetningsvekst for de allerede eksisterende aktørene.

Siden I.P. Huse er en del av en syklisk bransje vil det være vanskelig å oppnå en «steady state» tilstand. Dette kommer av at markedet er påvirket av konjunkturavhengige faktorer, noe som tilsier at en bør benytte seg av en lang budsjetteringshorisont. Ved å benytte seg av en periode mellom 10 til 15 år vil dette gi svært unøyaktige prognoser, da tallene lengre frem i tid bygges på stor grad av usikkerhet. På grunnlag av dette velges det derfor en horisont på 8 år, noe som vil si at utviklingen til de ulike verdidriverne blir predikert for perioden fra 2014 til 2021. Gjennom disse årene kan en forvente variabel vekst. I år 2021 antas det at bedriften vil være i en «steady state» tilstand. Denne vil bli beregnet ved hjelp av Gordons vekstformel.

## 9.2 Budsjettering 2014-2021

I.P. Huses fremtidige EBITDA avhenger av ulike driftsaktiviteter. Det er spesielt tre faktorer som bestemmer bedriftens evne til å generere kontantstrømmer på lang sikt. Disse er omsetningsvekst, lønnsomhet og investeringsbehov.

Før en starter med framskrivningen bør en aller først starte med å se på den historiske veksten i de ulike aktivitetene. Analysen av disse blir basert på en prosentvis endring fra en periode til en annen, og blir utregnet på følgende måte:

$$\text{Vekst i regnskapstall} = \frac{RT_t - RT_{t-1}}{RT_{t-1}} * 100\%$$

$RT_t$  = Regnskapstall nåværende periode

$RT_{t-1}$  = Regnskapstall forrige periode

For fremtidig prediksjon av regnskapstallene blir for enkelte poster ilagt større vekt enn andre. Grunnen til dette er at de siste årene som regel gir en bedre indikator for den fremtidige utviklingen enn tidligere år. I tillegg er stabile historiske regnskapstall bedre egnet for fremskrivning enn mer volatile regnskapstall. Ut fra gjennomgangen av årsrapportene finnes det ingen grunn til å tvile på at kvaliteten på regnskapsføringen er riktig utført.

### 9.2.1 Omsetningsveksten

En omsetningsvekst vil variere ut fra ulike næringer. Det er forventet at den årlige veksten i omsetningen for børsnoterte bedrifter ligger mellom 5-10 %, mens det er antatt at bedrifter i veletablerte markeder forventes å ha en årlig vekst på 5 % i det lange løp. Bedrifter i høyveksts markeder antas å inneha høyere vekstrate med en årlig vekst mellom 30-40 % for en periode på 5-10 år. Antar man en periode som overstiger 15 år vil det ifølge Thoresen (2006) være vanskeligere å estimere fremtidige prognoser.

I.P. Huse har primært ett produksjonssegment der hovedtyngden består hovedsakelig produksjon av spesialdesignete vinsjer. Driftsinntektsveksten ligger sentralt i budsjetteringen ettersom dette er inntekt som kommer som en konsekvens av driftsaktiviteten. Driftsinntekten danner dermed grunnlaget for all inntekt som blir generert i bedriften.

Driftsinntektene til I.P. Huse er delt opp i salgsinntekter og annen driftsinntekt. Salgsinntekter består i all hovedsak av salg av spesialdesignet vinsjer, mens annen driftsinntekt ikke er spesifisert hva de står for i notene. Det velges derfor å legge disse to postene sammen i presentasjonen av den årlige utviklingen i I.P. Huses inntekter, da en separering av postene vurderes ikke å være hensiktsmessig, jamfør tabell 18.

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snitt
DI	596 159	660 433	1 132 163	1 246 063	1 230 426	426 615	658 131	924 601	859 324
% endring		11 %	71 %	10 %	-1 %	-65 %	54 %	40 %	17 %

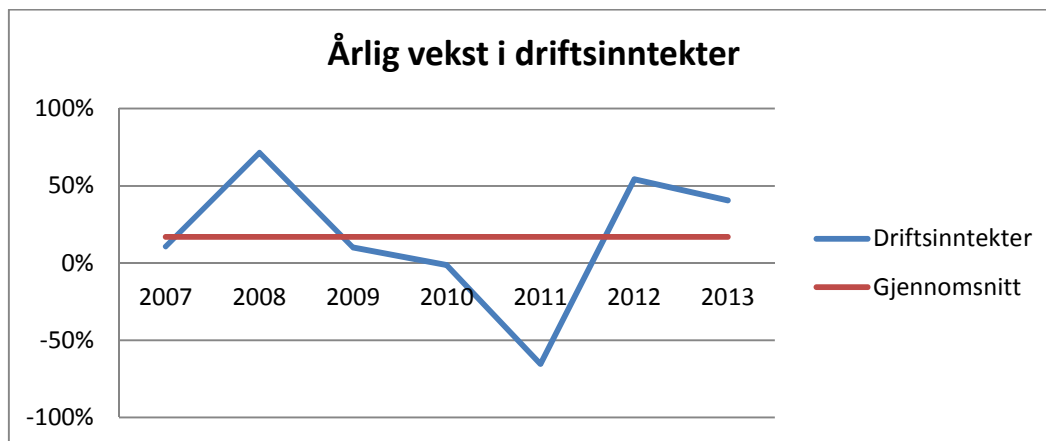
Tabell 18 - Historisk årlig utvikling av omsetningen

Fra tabell 18 ser man store prosentvise variasjoner i driftsinntektene, hvor 2008, 2011 og 2012 har de høyeste markeringene. Den sterke økningen i 2008 skyldes økt salg av store vinsjer til ankerhåndteringsmarkedet. Salgsnivået holdt seg stabilt høyt til og med 2010, og dette resulterte i bedriftens beste historiske omsetning noen gang i 2009. Den sterke nedgangen i 2011 skyldes ettervirkningene av finanskrisen og kollapsen i ankerhåndteringsmarkedet, som



er I.P. Huses viktige inntektskilde. Ved utgangen av 2012 fikk I.P. Huse inn flere ordrer fra riggmarkedet for bygging av vinsjer til ulike rigger. Dette førte til at omsetningen økte. Veksten i riggmarkedet fortsatte videre inn i 2013, noe som førte til ytterligere vekst i omsetningen.

Figur 46 viser utviklingen i den årlige veksten i driftsinntekter for I.P. Huse.



Figur 46 - Historisk årlig utvikling av omsetningen

Figur 46 viser at den gjennomsnittlige veksten for analyseperioden var på 17 %. Den prosentvise endringen av driftsinntektene viser at veksten i perioden 2009 til 2011 svarte til en lavere vekst enn det historiske gjennomsnittet. Det er likevel verdt å tenke på at bedriften låg på en stabil omsetning på over 1 milliard kroner i disse årene. For året 2013 ser en at bedriften igjen fikk en avtagende vekst sammenlignet med året før. Det er forventet at denne trenden vil fortsette inn i 2014 da bedriften har en svak ordresituasjon for neste år. På bakgrunn av dette forventes det en nedgang i omsetningen for år 2014.

For de resterende årene antas det at omsetningen vil øke ettersom man antar at markedet for ankerhåndtering vil oppleve vekst innenfor en 2-års periode. I tillegg er riggmarkedet i vekst noe som vil bidra til å dra omsetningen videre opp (Hervik, Oterhals, Bergem og Johannessen, 2013). På grunn av store oljefunn er det også forventet økt aktivitet i havområdene utenfor Brasil. Det forventes også at aktiviteten i de arktiske strøkene vil øke. Hvis I.P. Huse klarer å få et fotfeste innenfor levering av vinsjer til ankerhåndteringsfartøy, spesialfartøy og rigger til disse områdene, vil de trolig merke en tilsvarende økning i etterspørselsveksten. Da I.P. Huse har en spisskompetanse innenfor produksjon av kraftige vinsjer, er det grunn til å tro at bedriften kan bli inkludert i en vesentlig del av dette markedet. I de arktiske strøkene settes det store krav til funksjonaliteten til vinsjene, da oljen som driver de hydrauliske vinsjene

fryser. I.P. Huse er en av aktørene som prøver å finne en løsning på dette problemet. Hvis bedriften klarer å utvikle en vinsj som er egnet til disse områdene, vil dette også kunne bidra til økt etterspørsel etter deres vinsjer i fremtiden. Det er også verdt å merke seg at bedriften i 2012 søkte etter flere medarbeider på produksjonsnivå. Dette indikerer at bedriften forventer å vokse i fremtiden, noe som er med på å underbygge antakelsen om fremtidig vekst. I tabell 19 presenteres de forventede prosentvise endringene i driftsinntekter for årene fra 2014 til 2021.

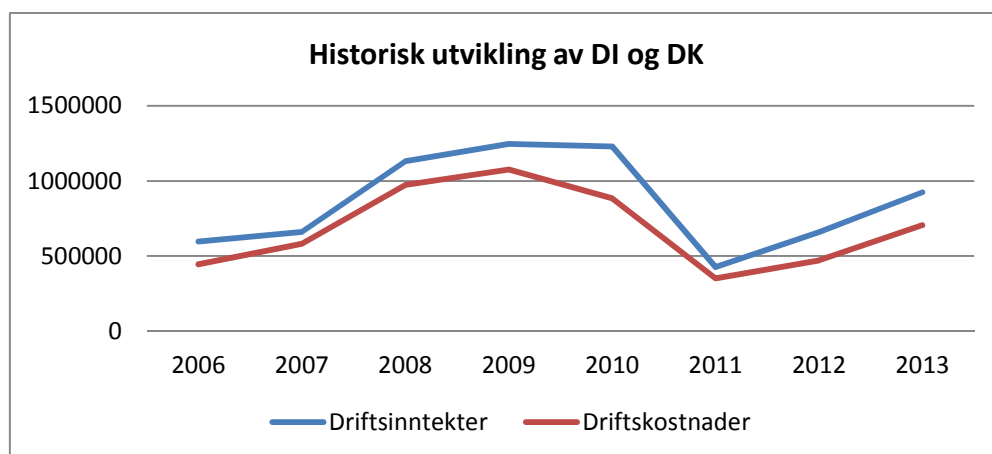
Prognose	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	-50 %	40 %	35 %	20 %	10 %	7 %	6 %	6 %

Tabell 19 - Prognose driftsinntekter

Som en ser fra tabell 19, er det forventet en stor nedgang i driftsinntekter i 2014. Her er det muligens satt en for høy negativ utvikling, da bedriften kan få inn flere ordrer i løpet av året. Dette vil da virke positivt inn for neste års ordresituasjon. For år 2015 og fremover forventes det en bedring i markedet, noe som vil virke positivt på bedriftens omsetning. Med bakgrunn i tidligere antagelser forventes det en relativ høy stigning for årene 2015 til 2017, mens de resterende årene vil konvergere mot veksten i verdensøkonomien. Totalt sett forventes det en gjennomsnittlig økning på 9,25 %, noe som er lavere enn gjennomsnittet for den historiske analyseperioden.

## 9.2.2 Lønnsomhet

Bedriftens fremtidige lønnsomhet kan estimeres ved å analysere de historiske driftskostnadene til bedriften. Grunnen til dette er at bedriftens historiske driftskostnader i stor grad svinger i takt med bedriftens driftsinntekter, jmfør figur 47.



Figur 47 - Utvikling i historisk driftsinntekter og driftskostnader

Ettersom driftsinntektene er bedriftens hovedverdiskaper og utgiftsnivåene i stor grad følger inntektssiden, er det her valgt å se på bedriftens kostnader som en andel av driftsinntektene.

Tabell 20 viser driftskostnadene som prosent av driftsinntektene, samt driftsmarginen.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snitt
Driftsinntekter	596159	660433	1132163	1246063	1230426	426615	658131	924601	896919
Driftskostnader	552524	552524	941296	1042592	853051	322389	442098	679998	690564
% av DI	93 %	84 %	83 %	84 %	69 %	76 %	67 %	74 %	77 %
<b>Driftsresultat</b>									
Driftsresultat (EBITDA)	43635	107909	190867	203471	377375	104226	216033	244603	186015
Driftsmargin	7,3 %	16,3 %	16,9 %	16,3 %	30,7 %	24,4 %	32,8 %	26,5 %	23 %

**Tabell 20 - Historisk vekst i driftsresultat.**

Driftskostnadene til I.P. Huse består av en rekke poster i resultatregnskapet. Disse blir nå gjennomgått i de følgende avsnittene.

#### *Beholdningsendring egentilvirkede varer*

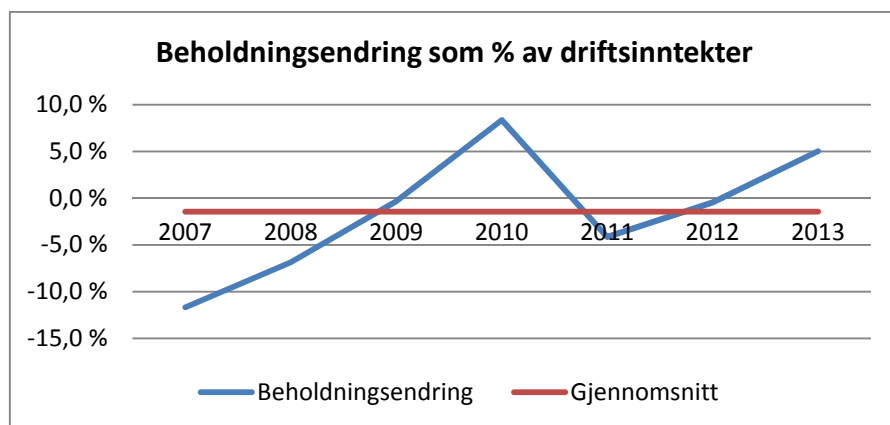
I regnskapet til I.P. Huse består beholdningsendring egentilvirkede varer av varer under tilvirkning og ferdig varer. Bedriften har i utgangspunktet ikke ferdigvarer på lager da disse blir levert til utsalgsstedet Rolls-Royce Marine i Brattvåg, etter hvert som de er ferdig produsert. Dette gjør at beholdningsendringen består av endringer i varer under tilvirkning. Verdien av beholdningsendringen blir utregnet på bakgrunn av endringer i varelagerets verdi i løpet av regnskapsåret, det vil si differansen mellom varebeholdningens verdi 01.01 og ved regnskapets avslutning 31.12. Fra tabell 21 ser man at postene kan være både positive og negative. At postene er negative betyr ikke at beholdningsendringen går ned. Ettersom posten «beholdningsendringer egentilvirkede varer» ligger under driftskostnader gjør dette at et negativ tegn betyr økte beholdningsendringer, og omvendt.

