

2+2=5? EN VERDIVURDERING AV FUSJONEN MELLOM DIN-BIL AS OG DS AUTO DAG STRAND AS.

2+2=5? A VALUATION OF THE MERGER BETWEEN DIN-BIL AS AND DS AUTO
DAG STRAND AS.

HEIDI STRAND

UNIVERSITETET FOR MILJØ- OG BIVITENSKAP
INSTITUTT FOR ØKONOMI OG RESSURSFORVALTNING
MASTEROPPGAVE 30. SEP. 2011



Sammendrag

Formålet med denne utredningen var å gjennomføre en fundamental verdsetting av fusjonen mellom bruktbilfirmaet Din-Bil AS og bilverkstedet DS Auto Dag Strand AS.

Problemstillingen jeg ønsket å finne svar på lyder som følger:

Hva blir verdien til det nye fusjonerte selskapet bestående av Din-Bil AS og DS Auto Dag Strand AS? Hvilke synergieffekter kan forventes av fusjonen? Hvordan ser fremtiden til selskapet ut etter fusjonen?

Metoden jeg har benyttet i utredningen innebar en gjennomgang av de mulige synergieffektene fusjonen kan forårsake og en strategisk analyse hvor interne og eksterne forhold belyses. Dette for å kunne vurdere i hvilken grad det fusjonerte selskapet har lønnsomhet utover avkastningskravet. For å få en oversikt over selskapets økonomiske situasjon før fusjonen inneholder utredningen også en regnskapsanalyse av historiske tall. Basert på opplysningene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen fremkommer en fremtidig kontantstrøm. Denne kontantstrømmen danner grunnlaget for verdsetting av selskapet.

Ut fra analysene og forhåndsreglene jeg måtte ta underveis kom jeg frem til at verdien av Din-Bil etter fusjonen er fire millioner kroner.

For å belyse potensielle synergieffekter benyttet jeg teorien omkring vertikal integrasjon. Jeg kom frem til at fusjonen kan føre til flere synergieffekter. Blant dem en mer effektiv organisering på grunnlag av en sentralisert beslutningsmyndighet, økt markedsføringsbudsjett og ellers reduserte kostnader.

Selv om selskapet har hatt en noe dårlig økonomisk situasjon i årene før fusjonen viser tallene hittil i 2011 sterke resultater. Det er imidlertid for tidlig å si hvorvidt den positive utviklingen er et resultat av fusjonen eller ikke.

Abstract

The purpose of this thesis is to perform a fundamental valuation of the merger between the car company Din-Bil AS and the car mechanic company DS Auto Dag Strand AS. The issue I want to find the answer to is:

What is the value of the new merged entity comprising of Din-Bil AS and DS Auto Dag Strand AS? What synergies can be expected from the merger? What does the future of the company look like after the merger?

The method I use in the study involves a review of the possible synergies the merger may cause and a strategic analysis for internal and external factors examined to assess the extent to which the merged company's profits beyond the cost of capital. Furthermore, the report contains an accounting analysis of historical economic figures to get an overview of the company's financial situation before the merger. Based on information from the strategic analysis and financial analysis a future cash flow is revealed. This cash flow is the basis for the valuation of the company.

Based on the analysis and the precautions I had to make along the way, I concluded that the value of Din-Bil after the merger is four million Norwegian kroner.

To illustrate the potential synergies caused by the merger I used the theory about vertical integration and concluded that the merger could lead to several synergy effects. Among them, more efficient organization on the basis of a centralized decision-making authority, increased marketing budget and otherwise reduce costs.

Even though the company's financial situation before the merger was weak, this trend seems to have turned in 2011. However it is still too early to link this positive development to the merger.

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som et avsluttende ledd for min mastergrad ved Handelshøgskolen ved Universitetet for Miljø- og Biovitenskap. Utgangspunktet for valg av emneområde er min interesse for økonomi og finans. Årsaken til at valget falt på fusjonen mellom Din-Bil AS og DS Auto Dag Strand AS var at jeg var styremedlem i DS Auto da beslutningen om å fusjonere ble avgjort og fikk tilbud av daglig leder om å gjøre en verdivurdering av transaksjonen. Jeg syns dette var et spennende tilbud og bestemte meg for å gjøre dette til tema for denne masteroppgaven.

Verdsetting er et interessant og lærerikt emne som gir meg mulighet til å bruke mye av det jeg har lært gjennom hele utdannelsen min. Arbeidet med masteroppgaven har vært en svært interessant og lærerik prosess som jeg vil ta med meg videre i livet.

Jeg ønsker å rette en stor takk til de menneskene som har hjulpet meg med å gjøre denne masteroppgaven mulig. Først og fremst ønsker jeg å takke daglig leder, Dag Strand, og økonomiansvarlig, Erland Espelid, i Din-Bil AS for deres hjelp og bidrag med opplysninger som har vært nødvendige for oppgaven. Samtidig ønsker jeg å rette en stor takk Einar Belsom ved Høgskolen i Oslo for hans tid og meningsfulle innspill gjennom hele prosessen. Sist, men ikke minst, vil jeg takke min dyktige veileder, Ole Gjølberg, for hans gode råd og oppfølging.

Jeg vil avslutte med å sitere Oscar Wilde:

What is a cynic? A man who knows the price of everything and the value of nothing.

God lesing!

Oslo, 8. August 2011

Heidi Strand

INNHOOLD

SAMMENDRAG	III
ABSTRACT	IV
FORORD	V
INNHOOLD	VII
KAPITTEL 1	1
1 INTRODUKSJON	2
1.1 Avgrensning	3
KAPITTEL 2	5
2 TEORI OG METODE OMKRING FUSJONER OG VERDSETTING	6
2.1 Fusjoner	6
2.1.1 Fusjoner og oppkjøp i bølger	6
2.1.2 Lønnsomhet ved fusjoner og oppkjøp	6
2.2 Verdsetting	7
2.3 Verdsettsingsmetode	8
KAPITTEL 3	11
3 PRESENTASJON AV SELSKAPENE FØR OG ETTER FUSJONEN	12
3.1 Din-Bil før fusjonen	13
3.2 DS Auto før fusjonen	14
3.3 Din-Bil etter fusjonen	14
KAPITTEL 4	17
4 MULIGE SYNERGIER SOM FØLGE AV FUSJONEN	18
4.1 Oppsummering	21
KAPITTEL 5	23
5 STRATEGISK ANALYSE AV DIN-BIL	24
5.1 Ekstern Analyse av Din-Bil	24
5.1.1 PEST-analyse	24
5.2 Intern Analyse av Din-Bil	29
5.2.1 Identifisering av ressurser	29
5.2.2 VRIO-analyse	30
5.3 SWOT-analyse av Din-Bil	32
5.3.1 Sterke sider	32
5.3.2 Svake sider	33
5.3.3 Muligheter	33
5.3.4 Trusler	33
KAPITTEL 6	35
6 REGNSKAPSANALYSE AV DIN-BIL	36
6.1 Presentasjon av regnskapstall	36
6.1.1 Resultatregnskap	37
6.1.2 Balanse	41
6.2 Gruppering av regnskapet for analyseformål	45
6.2.1 Omgruppering av balanse	45
6.3 Nøkkeltallsanalyse	45
6.3.1 Omsetning	46
6.3.2 Lønnsomhetsanalyse	48