Beholdningsendringen av egentilvirkede varer blir til en viss grad påvirket av driftsinntektene, da sistnevnte gir en indikator på hvor mye inntekt som blir generert i året. Fra tabell 21 ser man at beholdningsendringen gikk drastisk ned i 2010 som følge av at bedriften inngikk færre kontrakter. Dette henger sammen med fallet i ankerhåndteringsmarkedet i 2011, da etterspørselen etter nye ankerhåndteringsfartøyer sank.

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snitt
Beholdningsendring	-13000	-77181	-77761	-4332	102957	-17644	-3023	46680	-4329,14
% av driftsinntekter	-2,2 %	-11,7 %	-6,9 %	-0,3 %	8,4 %	-4,1 %	-0,5 %	5,0 %	-1,4 %

Tabell 21 - Historisk utvikling beholdningsendring egentilvirkede varer

Figur 48 viser beholdningsendring som prosent av omsetningen.



Figur 48 - Historisk årlig utvikling av beholdningsendring som prosent av driftsinntekter

Det antas at kostnadene knyttet til beholdningsendringen for 2014 faller, da omsetningen for dette året blir redusert. En økning for de resterende periodene er naturlig å anta ettersom omsetningen også vil stige. I tabell 22 presenteres de fremtidige prognosene til beholdningsendringene for perioden 2014 til 2021.

Prognose	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Beholdningsendring	4 %	-6 %	-4 %	-4 %	-3 %	-2 %	-2 %	-2 %

Tabell 22 - Prognose beholdningsendring

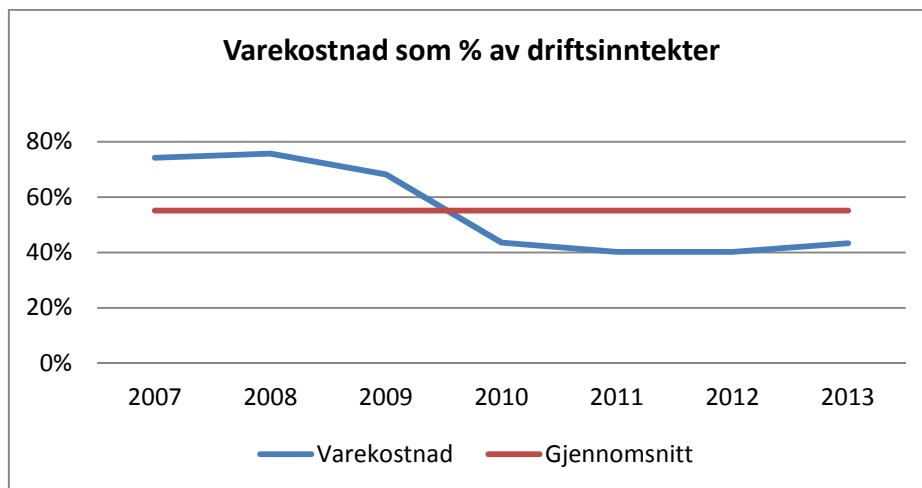
### Varekostnad

Varekostnaden representerer kostnadene for alle varer som har blitt forbrukt i en gitt periode, og er den største kostnaden knyttet til driftskostnadene. Det er kun varer som er solgt eller brukt som skal tas med i utregningen av varekostnad.

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snitt
Varekostnad	314943	490119	858033	850187	536103	171685	264578	400415	510160
% endring		56 %	75 %	-1 %	-37 %	-68 %	54 %	51 %	19 %
% av DI	53 %	74 %	76 %	68 %	44 %	40 %	40 %	43 %	55 %

Tabell 23 - Utvikling av historisk varekostnad

Som tabell 23 viser, har den gjennomsnittlige varekostnaden utgjort 55 % av driftsinntektene. Figur 49 viser varekostnad som prosent av driftsinntektene.



Figur 49 - Historisk årlig utvikling av varekostnaden som prosent av driftsinntekter

For året 2010 utgjorde varekostnaden kun 44 % av driftsinntektene, noe som bidro til at I.P. Huse stod igjen med en EBITDA på hele NOK 377, 375 millioner. Den prosentvise veksten viser at varekostnaden falt med 37 % fra 2009, noe som kan skyldes at bedriften forventet en nedgang i antall ordrer i et fallende ankerhåndteringsmarked. Året etter, 2011, falt varekostnaden ytterligere med hele 68 %. Kollapset i ankerhåndteringsmarkedet var da en realitet og førte til at innkjøp av råvarer og halvfabrikater ble ytterligere redusert. For årsperioden 2012 til 2013 steg varekostnadene igjen, noe som skyldes økt produksjon til riggmarkedet.

For de fremtidige prognosene, jmfør tabell 24, antas det at varekostnadene vil svinge i takt med driftsinntektene, og ligge omtrent på det historiske gjennomsnittet på 55 % av driftsinntektene. For den første perioden antas det at varekostnadene vil utgjøre i overkant av 40 %, noe som da vil ligge på omtrent den samme utviklingen som de siste årene. Etter hvert antas det at varekostnadene vil stige litt mer, da det er knyttet usikkerhet rundt priser rundt råvaretilgangen. Tabell 24 viser prognosene for varekostnad i årene fra 2014 til 2021.

Prognose	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Varekostnad	40 %	45 %	50 %	53 %	50 %	50 %	50 %	50 %

Tabell 24 - Prognose varekostnad

### Lønnskostnader

Lønnskostnader for bedriften knytter seg til en rekke ulike typer kostnader til arbeidskraften, og er delt inn i direkte og indirekte kostnader. De direkte lønnskostnadene er den løpende lønnen til arbeidstakerne, mens de indirekte lønnskostnadene knytter seg til blant annet

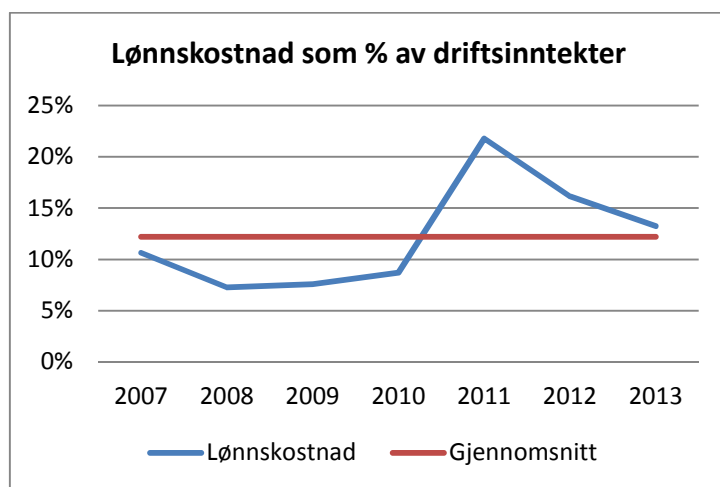
lovpålagte kostnader, avtalefestede kostnader og kostnader som bedriften selv har kontroll over.

Det velges her å ta totalsummen av lønnskostnadene ettersom en inndeling av de ulike postene ikke vurderes å være hensiktsmessig.

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snitt
Lønnskostnad	59789	70336	82311	94284	107144	92971	106166	122384	96513,7
% endring		18 %	17 %	15 %	14 %	-13 %	14 %	15 %	11 %
% av DI	10 %	11 %	7 %	8 %	9 %	22 %	16 %	13 %	12 %

Tabell 25 - Historisk utvikling av lønnskostnad

Fra tabell 25 ser en at lønnskostnadene har økt hvert år, med unntak for år 2011. I perioden fra 2007 til 2010 hadde bedriften et relativt stabilt antall årsverk, mens for året 2011 valgte bedriften å nedbemanne arbeidsstaben fra 135 til 130 årsverk noe som førte til en reduksjon i lønnskostnadene. For årene 2012-2013 økte bedriften antall årsverk til 138 og 141, noe som igjen førte til økte lønnskostnader.



Figur 50 - Historisk årlig utvikling av lønnskostnad som prosent av driftsinntekter

Sammenligner man gjennomsnittet av den prosentvise endringen i lønnskostnadene med den prosentvise endringen i driftsinntektene, ser man at gjennomsnittssatsen for disse to er forholdsvis like. Gjennom analyseperioden avviker disse mer. En kunne ha tatt lønnskostnadene separat, det vil si ikke å basere lønnskostnaden som en prosent av driftsinntektene. Det velges likevel å benytte seg av den samme fremgangsmåten for lønnskostnadene som det har blitt gjort for de andre driftskostnadene, da det vurderes slik at denne metoden vil gi en mer fornuftig utvikling.

På bakgrunn av at bedriften ønsker å beholde et relativt stabilt antall årsverk sees det ingen grunn til at bedriften for år 2014 velger å nedbemanne, selv om det er forventet en reduksjon i omsetningen dette året. Det er også verdt å nevne at ettersom det ble valgt å benytte seg av lønnskostnad som prosent av omsetningen, vil lønnskostnaden gå ned for år 2014 som følge av reduksjon i omsetningen. Dette kan sees på som at bedriften velger å nedjustere antall ansatte på produksjonsnivå. I tabell 26 er fremtidsprognosene for lønnskostnadene presenterte.

Prognose	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Lønnskostnad	13 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %

Tabell 26 - Prognose lønnskostnad

For år 2014 velges det å gå videre med den avsluttende satsen som bedriften hadde for år 2013. For de resterende årene i prognosen antas det at lønnskostnaden vil øke med 15 %.

#### *Annen driftskostnad*

Annen driftskostnad er en restpost for kostnader som oppstår i den daglige driften og som ikke blir dekket av de øvrige driftskostnadene. Dette gjør at posten «annen driftskostnad» ofte er en sammenslått post av ulike kostnader.

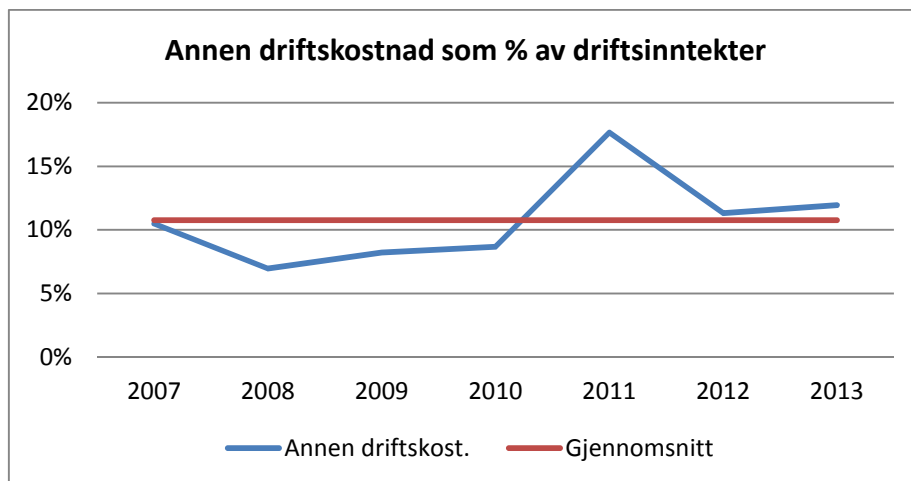
I årsregnskapet til I.P. Huse består denne posten av tre sammenslåtte kostnadsposter:

Vedlikehold, garantikostnader/tap på krav og øvrige produksjonskostnader.

Vedlikeholdskostnader er kostnader knyttet til vedlikehold av maskiner, produksjonshaller samt andre lokaler. Garantikostnader er forpliktelser som bedriften har overfor sine kunder, og kan være av både positiv og negativ verdi. Produksjonskostnader antas å være en restpost av diverse andre kostnader som ikke hører hjemme i de to nevnte postene ovenfor. På bakgrunn av at det er lite informasjon å uthente for disse postene, velges det her å slå sammen de tre postene til én post, jamfør tabell 27.

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snitt
Annen driftskostnad	60736	69250	78713	102453	106846	75377	74426	110519	88226,3
% endring		14 %	14 %	30 %	4 %	-29 %	-1 %	48 %	11 %
% av DI	10 %	10 %	7 %	8 %	9 %	18 %	11 %	12 %	11 %

Tabell 27 - Historisk utvikling av annen driftskostnad



Figur 51 - Historisk årlig utvikling av annen driftskostnad som prosent av driftsinntekter

Som en kan se fra tabell 27 har annen driftskostnad som prosent av driftsinntekt holdt seg relativt stabilt frem mot år 2010. For år 2011 steg posten betraktelig, for deretter å stabilisere seg på et nivå rundt 11-12 % av driftsinntektene. Dette kan en også se ut fra figur 51.

Økningen i 2011 skyldes økte garantikostnader/tap på krav. Vedlikeholdskostnaden og annen produksjonskostnad har stort sett vært stabile gjennom analyseperioden.

For fremtiden antas det at annen driftskostnad i første del av prognoseperioden vil ligge over den historiske satsen, men at denne etter hvert vil konvergeres mot den historiske gjennomsnittssatsen. For år 2014 velges det en sats på 18 % da en antar et fall i omsetningen. Dette tilsvarer prosentsatsen for 2011, da bedriften opplevde at driftsinntektene ble sterkt redusert fra året før, og som resulterte i at annen driftskostnad utgjorde en større del av driftsinntektene. I tabell 28 er fremtidsprognosene for annen driftskostnad presentert.

Prognose	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Annen driftskostnad	18 %	13 %	12 %	11 %	11 %	10 %	10 %	10 %

Tabell 28 - Prognose annen driftskostnad



### 9.2.3 Prognose samlet EBITDA

I kapittel 9.2 ble alle de nødvendige prognosene som inngår i EBITDA gjennomført. En kan nå sette disse variablene sammen, og beregne den fremtidsrettede EBITDA. I tabell 29 er denne utregnet. EBITDA danner grunnlaget for bedriftens fremtidsrettede kontantstrøm fra driften.

ÅR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	462301	647221	873748	1048498	1153347	1234082	1308126	1386614
<i>Driftskostnader</i>								
Beholdningsendring	18492	-38833	-34950	-41940	-34600	-24682	-26163	-27732
Varekostnad	184920	291249	436874	555704	611274	654063	693307	734905
Lønnskostnad	60099	97083	131062	157275	173002	185112	196219	207992
Annen driftskostnad	83214	97083	122325	146790	138402	148090	156975	166394
<b>EBITDA</b>	<b>115575</b>	<b>200638</b>	<b>218437</b>	<b>230669</b>	<b>265270</b>	<b>271498</b>	<b>287788</b>	<b>305055</b>

Tabell 29 - Samlet budsjettert EBITDA

Som en kan se fra tabell 29 er EBITDA for 2014 blitt redusert fra dagens nivå (2013). Prognosene videre viser til en positiv trend, og dette viser at en forventer bedriften vil fortsette å vokse fremover.

### 9.2.4 Investeringer

For å kunne finne den endelige kontantstrømmen fra drift må en trekke fra bedriftens normale investeringer.

I.P. Huses investeringer består av driftsinvesteringer (varige driftsmidler). Driftsinvesteringer er svært viktig for bedriften da disse er med på å sikre og opprettholde en kontinuerlig og god kvalitet innenfor driften. Beregning av bedriftens normale investeringer kan gjøres på to ulike måter. Den første metoden er å benytte bedriftens kontantstrømsoppsett. Her finner man bedriftens kjøp og salg av varige anleggsmidler. I den andre metoden følger en dette oppsettet:

$$\begin{aligned} & \text{Anleggsmidler årsslutt} \\ - & \text{Anleggsmidler årsstart} \\ + & \text{Av- og nedskrivninger} \\ \hline = & \text{Investeringer} \end{aligned}$$

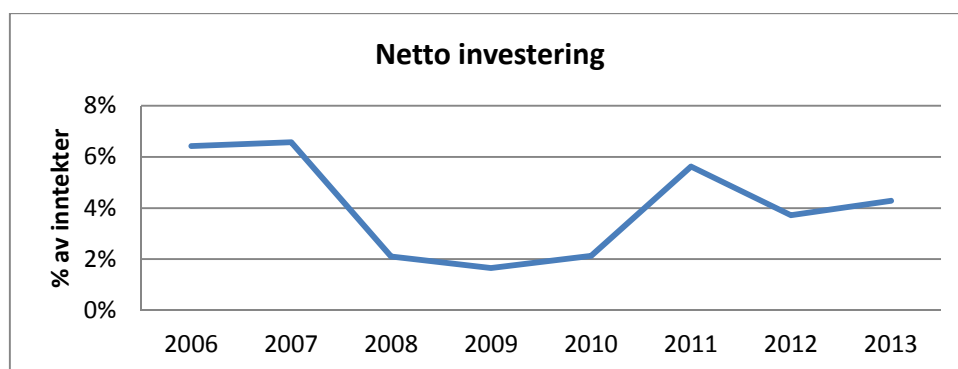
I denne utredningen er det valgt å benytte seg av kontantstrømoppsettet til bedriften. Ved å ta kjøp av varige driftsmidler og trekke fra salg av varige driftsmidler får man bedriftens normale investeringer, som vist i tabell 30.

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snitt
Utbetaling kjøp av varige DM	38308	45268	24077	21030	26473	24138	24643	39684	29330
Innbetaling salg av varige DM	0	1827	220	481	343	150	205	62	470
<b>Netto investering</b>	<b>38308</b>	<b>43441</b>	<b>23857</b>	<b>20549</b>	<b>26130</b>	<b>23988</b>	<b>24438</b>	<b>39622</b>	28861
% av DI	6,4 %	6,6 %	2,1 %	1,6 %	2,1 %	5,6 %	3,7 %	4,3 %	3,7 %

Tabell 30 - Utvikling i historiske investeringskostnader

Hovedinvesteringen til I.P. Huse er knyttet til maskiner og anlegg. Dette er naturlig da bedriften har stort behov for maskiner og anlegg til å kunne utføre de mange prosessene innenfor vinsjeproduksjon. En ser fra tabell 30 at investeringskostnaden gjennom analyseperioden har vært relativt stabil. For en industribedrift er dette normalt da en trenger jevnlig utskifting av blant annet maskiner og utstyr for å kunne opprettholde en god og lønnsom produksjon, og ikke minst for å opprettholde kvaliteten. I tabell 30 og figur 52 kan en se at nettoinvestering i forhold til driftsinntekter i perioden fra 2008 til 2010 var lav i forhold til både tidligere og senere år. Dette henger sammen med den høye omsetningen bedriften hadde, da de leverte vinsjeanlegg for over 1 milliard kroner.

Salg av varige driftsmidler er forholdsvis lav. Dette skyldes nok at maskinene som tidligere er blitt benyttet ikke lenger innehar noen stor verdi ved videre salg. Det bidrar til at nettoinvestering ikke skiller seg så mye fra det bedriften påkoster ved kjøp av nye maskiner. Figur 52 viser utvikling i netto investering som andel av driftsinntekter.



Figur 52 - Utvikling netto investering som andel av driftsinntekter

Det antas at netto investering år 2014 vil ligge litt høyere enn investeringen i 2013. Grunnen til dette er forventningen om at bedriften vil foreta en del utskiftninger av gammelt utstyr, og dermed fortsette trenden fra fjoråret. For år 2015 antas det at investeringen blir lavere, for

deretter å øke litt igjen i år 2016. Etter hvert er det naturlig å anta at investeringene vil ligge omtrent på det historiske gjennomsnittet, da bedriften etter et par år med utskiftninger av utstyr vil legge seg på et normalt investeringsnivå. Tabell 31 gir en oversikt over prognosen for investeringer.

Prognose	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Investeringer	5,9 %	3,7 %	4,5 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %

Tabell 31 - Prognose investeringer

## 9.2.5 Utvikling i arbeidskapital

Arbeidskapital viser bedriftens driftsrentabilitet, og er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig ikke-rentebærende gjeld. En endring av denne arbeidskapitalen vil påvirke kontantstrømmen som får bedriften drift og til eierne. På grunn av dette er det derfor nødvendig å utarbeide prognoser på bedriftens arbeidskapital frem i tid.

I tabell 32 er det utarbeidet bedriftens omsetningsavhengige arbeidskapital. Grunnen til at det velges å benytte denne type arbeidskapitalen kommer av at en skal se bort ifra de finansielle omløpsmidlene, da finansielle poster ikke bidrar til bedriftens drift. Dette gjør at de driftsrelaterte omløpspostene er poster knyttet til kundefordringer og varelager, mens den driftsrelaterte gjelden er kortsiktig omsetningsavhengig gjeld og er knyttet til postene leverandørgjeld, skyldig offentlige avgifter, betalbar skatt og annen rentefri gjeld.

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snitt
<b>Omløpsmidler</b>	202569	604162	838775	534383	344698	355239	482057	374673	467070
% av driftsinntekter	34 %	91 %	74 %	43 %	28 %	83 %	73 %	41 %	58 %
<b>KDG</b>	216360	465639	555115	442013	379473	290399	414278	342246	388190
% av driftsinntekter	36 %	71 %	49 %	35 %	31 %	68 %	63 %	37 %	49 %
<b>Arbeidskapital</b>	<b>-13791</b>	<b>138523</b>	<b>283660</b>	<b>92370</b>	<b>-34775</b>	<b>64840</b>	<b>67779</b>	<b>32427</b>	<b>78879</b>
% av driftsinntekter	-2 %	21 %	25 %	7 %	-3 %	15 %	10 %	4 %	10 %

Tabell 32 - Utvikling i historisk omsetningsavhengig arbeidskapital

Det er ifølge Thorensen (2006) normalt for industribedrifter at den omsetningsavhengige arbeidskapitalen over driftsinntekter ligger mellom 5 til 15 %. Som en ser fra tabell 32 har arbeidskapital som andel av driftsinntekter til I.P. Huse variert gjennom analyseperioden, mens gjennomsnittet ligger på 10 %.

Det er for bedrifter positivt å inneha en positiv arbeidskapital, da dette indikerer at de vil være bedre i stand til å kunne fortsette driften i fremtiden. Dette gjør at en høy arbeidskapital indikerer at bedriften vil være bedre posisjonert for suksess da de innehar tilstrekkelig med midler for å kunne dekke både den kortsiktige gjelden og kommende driftsutgifter. Dersom en hadde sett på den totale arbeidskapitalen ville de presenterte tallene ovenfor ha blitt svært ulike. I tabell 33 vises den totale arbeidskapitalen til I.P. Huse.

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snitt
<b>Omløpsmidler</b>	383385	669545	847218	834609	954101	869965	1070072	914688	817948
% av driftsinntekter	64 %	101 %	75 %	67 %	78 %	204 %	163 %	99 %	106 %
<b>KDG</b>	230819	465639	646170	461980	399440	310366	444266	382246	417616
% av driftsinntekter	39 %	71 %	57 %	37 %	32 %	73 %	68 %	41 %	52 %
<b>Arbeidskapital</b>	152566	203906	201048	372629	554661	559599	625806	532442	400332
%endring arb.kapital		34 %	-1 %	85 %	49 %	1 %	12 %	-15 %	23 %
% av driftsinntekter	26 %	31 %	18 %	30 %	45 %	131 %	95 %	58 %	54 %

**Tabell 33 - Utvikling i historisk arbeidskapital**

Som en ser får man helt andre tall når en tar utgangspunkt i bedriftens omløpsmidler fratrukket den kortsiktige driftsrelaterte gjelden. Her har omløpsmidlene utgjort hele 106 % av driftsinntektene, mens den kortsiktige driftsrelaterte gjelden har utgjort 52 % av driftsinntektene. Den enorme økningen av omløpsmidler som andel av driftsinntektene i 2011 skyldes at driftsinntektene falt med hele 65 % fra fjoråret, mens omløpsmidlene fortsatt holdt seg på et høyt nivå. For 2012 økte driftsinntektene noe som førte til at andelen av omløpsmidler i forhold til driftsinntektene falt litt sammenlignet med året før. Denne utviklingen fortsatte videre inn i år 2013 som resulterte i en lavere presentsats av driftsinntektene.

Når det gjelder den kortsiktige driftsrelaterte gjelden ser en at denne økte i 2012, noe som skyldes en økning i leverandørgjelden og forskudd fra kunder. Totalt sett har denne gjelden vært mye mindre enn omløpsmidlene noe som da har ført til at bedriften innehar en svært stor andel av arbeidskapital. En kan på bakgrunn av dette si at bedriften har svært gode framtidsutsikter, da de har tilstrekkelig med midler for å kunne dekke løpende utgifter og fremtidige utgifter.

For predikasjon av arbeidskapitalen velges det her å benytte den omsetningsavhengige arbeidskapitalen, da dette er den mest rette metoden å bruke som nevnt tidligere. Prognosene

som en kan se i tabell 34 er basert på det historiske gjennomsnittet fra de tre siste årene. Gjennomsnittet gav en sats på 10 %, noe som tilsvarer det historiske gjennomsnittet.

Prognose	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Arbeidskapital	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %

Tabell 34 - Prognose omsetningsavhengig arbeidskapital

### 9.2.6 Effektiv skattesats

Det velges her å benytte en effektiv skattesats på 27 % for I.P. Huse da dette er den nye lovbestemte satsen for skattepliktige norske bedriften. Denne blir benyttet ved utregning av skatt på henholdsvis EBITDA og investeringer, og er en del av utregningen av den fremtidige kontantstrømmen.

## 9.3 Kontantstrømprøgnose til totalkapitalen

Basert på tidligere antagelser og de utregnede variablene kan en nå presentere den samlede kontantstrømmen til totalkapitalen for I.P. Huse. Disse er vist i tabell 35.

ÅR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>EBITDA</b>	<b>115575</b>	<b>200638</b>	<b>218437</b>	<b>230669</b>	<b>265270</b>	<b>271498</b>	<b>287788</b>	<b>305055</b>
Normale investeringer	27276	23947	39319	38794	42674	45661	48401	51305
Endring i arbeidskapital	13803	18492	22653	17475	10485	8073	7404	7849
<b>Kontantstrøm til totalkapitalen FSK</b>	<b>74496</b>	<b>158199</b>	<b>156466</b>	<b>174400</b>	<b>212111</b>	<b>217764</b>	<b>231983</b>	<b>245902</b>
Effektiv skatt	23841	47707	48362	51806	60101	60976	64635	68513
<b>Kontantstrøm til totalkapitalen ESK</b>	<b>50656</b>	<b>110493</b>	<b>108104</b>	<b>122594</b>	<b>152010</b>	<b>156788</b>	<b>167348</b>	<b>177389</b>

Tabell 35 - Kontantstrømprøgnoser for I.P. Huse 2014-2021

Som en kan se fra tabell 35 så vil verdien for EBITDA nesten tredoble seg fra 2014 til 2021. Normale investeringer vil også øke gjennom perioden, mens endring i arbeidskapital vil bli redusert mot slutten av perioden. Dette kommer av at det ikke blir så store endringer i arbeidskapital for de tre siste årene (2019-2021). Kontantstrøm til totalkapitalen etter skatt (ESK) vil være forholdsvis lav for år 2014. Dette kommer av at bedriften per dags dato har en lav ordretilgang for neste år, og en forventer at omsetningen for neste år vil bli redusert. Men som en ser vil prognosene forbedre seg for de resterende årene da kontantstrøm til totalkapitalen forventes å stige.