6.3.3	Risikoanalyse.....	57
6.3.4	Soliditetsanalyse.....	63
KAPITTEL 7	.....	71
7	AVKASTNING.....	72
7.1	Egenkapitalavkastning.....	72
7.2	Gjeldsavkastning.....	75
7.3	WACC.....	76
KAPITTEL 8	.....	79
8	HISTORISK VEKST.....	80
8.1	Langsiktig historisk vekst.....	80
8.2	Kortsiktig historisk vekst.....	81
8.2.1	Historisk vekst i omsetning.....	81
8.2.2	Historisk vekst i driftskostnader.....	81
8.2.3	Historisk vekst i finansposter.....	83
8.2.4	Historisk vekst i skattekostnad.....	84
8.2.5	Historisk vekst i balanseposter.....	84
8.2.6	Historisk kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter.....	85
KAPITTEL 9	.....	87
9	PROGNOSE AV FREMTIDIGE VERDIER.....	88
9.1	Prognose av fremtidig omsetning.....	89
9.2	Prognose av fremtidige kundefordringer.....	90
9.3	Prognose av fremtidige varekostnader.....	90
9.4	Prognose av fremtidig varebeholdning.....	90
9.5	Prognose av fremtidig leverandørgjeld.....	91
9.6	Prognose av andre driftskostnader i fremtiden.....	91
9.7	Prognose av fremtidige lønnskostnader.....	92
9.8	Prognose av fremtidige finansposter.....	92
9.9	Prognose av fremtidig skattekostnad.....	93
9.10	Prognose av fremtidig betalbar skatt.....	94
9.11	Prognose av fremtidige skyldig offentlige avgifter.....	94
9.12	Prognose av fremtidig kontantstrøm fra drift.....	94
9.13	Fremtidig avkastningskrav.....	95
9.13.1	Fremtidig egenkapitalavkastning.....	95
9.13.2	Fremtidig gjeldsavkastning.....	95
9.13.3	Fremtidig WACC.....	96
KAPITTEL 10	.....	97
10	VERDSETTING AV DIN-BIL.....	98
KAPITTEL 11	.....	99
11	KONKLUSJON.....	100
11.1	Svakheter ved oppgaven.....	102
BIBLIOGRAFI	.....	103
APPENDIKS	.....	106
Appendiks 1: Omgruppert balanse for DS Auto	.....	106

Tabelloversikt

Tabell 1: Aksjonærer i Din-Bil, før fusjonen.....	13
Tabell 2: Aksjonærer Din-Bil, etter fusjonen	15
Tabell 3: Resultatregnskap for Din-Bil fra 2003 til 2009.....	37
Tabell 4: Resultatregnskap for DS Auto fra 2003 til 2009	39
Tabell 5: Resultatregnskap for 2010 for Din-Bil.....	40
Tabell 6: Balanse for DS Auto fra 2003 til 2009	43
Tabell 7: Balanse for 2010 for Din-Bil	44
Tabell 8: Gjennomsnittlig årlig vekst i omsetning fra 2005 til 2009 for Din-Bil Bruktbilen og Auto-Shop	47
Tabell 9: Gjennomsnittlig årlig vekst i omsetning fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri.....	48
Tabell 10: Totalkapitalrentabiliteten fra 2006 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop.....	49
Tabell 11: Totalkapitalrentabilitet fra 2006 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri.....	49
Tabell 12: Totalkapitalens omløpshastighet fra 2006 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop ...	51
Tabell 13: Totalkapitalens omløpshastighet fra 2006 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri.....	51
Tabell 14: Resultatgraden fra 2006 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop	52
Tabell 15: Resultatgraden fra 2006 til 2009 fra DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri	52
Tabell 16: Egenkapitalrentabilitet fra 2006 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop	53
Tabell 17: Egenkapitalrentabilitet fra 2006 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri.....	53
Tabell 18: Driftsmargin fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop.....	54
Tabell 19: Driftsmargin fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri	55
Tabell 20: Gjennomsnittlig lønnsomhet for bruktbilforhandlerne.....	56
Tabell 21: Gjennomsnittlig lønnsomhet for bilverkstedene.....	56
Tabell 22: Likviditetsgrad 1 fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop.....	57
Tabell 23: Likviditetsgrad 1 fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri	57
Tabell 24: Livkviditetsgrad 2 fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri	59
Tabell 25: Arbeidskapital i prosent av omsetning fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop	61
Tabell 26: Arbeidskapital i prosent av omsetningen fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri	61
Tabell 27: Gjennomsnittlig risiko for Din-Bil.....	63
Tabell 28: Gjennomsnittlig risiko for DS Auto	63
Tabell 29: Finansieringsgrad 1 fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop.....	64
Tabell 30: Finansieringsgrad 1 fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri.....	64
Tabell 31: Finansieringsgrad 2 fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop.....	65

Tabell 32: Finansieringsgrad 2 fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri.....	65
Tabell 33: Egenkapitalprosent fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop.....	66
Tabell 34: Egenkapitalprosent fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri.....	66
Tabell 35: Gjeldsgrad fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop.....	68
Tabell 36: Gjeldsgrad fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri	68
Tabell 37: Gjennomsnittlig soliditet for Din-Bil	69
Tabell 38: Gjennomsnittlig soliditet for DS Auto	69
Tabell 39: Gjeldsfordeling.....	76
Tabell 40: Vekst i BNP og KPI	80
Tabell 41: Historisk kontantstrømoppstilling for Din-Bil	85
Tabell 42: Fremtidig omsetning.....	89
Tabell 43: Fremtidige kundefordringer	90
Tabell 44: Fremtidige varekostnader.....	90
Tabell 45: Fremtidig varebeholdning.....	91
Tabell 46: Fremtidig leverandørgjeld	91
Tabell 47: Fremtidige andre driftskostnader.....	92
Tabell 48: Fremtidige lønnskostnader	92
Tabell 49: Fremtidige renteinntekter	93
Tabell 50: Fremtidige rentekostnader	93
Tabell 51: Fremtidig resultatregnskap.....	93
Tabell 52: Fremtidig skattekostnad	94
Tabell 53: Fremtidig betalbar skatt	94
Tabell 54: Fremtidige skyldige offentlige avgifter	94
Tabell 55: Fremtidig kontantstrømoppstilling.....	94
Tabell 56: Fremtidig gjeldsfordeling for Din-Bil.....	95
Tabell 57: Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer for Din-Bil	98
Tabell 58: Omgruppert balanse for DS Auto	106

Figuroversikt

Figur 1: Utvikling i omsetning for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop	46
Figur 2: Utvikling i omsetning for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri.....	47
Figur 3: Utvikling i total kapitalrentabilitet fra 2006 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop	50
Figur 4: Utvikling i total kapitalrentabilitet fra 2006 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri.....	50
Figur 5: Utvikling i arbeidskapital for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop	60
Figur 6: Utvikling i arbeidskapital for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri.	60
Figur 7: Utvikling i egenkapital for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop	67
Figur 8: Utvikling i egenkapital for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri	67
Figur 10: Total omsetning.....	81
Figur 11: Driftskostnader.....	83
Figur 12: Netto finansposter.....	83
Figur 13: Skattekostnad	84
Figur 14: Kundefordringer, leverandørgjeld, betalbar skatt og skyldig offentlige avgifter	85

Kapittel 1

Introduksjon

1 Introduksjon

2. juli 2002 etablerte Dag Strand et bilverksted i Kornsiloveien 84 på Hamar. Selskapet var organisert som et aksjeselskap og fikk navnet DS Auto Dag Strand AS (heretter kalt DS Auto). To måneder senere ble Din-Bil AS (heretter kalt Din-Bil) opprettet av Odd Martinsen på samme tomt. Din-Bil AS skulle bedrive import og salg av bruktbil, og siden bedriftene opererte i samme bransje var det naturlig at et samarbeid ble inngått. DS Auto kjøpte med tiden aksjer i Din-Bil. Etter åtte års samarbeid eide DS Auto 53,6 prosent av aksjene i bruktbilfirmaet og tanken om å fusjonere så dagens lys. Beslutningen om å fusjonere ble tatt 2. september 2010, med Din-Bil som overtakende selskap og DS Auto overdragende. Hensikten med fusjonen var å oppnå en mer hensiktsmessig drift av selskapenes virksomhet samt en bedre utnyttelse av selskapenes samlede ressurser. Ved fusjonen ble samtlige eiendeler, rettigheter og forpliktelser fra DS Auto overført til Din-Bil og aksjeeierne i DS Auto mottok aksjer i det nye selskapet som vederlag for overføringen.