## Kapittel 10. Fundamental verdsettelse av I.P. Huse

I dette kapitlet blir den endelige verdien på I.P. Huses egenkapital beregnet ut fra den fundamentale verdsettelsesmetoden. I kapittel 3 ble det valgt å basere verdivurderingen på totalkapitalmetoden, som er en av de inntjeningsbaserte metodene. I forrige kapittel ble den fremtidige kontantstrømoppstillingen til totalkapitalmetoden gjennomgått med bakgrunn i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Nå skal selve verdiestimatet til I.P. Huses finnes ved å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen basert på et fremtidig avkastningskrav på totalkapitalen.

Fremgangsmåten blir som vist i tabell 36.

	Nåverdiberegning av kontantstrøm til totalkapitalen (WACC)
+/-	Netto finansiell gjeld
=	<b>Verdi egenkapital</b>

Tabell 36 - Rammeverk fundamental verdsettelse

### 10.1 Fremskrivning av avkastningskrav

For å kunne fullføre verdsettelsen trenger en å fremskrive avkastningskravet til egenkapitalen. Metoden som benyttes for utregningen er den samme som under kapittel 7. De fremskrevne kravene vil til slutt kunne danne et fremtidsrettet avkastningskrav til totalkapitalen (WACC), som da vil være med på å finne selskapsverdien (Enterprise value).

WACC står for Weighted Average Cost of Capital, og representerer et vektet gjennomsnitt av kravet til egenkapital og gjeld, og dermed kravet til minimumsavkastningen for både investor(er) og kreditor(er). Formelen til WACC er som følger:

$$WACC (k_T) = k_E * \frac{EK}{EK + Gjeld} + k_G * (1 - s) * \frac{Gjeld}{EK + Gjeld}$$

Formelen gir at avkastningskravet til totalkapitalen ( $k_T$ ) kan finnes ved å summere egenkapitalkravet ( $k_E$ ) multiplisert med egenkapitalandelen og gjeldskravet ( $k_G$ ) multiplisert med gjeldsandelen. Det blir i forhold til gjeldskravet tatt hensyn til skattefordelen ( $1-s$ ) ved bruk av gjeldsfinansieringen.

Et viktig aspekt ved avkastningskravet til totalkapitalen er Miller og Modiglianis (M&M) teorem knyttet til finansiering av en bedrift. Teoremet sier at i et perfekt kapitalmarked vil markedsverdien til en bedrift være helt uavhengig av dets kapitalstruktur (Jensen, Michal og William, 1976). Dette betyr at markedsverdien til en bedrift er helt uavhengig av hvordan kapitalstrukturen er bygget opp, det vil si sammensetningen av egenkapital og gjeld. Videre bygger teoremet på forutsetninger om null skatt, fravær av transaksjonskostnader, agentkostnader og symmetrisk informasjon mellom aktørene. Det sistnevnte er innforstått med at alle aktører innehar lik informasjon til alle tider. Agentkostnader oppstår når investor og ledelsen i en bedrift ikke har sammenfallende mål (Jensen, Micheal og William, 1976).

Kjernen i teoremet til Miller og Modigliani er at bedriftens finansiering ikke vil påvirke verdien til bedriften. Dette innebærer at beregningene til både egenkapitalen og den rentebærende gjelden (finansielle gjelden) ikke vil bli påvirket av kapitalstrukturen over budsjettperioden. Endringer i kapitalstruktur vil derfor ikke bli påvirket av kontantoverskuddene som genereres fra bedriftens aktiviteter. Med utgangspunkt i dette trenger en da ikke å ta hensyn til fremtidige endringer av finansieringen, noe som kunne ha blitt vanskelig å finne en god tilnærming til (Jensen, Micheal og William, 1976).

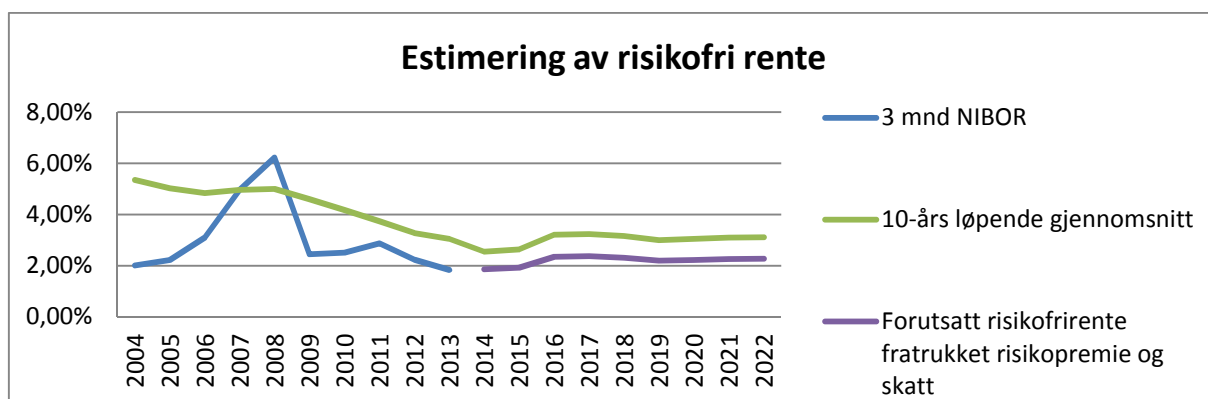
### **10.1.1 Egenkapitalkrav**

Ved utregning av egenkapitalkravet benyttes kapitalverdimodellen (KVM). Denne modellen ble presentert i kapittel 7.1, og trenger følgelig ingen ytterligere forklaringer. En gjengivelse av formelen for utregning av det historiske avkastningskravet er vist under:

$$E_{kk} = R_f + \beta * (R_M - R_f) + \lambda$$

#### *Risikofri rente*

Som risikofri rente benyttes det et tiårs løpende gjennomsnitt av tremåneders NIBOR-rente. Denne blir så fratrukket en risikopremie på 10 % og en skatt på 27 %, jamfør figur 53.



Figur 53 - Estimering av risikofri rente

Ti års løpende gjennomsnitt av tremåneders NIBOR-rente er beregnet til å være 3,7 %. Etter fratrukk for risikopremie og skatt ligger denne på 2,5 %. Denne brukes som utgangspunkt for å estimere den fremtidige risikofrie renten i årene fra 2014 til 2021.

#### *Egenkapitalbeta*

Beta til egenkapitalen for I.P. Huse ble i kapittel 7.1.2 satt til å være én. Denne verdien brukes for alle årene i den fremtidige analyseperioden.

#### *Likviditetspremie*

Likviditetspremien ble i kapittel 7.1.3 satt til å være 4 %. Denne benyttes for hele den fremtidige analyseperioden, da aksjen til I.P. Huse vil fortsette med å ikke være omsatt og følgelig ikke noteres på børs.

#### *Markedspremie*

Den gjennomsnittlige historiske markedspremien ble i kapittel 7.1.4 anslått til å være 5,19 %. Denne verdien settes konstant for alle de fremtidige årene i budsjetteringsperioden.

#### *Estimert egenkapitalkrav*

Fra de gjennomgåtte delavsnittene ovenfor har en nå alle de estimerte variablene som trengs i KVM. Ut fra disse kan en beregne det fremtidsrettede egenkapitalkravet, som vist i tabell 37.



ÅR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Risikofri rente etter skatt	1,68 %	1,73 %	2,11 %	2,13 %	2,08 %	1,97 %	2,00 %	2,04 %
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1
Risikopremie	5,19 %	5,19 %	5,19 %	5,19 %	5,19 %	5,19 %	5,19 %	5,19 %
Likviditetspremie	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>10,87 %</b>	<b>10,92 %</b>	<b>11,30 %</b>	<b>11,32 %</b>	<b>11,27 %</b>	<b>11,16 %</b>	<b>11,19 %</b>	<b>11,23 %</b>

Tabell 37 - Fremskrevet egenkapitalkrav

Det estimerte egenkapitalkravet i tabell 37 varierer noe fra det historiske egenkapitalkravet som ble beregnet i kapittel 7.1.5. Variasjonen kommer blant annet av en benytter en fast markedspremie, noe som en ikke antok i det historiske egenkapitalkravet. I tillegg er den risikofrie renten høyere fra 2016 til 2021, som bidrar til at egenkapitalkravet ligger over det historiske kravet til egenkapitalen.

### 10.1.2 Finansielt gjeldskrav

For å beregne bedriftens gjeldskrav tar en utgangspunkt i den rentebærende gjelden. Denne er for øvrig klassifisert som finansiell gjeld. I.P. Huse har over lengre tid hatt begrenset rentebærende gjeld, noe som vil påvirke beregningen til den fremtidsrettede WACC. Den driftsrelaterte gjelden er som nevnt tidligere ikke-rentebærende, og vil følgelig ikke være en del av den finansielle gjelden. Det er antatt at eventuelle påløpte og betalte renter knyttet til den driftsrelaterte gjelden vil bli dekket av driften. En er derfor bare interessert i den finansielle gjelden da denne inngår i WACC, og blir nedbetalt av den frie kontantstrømmen til totalkapitalen.

Det finansielle gjeldskravet til bedriften kan settes opp på følgende måte:

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = R_f * (1 - s) + \text{systematisk operasjonell risiko} \\ + (\text{Kredittrisikofaktor} * R_f)$$

Denne representerer følgelig långivernes krav ut fra risikofrie rente etter skatt, premie for systematisk operasjonell risiko, og en kredittpremie.

### *Risikofri rente*

For det finansielle gjeldskravet benyttes den samme risikofrie renten som for egenkapitalkravet, bortsett fra at den risikofrie renten bare blir justert for skatt, og ikke for risikopremie. Beregningene for hvert år er vist i tabell 38.

	År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Risikofri rente	2,6 %	2,6 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,0 %	3,1 %	3,1 %
-	27 % skatt	0,7 %	0,7 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
=	<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>1,86 %</b>	<b>1,92 %</b>	<b>2,34 %</b>	<b>2,37 %</b>	<b>2,31 %</b>	<b>2,19 %</b>	<b>2,23 %</b>	<b>2,26 %</b>

Tabell 38 - Risikofri rente til finansielt gjeldskrav

### *Systematisk operasjonell risiko*

Den systematiske risikoen til gjelden er representert ved gjeldsbetaen. For fremtidige estimat antas denne til å være null, da en forutsetter at investor over tid forventer at risiko til de finansielle eiendelene, og risikoen til gjelden vil utligne hverandre. En står derfor ikke igjen med noen systematisk operasjonell risiko for gjelden.

### *Kredittpremie*

Kredittpremie her gitt ved kredittrisikofaktor multiplisert med risikofri rente. Ut fra den syntetiske ratingen i kapittel 8.2 ble I.P. Huses historiske kredittrating vurdert til å være stigende gjennom analyseperioden, hvor ratingen steg fra BBB i 2007 til AA i 2013. Kredittratingen er her knyttet til sannsynligheten for at bedriften går konkurs. Hvis bedriften har lav kredittrating kan dette føre til at finansielle långivere ikke får dekket inn sine krav til bedriften. En tar her høyde for bedriftens sannsynlighet for konkurs ved å estimere kredittpremien. Kredittpremien vil derfor fungere som en kompensasjon til långiver(e) for å påta seg risiko, og følgelig føre til høyere avkastning til høyere anslått konkursansynlighet.

Når en skal fremskrive kredittrisikofaktoren blir denne basert på bedriftens historiske utvikling. Fra den historiske ratingen ble det vurdert dit hen at sannsynligheten for å gå konkurs var svært lav (AA). Dette kommer som følge av at bedriften de siste årene har hatt en svært lav rentebærende gjeld, og at den i stor grad er egenfinansiert. Ut fra det bedriften har prestert gjennom analyseperioden er det rimelig å anta at bedriften ikke vil få en større konkursrisiko i den nærmeste fremtid. Selv om enkelte bedrifter i bransjen sliter med underskudd, har I.P. Huse klart å levere positive resultater gjennom hele finanskrisen og frem til i dag. Her kan det også trekkes frem bedriftens målsetning om å inneha en stor egenkapital

som skal fungere som en buffer mot dårligere tider. I dag betraktes egenkapitalen til bedriften som svært høy, noe som gjør at bedriften er god rustet til å kunne stå imot lengre perioder med dårligere resultat. Det antas derfor at bedriften ikke vil få problemer med å få innvilget nye lån fra finansinstitusjoner i fremtiden.

Ut fra det som er argumentert for i det foregående avsnittet er det ikke behov for å nedjustere kredittratingen til bedriften. For år 2014 kunne en ha valgt å nedjustere kredittratingen fra AA til A, da en lavere likviditet og soliditet mest sannsynlig vil forekomme dette året. Det velges likevel å benytte den gjennomsnittlige kredittratingen på AA for år 2014 og for resten av perioden. Dette gjøres på grunnlag av at nedgangen for neste år er forventet å være forbigående, og denne vil bli utlignet utover perioden. I tabell 39 er beregningen for gjeldskravet til I.P. Huse vist.

#### *Estimert gjeldskrav*

ÅR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Ratingklasse</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>
Kredittrisikofaktor	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Risikofri rente etter skatt	1,86 %	1,92 %	2,34 %	2,37 %	2,31 %	2,19 %	2,23 %	2,26 %
Kredittrisikopremie	0,28 %	0,29 %	0,35 %	0,35 %	0,35 %	0,33 %	0,33 %	0,34 %
<b>Gjeldskrav</b>	<b>2,14 %</b>	<b>2,21 %</b>	<b>2,69 %</b>	<b>2,72 %</b>	<b>2,65 %</b>	<b>2,52 %</b>	<b>2,56 %</b>	<b>2,60 %</b>

**Tabell 39 - Fremskrevet gjeldskrav**

I.P. Huse har en svært lav gjeldsandel, jamfør det historiske regnskapet presentert i kapittel 5.2. Dette har ført til at bedriften har en svært lav til nesten ikke eksisterende finansiell gjeld. Ettersom den finansielle gjelden vil ha en svært liten påvirkning for beregning av WACC, er det teoretisk sett ikke nødvendig å beregne kredittpremien eller det estimerte gjeldskravet. Valget falt likevel på å vise hvordan denne utviklingen ville muligens ha utartet seg for fremtiden, da beregning knyttet til gjeldsandelen er med i beregningen WACC.

### **10.1.3 Beregning av WACC**

På bakgrunn av de beregnede faktorene fra de forrige delkapitlene har en nå det som trengs for å kunne beregne det veide avkastningskravet til total kapitalen (WACC).

Avkastningskravet til total kapitalen blir som nevnt veid ved å benytte egenkapital og finansiell gjeld som vekter. Egenkapitalen er her beregnet ut fra den omgrupperte

egenkapitalen, det vil si bokført egenkapital inklusiv utbytte. En markedsverdi for bedriften er ikke å oppdrive da I.P. Huse ikke har omsett sine aksjer på markedet.

Basert på omgrupperingen til sysselsatt kapital i kapittel 5.4 ble egenkapital til I.P. Huse for år 2013 beregnet til å være NOK 859,037 millioner. Den finansielle gjelden på samme tidspunkt ble satt til NOK 1,062 millioner. Den fullstendige kapitalstrukturen er vist i tabell 40.

	2013	Andel	%-andel
EK-verdi	859037	0,9988	100 %
Verdi av FGJ	1062	0,0012	0 %

Tabell 40 - Kapitalstrukturen til I.P. Huse

Tabell 41 viser beregnet fremtidig WACC.

ÅR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EK-andel	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Gjelds-andel	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Egenkapitalkrav	9,87 %	9,92 %	10,30 %	10,32 %	10,27 %	10,16 %	10,19 %	10,23 %
Gjeldskrav	2,14 %	2,21 %	2,69 %	2,72 %	2,65 %	2,52 %	2,56 %	2,60 %
<b>WACC</b>	<b>9,87 %</b>	<b>9,92 %</b>	<b>10,30 %</b>	<b>10,32 %</b>	<b>10,27 %</b>	<b>10,16 %</b>	<b>10,19 %</b>	<b>10,23 %</b>

Tabell 41 - I.P. Huses fremtidige WACC

Som en ser fra tabell 41 blir I.P. Huses egenkapitalandel for årene 2014 til 2021 satt til 100 %. Dette kommer av at bedriften har hatt en svært lav finansiell gjeldsandel gjennom analyseperioden, noe som har resultert i at bedriften er bort imot 100 % egenfinansiert. På grunnlag av at bedriften ikke har gjeldsandeler gjennom den budsjetterte perioden blir WACC basert på egenkapitalkravet, jamfør tabell 41. I tabell 42 er I.P. Huses historiske andeler presentert, og denne viser bedriftens lave gjeldsandeler gjennom perioden.

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapital	391003	405809	594466	831931	807762	920088	859037
Finansiell gjeld	22761	121474	27753	16173	8544	3856	1062
Egenkapitalandel	94 %	77 %	96 %	98 %	99 %	100 %	100 %
Gjeldsandel	6 %	23 %	4 %	2 %	1 %	0 %	0 %

Tabell 42 - I.P. Huses historiske kapitalstruktur

Fra tabell 42 ser en at bedriften i perioden 2012 til 2013 har hatt en egenkapital på tilnærmet 100 %. Tidligere i perioden har denne vært litt lavere, men fortsatt svært til en svært høy egenkapitalandel. På bakgrunn av disse historiske andelene er det derfor naturlig å anta at

bedriften i fremtiden vil fortsette med å ha en svært høy egenkapitalandel og en lav gjeldsandel.

## 10.2 Verdsettelse basert på total kapitalmetoden

En kan nå basert på de gjennomførte analysene samt beregningen av kontantstrøm til total kapitalen og bestemmelsen av WACC verdsette I.P. Huses egenkapital basert på total kapitalmetoden.

ÅR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBITDA	115575	200638	218437	230669	265270	271498	287788	305055
Normale investeringer	27276	23947	39319	38794	42674	45661	48401	51305
Endring i arbeidskapital	13803	18492	22653	17475	10485	8073	7404	7849
Normalisert KS	74496	158199	156466	174400	212111	217764	231983	245902
Effektiv skatt	23841	47707	48362	51806	60101	60976	64635	68513
Operasjonell KS ESK	50656	110493	108104	122594	152010	156788	167348	177389
Egenkapitalkrav	10,87 %	10,92 %	11,30 %	11,32 %	11,27 %	11,16 %	11,19 %	11,23 %
Gjeldskrav	2,14 %	2,21 %	2,69 %	2,72 %	2,65 %	2,52 %	2,56 %	2,60 %
WACC	10,87 %	10,92 %	11,30 %	11,32 %	11,27 %	11,16 %	11,19 %	11,23 %
Neddiskontert KS	45691	89811	78409	79836	89137	83099	79626	75728
År	2013	Totalt						
Enterprise value	2 269 618	2 269 617 557						
Netto Finansiell gjeld	-615 256	-615 256 000						
Egenkapitalverdi	2 884 874	2 884 873 557						
Antall aksjer	76,5	76500						
Verdi per aksje	37 711	37 711						

Tabell 43 - I.P. Huses egenkapitalverdi basert på total kapitalmetoden

Fra tabell 43 ser en at I.P. Huses samlede verdi på egenkapitalen ble beregnet til å være NOK 2 884 873 557. Med 76 000 aksjer tilsvarer dette en pris per aksje på NOK 37 711.

Verdien ble funnet ved å neddiskontere bedriftens operasjonelle kontantstrøm etter skatt med avkastningskravet til total kapitalen (WACC), og deretter legge til terminalverdien («steady state») ut fra Gordons formel. Gordons formel ble i kapittel 3.1.1 presentert, og er følgelig benyttet her for beregning av terminalverdien. Denne er basert på dagens nåverdi, og ble utregnet til å være NOK 1 648 280 844. Legger en sammen bedriftens neddiskonterte

kontantstrømmer med terminalverdien får en bedriftens selskapskapital (Enterprise value). Ved å trekke fra netto finansiell gjeld står en til slutt igjen med bedriftens egenkapitalverdi. Netto finansiell gjeld ble i år 2013 negativ ettersom den finansielle gjelden var vesentlig lavere enn bedriftens finansielle eiendeler.



## Kapittel 11. Analyse av usikkerhet

En verdsettelsesprosess bygger på en rekke forutsetninger og skjønnsmessige vurderinger, noe som gjør at det endelige verdiestimatet til I.P. Huse inneholder en del usikkerhet. Faktorer som er tilknyttet usikkerhetsmomenter er blant annet evig vekstrate, avkastning til totalkapitalen (WACC), beta-verdien samt endring i arbeidskapital og investeringer. De to sistnevnte er en del av oppbyggingen til den fremtidsrettede kontantstrømmen til totalkapitalen. På bakgrunn av disse usikre faktorene er det derfor hensiktsmessig å gjennomføre en analyse som kan måle i hvor stor grad faktorene vil endre seg, enten i positiv eller negativ retning, for deretter å se hvordan dette vil slå ut i verdiestimatet til I.P. Huse.

Som det ble nevnt under verdsettelsesmodellene leder ofte de kontantstrømbaserte modellene til positive resultater. Dette kommer av at den som analyserer bedriften ofte har en positiv rettet innstilling til fremtiden, og som følge av dette vil derfor fremtidsregnskapet og verdivurderingene generelt være mer positive enn hva som faktisk kan forekomme i fremtiden. En konsekvens av for store forventninger til fremtiden kan derfor lede til en overvurdering, og dermed til en høyere verdi enn det som faktisk er reelt.

I denne utredning er den største risikoen knyttet til fremtidsprognosene. Dette gjenspeiler ønsket om at I.P. Huse skal fortsette å levere gode resultater i fremtiden, og dermed generere liknende historisk lønnsomhet. Allikevel er det i prognosene i denne utredningen antatt en lavere gjennomsnittlig vekst i driftsinntektene sammenlignet med den historiske. Grunnen til dette er at en ikke ønsker å anta en for stor vekst, da fremtidsprognoser i utgangspunktet er vanskelig å forutsi. Det er også en del usikkerhetsmomenter i markedet, noe som har bidratt til at veksten ikke blir så stor sammenlignet med den historiske utviklingen. I denne utredningen blir det gjennomført en sensitivitetsanalyse for å analysere usikkerheten.



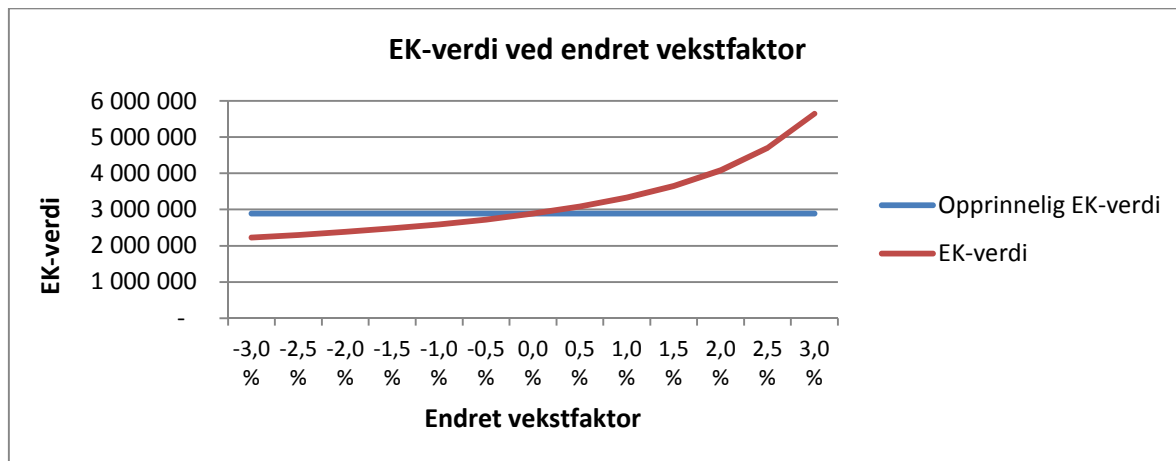
## 11.1 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen går ut på å endre parametere enkeltvis for å se effekten av disse endringene i verdiestimatet av egenkapitalen til I.P. Huse. I denne utredningen vil følgende parametere endres:

- Vekstfaktor
- Avkastning til totalkapitalen (WACC)
- Beta-verdien
- Arbeidskapital
- Investeringer

### 11.1.1 Vekstfaktor

Vekstfaktoren som ble anslått i kapittel 8.4 er en viktig kilde for bedriftens fremtidige lønnsomhet. Med utgangspunkt i Norges Bank sine estimeringer samt inflasjonsprognoser og historiske veksttall, ble det satt en evig vekstfaktor på 6 %. På bakgrunn av den fastsatte vekstfaktoren er interessant å se hvordan utviklingen av I.P. Huses verdiestimat vil endre seg ved å endre vekstfaktoren.



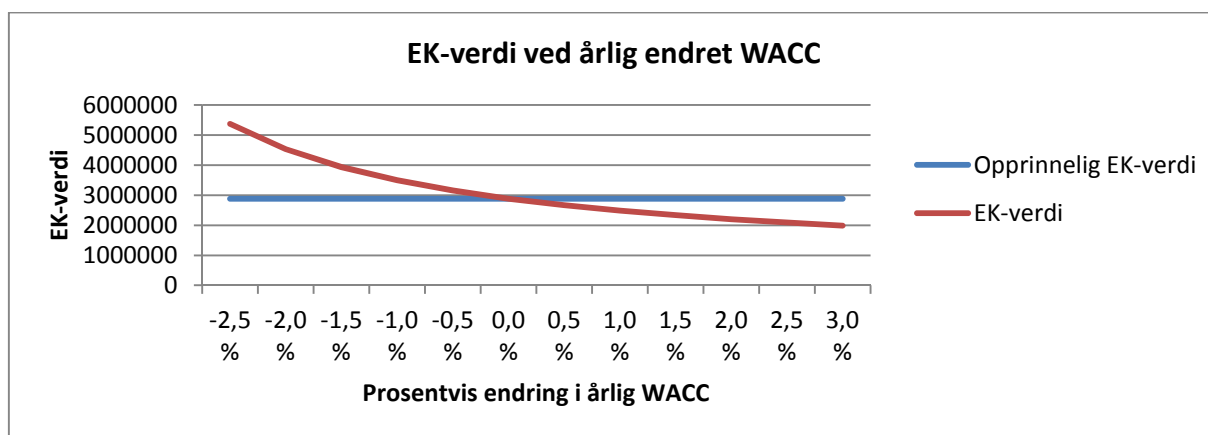
Figur 54 - Påvirkning av endret vekstfaktor

Som en ser fra figur 54, vil en økning eller en reduksjon i den evige vekstfaktoren ( $g$ ) påvirke egenkapitalverdien til I.P. Huse. Konsekvensen blir dermed at vekstfaktoren, som tidligere nevnt, får en ikke uventet innvirkning på verdien. Dette gjør at en økning i vekstfaktoren følgelig betyr større inntekter og kontantstrømmer.