Formålet med denne masteroppgaven er å gjennomføre en fundamental analyse av de to selskapene Din-Bil og DS Auto, for deretter å verdsette det fusjonerte selskapet. Dette for å se potensialet for aksjonærene og utsiktene for selskapet i fremtiden. Problemstillingen blir dermed som følger:

Hva blir verdien til det nye fusjonerte selskapet bestående av Din-Bil AS og DS Auto Dag Strand AS? Hvilke synergieffekter kan forventes av fusjonen? Hvordan ser fremtiden til selskapet ut etter fusjonen?

Selve verdsettingen bygges på finansteori, men oppgaven er tverrfaglig i den forstand at verdsettingen vil bygge på vurderinger gjort ut i fra andre deler av økonomisk teori enn ren finansteori. Verdsettingen vil bygge på ulike strategiske og økonomiske analyser med fokus på synergieffekter for å kunne si noe om verdsettingspotensialet i transaksjonen. Selve verdsettingsmodellen vil baseres på finansteori.

Masteroppgaven utredes hovedsakelig for aksjonærene i selskapet. Samtidig kan den være til nytte for lignende foretak rundt om i landet, spesielt i Hamar-regionen.

Oppgaven er bygd opp av elleve kapitler. Kapittel to gir en innføring i teori- og metodegrunnlaget omkring fusjoner og verdsetting relevant for denne oppgaven. Kapittel

tre gir en kort presentasjon av selve fusjonen samt en innføring i situasjonen til Din-Bil og DS Auto slik den var før fusjonen. Deretter drøftes de største endringene fusjonen har ført til. Kapittel fire tar for seg fusjonsbeslutningen, herunder teori om vertikal integrasjon og fordelene og ulempene forbundet med å fusjonere fremfor å benytte seg av tjenester i det eksterne markedet. Deretter følger et kapittel med en omfattende strategisk analyse bestående av eksterne og interne analyser. Kapittel seks inneholder en omfattende regnskapsanalyse med lønnsomhetsanalyser, soliditetsanalyser og risikoanalyser. I kapittel sju gjennomfører jeg en analyse av avkastningskrav for Din-Bil etter fusjonen og sammenligner med verdier fremkommet i regnskapsanalysen. Deretter følger et kapittel om vekst og et kapittel som tar for seg Din-Bils fremtidsutsikter. Kapittel ti inneholder selve verdsettingen. Det hele blir oppsummert i kapittel elleve som er konklusjonen til oppgaven.

1.1 Avgrensning

På grunn av stadig ny informasjon verdsetter jeg selskapene hovedsakelig på grunnlag av de opplysninger jeg hadde per 1. januar 2011. Jeg har benyttet proff.no for å hente regnskapstall for sammenlignbare selskaper. Per 15. april 2011 forelå det ikke regnskapstall for 2010. Regnskapsanalysen er derfor gjort på grunnlag av regnskapsårene 2005 til 2009. For Din-Bil og DS Auto analyserer jeg regnskapstall fra 2003 til og med 2010. Grunnen til at jeg ikke tar med 2002 er fordi DS Auto ikke var et aksjeselskap på det tidspunktet. Siden regnskapene for Din-Bil og DS Auto ikke var ferdig revidert per 15. april 2011 kan det i de tilfellene jeg benytter regnskapstall fra 2010 forekomme avvik fra revidert regnskap.

Det er skrevet en rekke masteroppgaver om verdsetting av både små og store selskap og verdsetting forekommer daglig i finansverden. Dermed er det et område som er mye forsket på tross av at temaet er noe snevert. Tilgangen på direkte sammenlignbare oppgaver og forskninger er begrenset, og de analysene jeg har sett på har ingen direkte relevans for min oppgave da det er store variasjoner fra bransje til bransje og fra selskap til selskap. Imidlertid er selve teorien om verdsetting av fusjoner relevant, og denne vil jeg redegjøre for underveis i oppgaven der det faller seg naturlig.