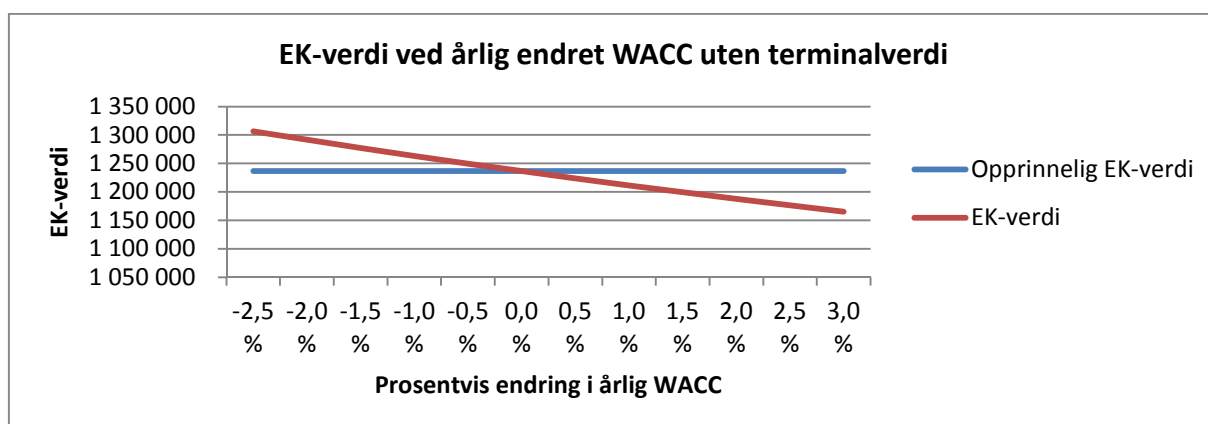
Videre ser en av figur 54 at grafen til EK-verdien er konveks. En kan se at kurven blir brattere jo høyere veksten blir, noe som betyr at når veksten blir veldig høy så blir verdiskapningen svært stor. Som nevnt tidligere i utredningen må en likevel ta i betraktning at veksten i bedriften ikke kan bli større enn veksten i verdensøkonomien. Dette gjør at vekstfaktoren ikke kan gå uendelig opp, men vil kunne følge veksten i verdensøkonomien. I tillegg har lengden på budsjettperioden noe å si for utviklingen av egenkapitalverdien. Hadde det blitt valgt en kortere budsjetteringsperiode, det vil si færre år før bedriften kom frem til «steady state», ville dette ha ført til større verdier for terminalleddet.

### 11.1.2 WACC

På lik linje med den evige vekstfaktoren ( $g$ ) så vil endring i WACC også kunne gi store utslag for den estimerte egenkapitalverdien til I.P. Huse. I figur 55 og figur 56 vises endringer i egenkapitalverdien til I.P. Huse ved endring i WACC - med og uten terminalverdien.



Figur 55 – Påvirkning av endret WACC



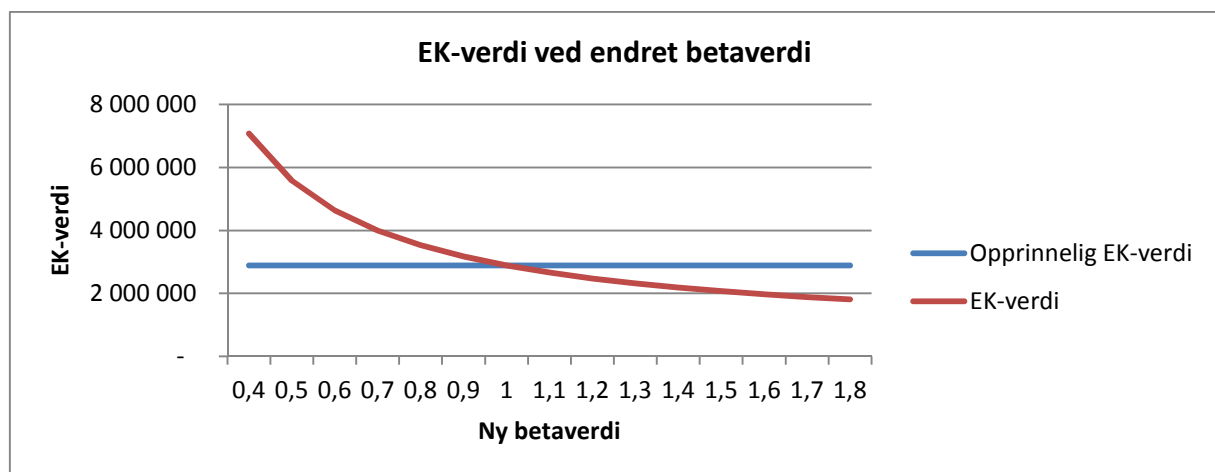
Figur 56 - Påvirkning av endret WACC uten terminalverdien

Figur 56 viser til endring i egenkapitalverdien til I.P. Huse eksklusiv terminalverdien. Som en kan se vil prosentvise endringer i årlige WACC få en relativt moderat betydning for budsjettårene og den endelige egenkapitalverdien til I.P. Huse. Likevel vil en endring på pluss eller minus 2,5 % gi et relativt stort skifte, men med et for så vidt beskjedent resultat.

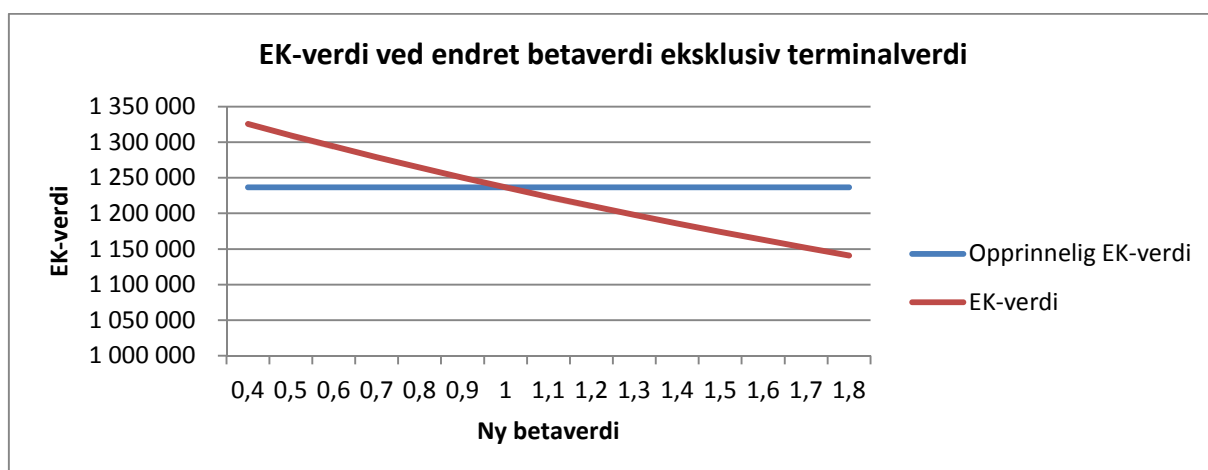
Med terminalverdien vil årlig endring i WACC gi større utslag for verdsettelsen, som vist i figur 55. Her vil en økning eller en reduksjon på 2,5 % gi et stort skifte i resultatet av egenkapitalverdien til I.P. Huse. Grunnen til dette er terminalverdiens betydning for verdsettelsen, som driver egenkapitalverdien vesentlig opp.

### 11.1.3 Betaverdi

I kapittel 7.1.2 ble det argumentert for en betaverdi på én for I.P. Huse. Det ble mellom annet diskutert betydningen av at det var vanskelig å estimere en egenkapitalbeta da I.P. Huse ikke er børsnotert. I tillegg ble det konkludert med at det ikke finnes komparative børsnoterte bedrifter, noe som gjør at en ikke kan estimere en betaverdi utfra konkurrentene. Som følge av at det ikke finnes en «korrekt» betaverdi, velges det her å vise hvordan egenkapitalverdien vil endres når beta-verdien varierer, med og uten terminalverdi. Dette er vist i figur 57 og figur 58.



Figur 57 - Påvirkning av endret betaverdi



Figur 58 - av endret betaverdi uten terminalverdi

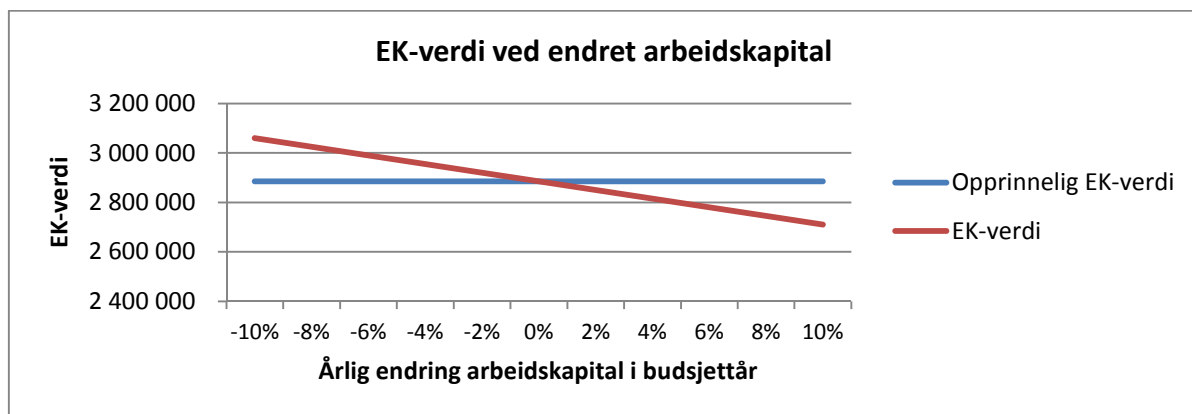
Fra figur 57 og figur 58 ser en at variasjon i beta-verdi fører til betydelige utslag i verdianslaget til I.P. Huse. Ser en bort i fra terminalverdien vil utslagene bli betraktelig lavere. Det er vanskelig å kunne vite eksakt hvor en skal legge betaverdien til I.P. Huse. Men med utgangspunkt i det som ble diskutert i kapittel 7.1.2, vil en betaverdi i intervallet 1-1,1 være rimelig. Dersom betaverdien hadde vært 1,1 ville verdivurderingen av I.P. Huses egenkapital ligge rundt NOK 2659,6 millioner, noe som tilsvarer en reduksjon på NOK 226,8 millioner. Da er terminalverdien medregnet. Ser en bort i fra terminalverdien vil I.P. Huses egenkapital ligge rundt NOK 1223,3 millioner, som da tilsvarer en reduksjon på NOK 13,268 millioner i forhold til egenkapitalverdien med betaverdi lik 1,1.

#### 11.1.4 Risikofri rente

Endringer i risikofri rente vil ikke få noen betydning for den estimerte egenkapitalverdien til I.P. Huse så lenge beta-verdien settes til én, og siden I.P. Huse sin egenkapitalandel er tilnærmet 100 %. Dette kommer av at når beta-verdi er lik 1 vil ikke endringer i risikofri rente ha noen påvirkning på avkastningskravet til egenkapitalen. I tillegg har bedriften ikke finansiell gjeld av betydning, noe som gjør at gjeldskravet ikke vil påvirke beregningen av WACC. Å undersøke variasjoner i den risikofrie renten vil derfor ikke bli gjort i denne sensitivitetsanalysen.

### 11.1.5 Endring i arbeidskapital

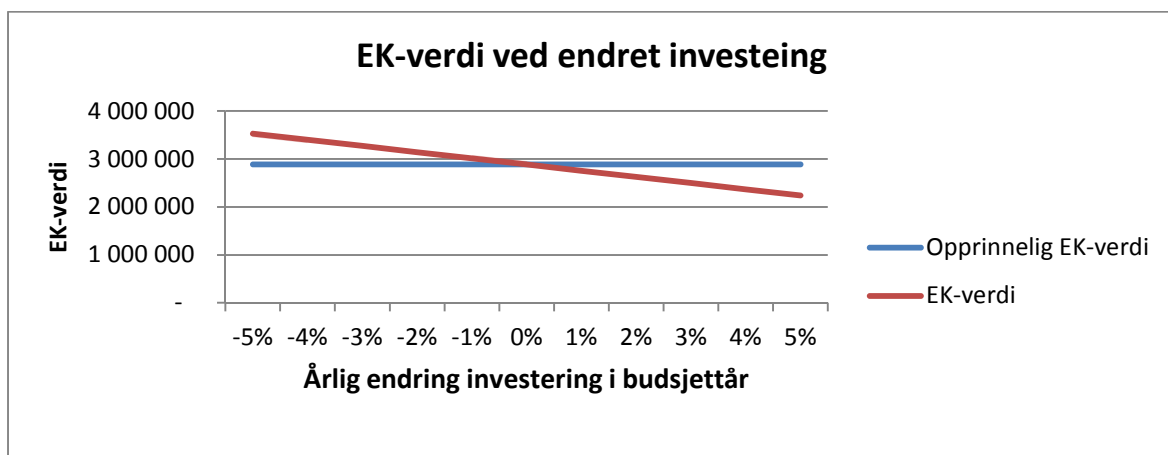
Arbeidskapitalen er en sentral del av beregningen av kontantstrømmen til totalkapitalen. I estimeringen av egenkapitalverdien til I.P. Huse ble arbeidskapitalen satt til å utgjøre 10 % i budsjettårene. Arbeidskapitalen er her den omsetningsavhengige arbeidskapitalen, slik som den ble utregnet i kapittel 9.2.5 under fremtidsregnskapet.



Figur 59 - Påvirkning av årlig endret arbeidskapital

Fra figur 59 vil prosentvis endring i den omsetningsavhengige arbeidskapitalen til I.P. Huse få en moderat betydning for budsjettårene og den endelige egenkapitalverdien til I.P. Huse. En endring på 10 % vil følgelig gi et forholdsvis stort skifte, med en endring i resultat på pluss/minus NOK 174, 771 millioner. Dette vil si at en økning på 10 % vil gi en egenkapitalverdi på NOK 2710, 1 millioner, mens en reduksjon på 10 % vil tilsvare en verdi på NOK 3059, 6 millioner.

### 11.1.6 Endring i investering



Figur 60 - Påvirkning av årlig endret investering

Ut fra figur 60 vil prosentvis endring i I.P. Huses investeringsaktivitet føre til en moderat betydning for den estimerte egenkapitalverdien til I.P. Huse. En endring på pluss/minus 5 % vil følgelig gi en endring i bedriftens verdi på pluss/minus NOK 645, 636 millioner. Dette tilsvarer en egenkapitalverdi på NOK 3530, 5 millioner ved en reduksjon på 5 % i investeringsaktiviteten til I.P. Huse, mens en økning på 5 % vil tilsvare en egenkapitalverdi på NOK 2239, 2 millioner.

### *Oppsummering av usikkerheten*

Ut fra de ulike beregningene som er blitt gjennomført i forhold til de mest usikre momentene i verdsettelsen, kan en trekke den konklusjon at det er vanskelig å kunne beregne hva som er den rettmessige egenkapitalverdien til I.P. Huse basert på en fundamental verdsettelse.

Ettersom mange av parameterne er skjønsmessig satt, fører dette til en del usikkerhetsmomenter i oppbyggingen av verdiestimatet. Det er som det ble skrevet innledningsvis i analysen av usikkerhet at den som verdsetter en bedrift basert på kontantstrømbaserte modeller ofte har en positiv innstilling til fremtiden. Dette gjør at en ofte velger faktorer som er mer positive enn det som faktisk er reelt, noe som da fører til at egenkapitalen blir høyere enn det den i utgangspunktet skulle ha vært. Som det fremkommer av de ulike figurene ovenfor ser en at ved å endre parameterne vil dette føre til moderate til større endringer i egenkapitalverdien. Når dette er sagt, så er ikke mine beregninger basert på de største endringene. Dette kan en mellom annet se ut fra fremtidsregnskapet i kapittel 9. Når det gjelder avkastningskravet til egenkapitalen, og fastsettelsen av betaverdien i kapittel 7.1.2 er betaverdien skjønsmessig fastsatt med bakgrunn i sammenligning av konjunkturfølsomheten til markedet. Basert på de antagelsene som ble gjort i dette kapitlet, antas det at en betaverdi på én virker som en rimelig antakelse for I.P. Huse.



## Kapittel 12. Konklusjon

Verdien av egenkapitalen til I.P. Huse er beregnet til NOK 2 884 873 557 per 31.12.2013.

Verdiestimatet kommer som et resultat av den fundamentale verdsettelsen, som ble bygget på regnskapsanalysen og den strategiske analysen.

Så lenge I.P. Huse klarer å fortsette å utvikle teknologiske nyvinninger, og klarer å beholde forspranget sitt til resten av bransjen, vil de oppleve vekst de neste årene og beholde lønnsomheten. Om ledelsen i I.P. Huse fortsetter å tenke langsiktig og bevare en høy egenkapital- andel, vil bedriften også komme seg gjennom fremtidige konjunktursvingninger.

Med forventninger om vekst i markedet og vekst i selve bedriften anbefales det å holde på aksjen for dagens eiere. For potensielle investorer anbefales det å investere i I.P. Huse, hvis det da er mulig å få tilgang til aksjepostene.

Det understrekes at det knytter seg usikkerhet til den beregnede verdien av egenkapitalen, fordi denne er bygd på subjektive estimater og tidligere variasjoner i markedet.

I.P. Huse har med sin standhaftighet og evne til å ligge foran resten av bransjen vært ledende innenfor vinsjeproduksjon i en årrekke. Nøkkelen til videre suksess ligger i å bevare disse egenskapene selv om tidene forandrer seg og selv om arbeidere og ledelse skiftes ut.

Å spå i fremtiden er ikke mulig, men gevinsten kan være enorm for de som klarer å skildre den mest sannsynlige tilstanden i et fremtidig marked. Så lenge markedet er i utvikling vil det derfor være analytikere som prøver å tolke det.





# Litteraturliste

## Bøker

Barney, J.B. (2007): *Graining and Sustaining competitive advantage* (2<sup>th</sup> edition) Pearson Prentice Hall, New Jersey

Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A. (2011) *Investments and Portfolio Management*. MacGraw-Hill Irwin, Singapore.

Bøhren, Ø. og Michalsen, D. (2006) *Finansiell økonomi*. Fagbokforlaget, Bergen

Dahl, G., Johnsen, T., Kinserdal A., et. al. (1997) *Verdsettelse i teori og praksis*. Cappelen akademiske forlag, Oslo

Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation*. Wiley & Sons Inc., New York

Gjesdal, F. (2007) *Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse*. Praktisk økonomi og finans. Årg. 24, nr. 2.

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

Hill, C. og Jones, G. (2013): *Strategic Management Theory – An integrated approach* (10<sup>th</sup> edition) Cengage Learning, Canada

Jakobsen, E. & Lien, L. (2001): *Ekspansjon – Strategi for forretningsutvikling*, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo

Jensen C., Michal and Meckling H., William. (1976), *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure*. Elsevier B.V, New York

Johnson, G., Scholes, K. and Whittington, R. (2008): *Exploring Corporate Strategy* (8<sup>th</sup> edition), Prentice Hall, Boston

Penman, Stephen H. (2013): *Financial statement analysis and security valuation* (5<sup>th</sup> ed.). International edition. McGraw-Hill Book Co, Singapore.

Rørhus, R. (2006) *From the silver of the sea to the black gold*. Unicos, Brattvåg.

Stopford, M. (2009) *Maritime economics*. Routledge, London

Thoresen, O. (2006) *Verdsettelse av aksjer. En fullstendig introduksjon til kunsten å verdsette aksjeselskaper*. Hegnar Media AS, Oslo

## Artikler / Rapporter

Bremnes, H., Hervik A. og Sandsmark M., (2011) Merkevarer i petroleumnæringen i Midt-Norge [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.mfm.no/db/5/2472.pdf> [Lest 15.mars 2014]

Brathaug, A. L. & Skoglund, T. (2012): *Langvarig vekst i Norsk økonomi* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/langvarig-vekst-i-norsk-okonomi> [Lest 23.mai 2014]

Bøhren, Ø., og Berzins, J. (2013): Norske familiebedrifter: Omfang, eierstyring og lønnsomhet [Internett], 29. Tilgjengelig fra: [http://www.bi.edu/OsloFiles/ccgr/JP/Berzins\\_Bøhren\\_Familiebedrifter\\_Mai\\_29\\_2013.pdf](http://www.bi.edu/OsloFiles/ccgr/JP/Berzins_Bøhren_Familiebedrifter_Mai_29_2013.pdf) [Lest 31.mai 2014]

Damodaran, A. (2010): Equity Risk Premium [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [Lest 31.mai 2014]

NCE Maritime, driftsrapport (2013): Breaking Waves. [Internett] Tilgjengelig fra: [http://www.ncemaritime.no/download.aspx?object\\_id=4977C2F0689B48E7BC6D72936285AACB.pdf](http://www.ncemaritime.no/download.aspx?object_id=4977C2F0689B48E7BC6D72936285AACB.pdf) [Lest 15. mars 2014]

Hervik, A., Oterhals O., Bergem B. G., Johannessen G. (2013) NCE Maritime klyngeanalyse (2013) – Fortsatt gode utsikter, men økende sårbarhet, rapport <http://www.mfm.no/db/5/2561.pdf>

Hervik, A., Oterhals O., Bergem B. G., Johannessen G. (2012) NCE Maritime klyngeanalyse (2012) - Status for maritime næringer i Møre og Romsdal, rapport 1216. [Internett] Tilgjengelig fra: [http://www.ncemaritime.no/download.aspx?object\\_id=AC1A2B2956CD40439C50A3A465553FA7.pdf](http://www.ncemaritime.no/download.aspx?object_id=AC1A2B2956CD40439C50A3A465553FA7.pdf) [Lest 15.mars 2014]

Hervik, A., Oterhals O., Bergem B. G., Johannessen G. (2011) NCE Maritime klyngeanalyse (2011) - Status for maritime næringer i Møre og Romsdal, rapport 1110. [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.mfm.no/db/5/2496.pdf> [Lest 15.mars 2014]

Hervik, A., Oterhals O., Bergem B. G., Johannessen G. (2009) NCE Maritime klyngeanalyse (2009) – Status for maritime næringer gjennom finanskrisen, rapport 0905. [Internett] Tilgjengelig fra: [http://www.ncemaritime.no/download.aspx?object\\_id=EA2866F465D64EAA8643B5BF41B5B7F4.pdf](http://www.ncemaritime.no/download.aspx?object_id=EA2866F465D64EAA8643B5BF41B5B7F4.pdf) [Lest 15.mars 2014]

Norsk Industri, Konjunkturrapport (2014). [Internett]. Tilgjengelig fra: [http://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/konjunkturrapport\\_2014\\_web2.pdf](http://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/konjunkturrapport_2014_web2.pdf) [Lest 15.mars 2014]

Onsager, K., Gundersen F. (2011): Livskraftige kystsamfunn. Steds- og næringsutvikling i Sandøy kommune. [Internett], 2011,24. Tilgjengelig fra: <http://www.nibr.no/filer/2011-24.pdf> [Lest 22.februar 2014]

PricewaterhouseCoopers, PwC (2013): Risikopremie i det norske markedet 2013 og 2014 [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf> [Lest 28.mai 2014]

SpareBank 1 SMN, Konjunkturbarometeret (2013) [Internett]. Tilgjengelig fra: [https://www.sparebank1.no/ShowProperty?cId=1268429407741&cType=Vedlegg\\_C](https://www.sparebank1.no/ShowProperty?cId=1268429407741&cType=Vedlegg_C) [Lest 20. mai 2014]

SSB, Konjunkturtendenser – økonomisk analyse, 2013 (2013) [Internett] Tilgjengelig fra: [http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/\\_attachment/116058?\\_ts=13ef5ca9718](http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/_attachment/116058?_ts=13ef5ca9718) [Lest 20.mai 2014]

### **Aviser**

Klemsdal, A. (2014) Krise i Norges glemte suksessbransje. *Finansavisen*, 31.mai, s 32-37.

### **Internettkilder**

Andersen, G. (13.november 2009) Rolls-Royce Deck Machinery – 40 years as Market Leader in Anchor Handling. [Internett] Tilgjengelig fra: [http://www.ktf.no/fileadmin/Dokumenter/Kursdokumenter/2009/4\\_ankerhaandtering\\_og\\_forflytting\\_av\\_innretninger/10-NMD-krav-til-noedutloesning.pdf](http://www.ktf.no/fileadmin/Dokumenter/Kursdokumenter/2009/4_ankerhaandtering_og_forflytting_av_innretninger/10-NMD-krav-til-noedutloesning.pdf) [Lest 5. mars 2014]

Bjørsvik, B. T. (2013) Aker Solutions selger Pusnes. Petro, 31.oktober 2013 [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.petro.no/nyheter/teknologi/aker-solutions-selger-pusnes> [Lest 28.februar 2014]

e24.no (30.02.2014): Norges beste vekstskaper <http://e24.no/makro-og-politikk/norges-beste-vekstskaper/2805238>

Forvalt.no (2014) Likviditetsgrad [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.forvalt.no/Ordbok/L> [Lest 14.mars 2014]

Forvalt.no (2014) Rentedekningsgrad [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.forvalt.no/Ordbok/R> [Lest 14.mars 2014]

Gilde, R. (2014) Overtar Huse Engineering. Rbnett, 10.april 2014 [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.rbnett.no/nyheter/article9491011.ece> [Lest 10.april 2014]

Heyerdahl, S. (2008) Norges beste vekstskaper. 3. desember 2008 [Internett] Tilgjengelig fra: <http://e24.no/makro-og-politikk/norges-beste-vekstskaper/2805238> [Lest 28.februar 2014]

Huse engineering. (2014) Produktene [Internett]. Tilgjengelig fra: < [http://www.huseengineering.no/index.php?page\\_id=17](http://www.huseengineering.no/index.php?page_id=17)> [Lest 3.mars 2014]

Independent Statistics & analysis [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RB RTE&f=A> [Lest 1.juni 2014]

International Monetary Fund (18. juni 2014) [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=29> [Lest 10.mars 2014]

I.P. Huse (2014) Historien vår [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.iphuse.no/?menu=114>> [Lest 22.februar 2014]:

I.P. Huse (2014) Produkt [Internett] Tilgjengelig fra: < <http://www.iphuse.no/?menu=3>> [Lest 1.mars 2014]

I.P. Huse (2014) Om I.P. Huse [Internett] Tilgjengelig fra: < <http://www.iphuse.no/?menu=22>> [Lest 29.februar 2014]

Lederkilden (2014) Hva er bedriften verdt [Internett] Tilgjengelig fra: <http://gess.no/tips-og-rad/hva-er-bedriften-verdt/> [Lest 15.mars 2014]

Lederkilden (2014) Dividendemodeller [Internett] Tilgjengelig fra: <https://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/dividendemodeller> [Lest 15.mars 2014]

Lederkilden (2014) Normalresultatmetoden [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdivurdering-med-normalresultatmetoden> [Lest 15.mars 2014]

Maritim karriere (2014) [Internett] tilgjengelig fra: <<http://www.maritimkarriere.no/utstyrsleverandoerene.164891.no.html>> [Lest 22. februar, 2014]

Mauren, A. (2008) Holder hele familier i arbeid. E24, 3.desember 2008 [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/naeringsliv/finanskrisen/holder-hele-familier-i-arbeid/2805353>>[Lest 15.februar 2014]:

Menon (2014) [Internett] tilgjengelig fra: <<http://menon.no/maritimoffshore>> <<http://www.rbnett.no/nyheter/article494381.ece>> [Lest 22. februar, 2014]

Norges bank [Internett] Tilgjengelig fra: [http://www.norges-bank.no/Upload/HMS/short\\_term\\_interest\\_rates/NIBOR\\_dag\\_mnd\\_aar.xlsx](http://www.norges-bank.no/Upload/HMS/short_term_interest_rates/NIBOR_dag_mnd_aar.xlsx) [Lest 10. mai 2014]

Norsk Industri (2014) [Internett] tilgjengelig fra:  
<[http://www.phnews.no/www\\_\\_Dnorskindustri\\_\\_Dno/\\_finans\\_Norsk-Industri-til-kamp-mot-pervers-eiendomsskatt.php](http://www.phnews.no/www__Dnorskindustri__Dno/_finans_Norsk-Industri-til-kamp-mot-pervers-eiendomsskatt.php)> [Lest 20. mars, 2014]

Offshore [Internett] Tilgjengelig fra: <[www.offshore.no](http://www.offshore.no)> [Lest 20.mars 2014]

Plastforum. (15.mai 2014) Formell skattesats selskapsskatt [Internett] Tilgjengelig fra:  
<<http://www.plastforum.no/default.asp?menu=8&id=5451> > [Lest 10.mai 2014]

Proff (2014) Rollbend ANS [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.proff.no/selskap/rollbend-ans/midsund/metaller-og-metallvarer/IG5GBZ407S4/>> [Lest 20.februar 2014]:

rbnett.no (10 februar 2014): Gir 100.000 kroner til hver ansatt  
<http://www.rbnett.no/lokal/article373669.ece>

Rbnett. (23.september 2013) I.P. Huse ansetter flere [Internett] tilgjengelig fra:  
<<http://www.rbnett.no/nyheter/article494381.ece>> [Lest 25. februar, 2014]

Risanger, O. (2014) Lavere selskapsskatt, større avskrivninger. Mamutone [Internett]  
Tilgjengelig fra: <<http://www.mamutone.no/2014-lavere-selskapsskatt-storre-avskrivning/>> [Lest 25.februar 2014]

Rolls-Royce (2014) Deck machinery solutions. [Internett] Tilgjengelig fra:  
<[http://www.rolls-royce.com/marine/products/deck\\_machinery/](http://www.rolls-royce.com/marine/products/deck_machinery/)> [Lest 1.mars 2014]

Torvik, E. (2011) Gir 100.000 kroner til hver ansatt. Rbnett 2. september 2011 [Internett]  
Tilgjengelig fra: <http://www.rbnett.no/lokal/article373669.eceb> [Lest: 28. februar 2014]

Torvik, E. (2012) Fikk sterkt resultat tross omsetningsstup. Rbnett, 23.september 2012  
[Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.rbnett.no/lokal/sandoey/article498500.ece>> [Lest 15.februar 2014]

### **Forelesningsnotater**

Gjesdal, F. (2012) Forelesningsnotater BUS 440. Bergen, Norges Handelshøyskole, 2013

Knivsflå, K. H. (2012) Forelesningsnotater BUS 424. Bergen, Norges Handelshøyskole, 2012.

## **Årsrapporter**

I.P. Huse AS, årsrapport 2006

I.P. Huse AS, årsrapport 2007

I.P. Huse AS, årsrapport 2008

I.P. Huse AS, årsrapport 2009

I.P. Huse AS, årsrapport 2010

I.P. Huse AS, årsrapport 2011

I.P. Huse AS, årsrapport 2012

I.P. Huse AS, årsrapport 2013

Karmøy Winch, årsregnskap 2006-2012

[www.proff.no](http://www.proff.no)

Rapp Hydema, årsregnskap 2006-2012

[www.proff.no](http://www.proff.no)

MacGregor Pusnes, årsregnskap 2006-2012

[www.proff.no](http://www.proff.no)

## **Personlig kommunikasjon**

Huse, E. (2014). Tidligere økonomisjef for I.P. Huse AS.

# Appendikser

## A Figurliste

Figur 1 - Oversiktsmodell – Rammeverk for verdsettelsen .....	3
Figur 2 - I.P. Huses historisk omsetningsutvikling (1993-2013) .....	4
Figur 3 - Den første lavtrykk-hydrauliske vinsjen i verden .....	7
Figur 4 - Milepæler produksjon I.P. Huse, 1927 - 2014 .....	7
Figur 5 - Ankerhåndteringsfartøy med secondary vinsj .....	9
Figur 6 - Mobil oljerigg utstyrt med doble ankervinsjer og fairledere .....	10
Figur 7 - Spesialfartøy med vertical windlass og fairledere .....	10
Figur 8 - Utvikling av AH vinsjer .....	11
Figur 9 - Prognose for fremtidig vekst av nybygde fartøyer til verdensflåten .....	13
Figur 10 - Den maritime klyngen på Mørekysten – aktører og relasjoner .....	15
Figur 11 – I.P. Huses geografisk salgsfordeling av vinsjeanlegg .....	15
Figur 12 - Fundamental verdsettelse .....	19
Figur 13 - Komparativ verdsettelse .....	22
Figur 14 – Opsjonsbasert verdsettelse .....	23
Figur 15 - Oversikt over den fundamentale verdsettelsen .....	24
Figur 16 – Rammeverk for strategisk analyse .....	27
Figur 17 - Kombinasjon av PEST og Porters fem krefter .....	28
Figur 18 - Porter's fem krefter .....	28
Figur 19 - Gjennomført og forventet skattesenkning i nordeuropeiske land .....	35
Figur 20 – Skatt på en maskininvestering pålydende 100 mill. kr .....	36
Figur 21 - Spotpris Brent olje(USD) - 1988-2013 .....	38
Figur 22 - Økonomiske nøkkeltall for leverandører i den maritime klyngen .....	39
Figur 23 – KIKK-modellen .....	42
Figur 24 - SVIMA-trappen .....	46
Figur 25 – Oversikt resultater fra SVIMA- analyse .....	48
Figur 26 – SWOT oppsummering .....	49
Figur 27 - Oppbygging av regnskapsanalysen .....	54
Figur 28 - Driftsinntekter .....	60
Figur 29 - Driftskostnader .....	60
Figur 30 - EBITDA .....	61
Figur 31 - Omgruppering til total kapital .....	68
Figur 32 - Omgruppering til sysselsatt kapital .....	68
Figur 33 – Oversikt over forholdstallsanalyse .....	72
Figur 34 - Likviditetsgrad 1 .....	76
Figur 35 - Utvikling i likviditetsgrad 2 .....	77
Figur 36 - Utvikling i egenkapitalprosent .....	78
Figur 37 - Utvikling i gjeldsgrad .....	80
Figur 38 - Utvikling i rentedekningsgrad .....	81
Figur 39 - Utvikling av tremåneders NIBOR .....	87
Figur 40 - Utviklingen i egenkapitalrentabiliteten .....	93
Figur 41 - Utvikling i I.P. Huses egenkapitalrentabilitet vs. egenkapitalkrav etter skatt .....	94
Figur 42 - Utvikling i total kapitalrentabilitet .....	95
Figur 43 - Utvikling i resultatgrad 1 .....	96



Figur 44 - Utvikling av I.P. Huses netto driftsrentabilitet.....	97
Figur 45 - SSB prognose på prosentvis vekst i konsumprisindeks i Norge .....	101
Figur 46 - Historisk årlig utvikling av omsetningen .....	105
Figur 47 - Utvikling i historisk driftsinntekter og driftskostnader .....	106
Figur 48 - Historisk årlig utvikling av beholdningsendring som prosent av driftsinntekter ..	108
Figur 49 - Historisk årlig utvikling av varekostnaden som prosent av driftsinntekter .....	109
Figur 50 - Historisk årlig utvikling av lønnskostnad som prosent av driftsinntekter .....	110
Figur 51 - Historisk årlig utvikling av annen driftskostnad som prosent av driftsinntekter ..	112
Figur 52 - Utvikling netto investering som andel av driftsinntekter .....	114
Figur 53 - Estimering av risikofri rente.....	120
Figur 54 - Påvirkning av endret vekstfaktor.....	129
Figur 55 – Påvirkning av endret WACC .....	130
Figur 56 - Påvirkning av endret WACC uten terminalverdien .....	130
Figur 57 - Påvirkning av endret betaverdi.....	131
Figur 58 - av endret betaverdi uten terminalverdi .....	132
Figur 59 - Påvirkning av årlig endret arbeidskapital.....	133
Figur 60 - Påvirkning av årlig endret investering .....	133

## B Tabeller

Tabell 1 - I.P. Huses resultatregnskap .....	55
Tabell 2 - I.P. Huses eiendelsbalanse .....	57
Tabell 3 – I.P. Huses egenkapital- og gjeldsbalanse .....	58
Tabell 4 - Utrekning av «dirty surplus» .....	63
Tabell 5 - Unormale poster fra finansielle posisjoner .....	64
Tabell 6 - Skattefordeling på finansielle poster.....	65
Tabell 7 - Årlig skattesats fra bedriften.....	65
Tabell 8 - Fordeling av årlig skattekostnad .....	66
Tabell 9 - Omgruppert resultatregnskap 2007-2013. ....	67
Tabell 10 - Omgruppert balanse til total kapital .....	68
Tabell 11 - Omgruppert balanse til sysselsatt kapital .....	69
Tabell 12 - Fastsettelse av risikofri rente .....	87
Tabell 13 - Estimer for markedets risikopremie.....	91
Tabell 14 - CAPM-modellen med beta verdi 1,0 .....	91
Tabell 15 - I.P. Huses superrentabilitet .....	94
Tabell 16 - Syntetisk rating for I.P. Huse 2013.....	98
Tabell 17 - Oversikt over den syntetiske ratingen for I.P. Huse .....	98
Tabell 18 - Historisk årlig utvikling av omsetningen.....	104
Tabell 19 - Prognose driftsinntekter .....	106
Tabell 20 - Historisk vekst i driftsresultat.....	107
Tabell 21 - Historisk utvikling beholdningsendring egentilvirkede varer .....	108
Tabell 22 - Prognose beholdningsendring.....	108
Tabell 23 - Utvikling av historisk varekostnad .....	108
Tabell 24 - Prognose varekostnad .....	109
Tabell 25 - Historisk utvikling av lønnskostnad .....	110
Tabell 26 - Prognose lønnskostnad .....	111
Tabell 27 - Historisk utvikling av annen driftskostnad .....	111
Tabell 28 - Prognose annen driftskostnad .....	112
Tabell 29 - Samlet budsjettert EBITDA.....	113
Tabell 30 - Utvikling i historiske investeringskostnader .....	114
Tabell 31 - Prognose investeringer.....	115
Tabell 32 - Utvikling i historisk omsetningsavhengig arbeidskapital.....	115
Tabell 33 - Utvikling i historisk arbeidskapital.....	116
Tabell 34 - Prognose omsetningsavhengig arbeidskapital .....	117
Tabell 35 - Kontantstrømprognoiser for I.P. Huse 2014-2021.....	117
Tabell 36 - Rammeverk fundamental verdsettelse .....	118
Tabell 37 - Fremskrevet egenkapitalkrav .....	121
Tabell 38 - Risikofri rente til finansielt gjeldskrav .....	122
Tabell 39 - Fremskrevet gjeldskrav.....	123
Tabell 40 - Kapitalstrukturen til I.P. Huse .....	124
Tabell 41 - I.P. Huses fremtidige WACC .....	124
Tabell 42 - I.P. Huses historiske kapitalstruktur .....	124
Tabell 43 - I.P. Huses egenkapitalverdi basert på total kapitalmetoden .....	125



## C Omgruppert balanse

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsrelaterte AM	203 077	225 415	216 442	214 264	203 581	198 716	211 354
+ Driftsrelaterte OM	604 162	838 775	534 383	344 698	355 239	482 057	374 673
<b>= Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>807 239</b>	<b>1 064 190</b>	<b>750 825</b>	<b>558 962</b>	<b>558 820</b>	<b>680 773</b>	<b>586 027</b>
Finansielle AM	6 781	9 765	13 181	59 212	33 159	69 434	76 303
+ Finansielle OM	65 383	8 443	300 225	609 403	514 726	588 015	540 015
<b>= Finansrelaterte eiendeler</b>	<b>72 164</b>	<b>18 208</b>	<b>313 406</b>	<b>668 615</b>	<b>547 885</b>	<b>657 449</b>	<b>616 318</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>879 403</b>	<b>1 082 398</b>	<b>1 064 231</b>	<b>1 227 577</b>	<b>1 106 705</b>	<b>1 338 222</b>	<b>1 202 345</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>391 003</b>	<b>405 809</b>	<b>594 466</b>	<b>831 931</b>	<b>807 762</b>	<b>920 088</b>	<b>859 037</b>
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	465 639	555 115	442 013	379 473	290 399	414 278	342 246
<b>= Driftsrelatert gjeld</b>	<b>465 639</b>	<b>555 115</b>	<b>442 013</b>	<b>379 473</b>	<b>290 399</b>	<b>414 278</b>	<b>342 246</b>
Langsiktig finansiell gjeld	22 761	121 474	27 753	16 173	8 544	3 856	1 062
<b>= Finansiell gjeld</b>	<b>22 761</b>	<b>121 474</b>	<b>27 753</b>	<b>16 173</b>	<b>8 544</b>	<b>3 856</b>	<b>1 062</b>
<b>SUM GJELD</b>	<b>488 400</b>	<b>676 589</b>	<b>469 766</b>	<b>395 646</b>	<b>298 943</b>	<b>418 134</b>	<b>343 308</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>879 403</b>	<b>1 082 398</b>	<b>1 064 232</b>	<b>1 227 577</b>	<b>1 106 705</b>	<b>1 338 222</b>	<b>1 202 345</b>

### Eiendeler

#### *Driftsrelaterte anleggsmidler (AM)*

- Utsatt skattefordel
- Varige driftsmidler

#### *Driftsrelaterte omløpsmidler (OM)*

- Varer
- Kundefordringer

#### *Finansielle anleggsmidler (AM)*

- Investeringer i datterselskap, tilknyttet selskap og aksjer og andeler

#### *Finansielle omløpsmidler (OM)*

- Bankinnskudd, kontanter og lignende

### Gjeld

#### *Kortsiktig driftsrelatert gjeld*

- Leverandørgjeld
- Betalt skatt
- Annen kortsiktig gjeld
- Skyldig offentlige avgifter
- Forskudd fra kunder

#### *Langsiktig finansiell gjeld*

- Øvrig langsiktig gjeld
- Gjeldsandel ansvarlig selskaper
- Gjeld kredittinstitusjoner
- Pensjonsforpliktelser

### Egenkapital

- Egenkapital
- Utbytte