2+2=5?

Kapittel 2

*Teori og Metode Omkring Fusjoner og
Verdsetting*

2 Teori og metode omkring fusjoner og verdsetting

2.1 Fusjoner

Fusjon kommer av det engelske ordet *merger* og betyr sammenslåing (Kinserdal, 2001). Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven) definerer fusjon som sammenslåing av aksjeselskaper og hovedregelen går ut på at et overtakende selskap skal overta et overdragende selskaps eiendeler, rettigheter og forpliktelser. Aksjeeierne i det overdragende selskapet får et vederlag i form av aksjer i det overtakende selskapet, eller aksjer med et tillegg. Den lovmessige definisjonen av fusjon kan være noe teoretisk og i dette kapitlet vil jeg utdype uttrykket ytterligere samt poengtere hvordan man kan skape verdier ved å fusjonere.

2.1.1 Fusjoner og oppkjøp i bølger

Det siste århundret har antall fusjoner gått i bølger og årsaken til bølgetoppene har variert mellom de ulike periodene. På seksti- og syttitallet var det for eksempel populært å diversifisere forretningsaktivitetene ved å kjøpe opp virksomheter i en rekke ulike sektorer og på den måten skape store konglomerater (Servaes, 1996). Man erfarte med årene at investorene kunne diversifisere mer hensiktsmessig og kostnadseffektivt på egenhånd, og trenden med å bygge konglomerater avtok tidlig på syttitallet (Boye & Meyer, 1998). Den neste bølgetoppen kom på åttitallet og var meget ulik den forrige. Først og fremst hadde størrelsen på selskapene som ble kjøpt opp økt betydelig siden seksti- og syttitallet. Samtidig var mange av oppkjøpene fiendtlige og oppgjøret var ofte i kroner fremfor aksjer. Denne bølgetoppen fikk navnet "leveraged buyouts" eller "management buyouts" da fusjonene i denne perioden var i stor grad gjeldsfinansiert (Shleifer & Vishny, 1991). Årsakene til disse fusjonene var ønske om å reversere konglomeratene som oppsto på seksti- og syttitallet da de viste seg å være ineffektive og lite lønnsomme. Siden nittitallet og frem til i dag har hoveddrivkreftene bak fusjoner vært å oppnå synergier og effektivisering av selskapets drift (Boye & Meyer, 1998). Dette har også vært tilfelle for mange av fusjonene i Norge, og det er det som var årsaken til fusjonen mellom Din-Bil og DS Auto.

2.1.2 Lønnsomhet ved fusjoner og oppkjøp

Når man skal vurdere lønnsomheten av en fusjon er det to verdiskapende elementer å forholde seg til – hvilke verdier som kan skapes ved fusjonen og prisen som betales for selve

oppkjøpet. Dessverre misforstår mange effekten av synerger og restrukturering da disse elementene alene ikke er tilstrekkelige betingelser for lønnsomheten ved fusjonen. Premien man må betale for oppkjøpet er ofte høy og dermed må nåverdien av den fremtidige verdiskapningen i det fusjonerte selskapet være høyere enn overtakelsespremien (Boye & Meyer, 1998).

For å komme frem til et godt estimat for nåverdien til den fremtidige verdiskapningen i selskapet må man gjennomføre grundige strategiske og regnskapsmessige analyser av selskapet. Denne verdsettingsprosessen blir beskrevet i neste delkapittel. Siden fusjonen allerede er gjennomført og denne analysen gjøres i etterpåklokskaps lys vil jeg ikke gå noe nærmere inn på selve oppkjøpsprosessen. Motivene for fusjonen diskuteres nærmere i kapittel fire hvor jeg ser på synergieffektene fusjonen kan skape.

2.2 Verdsetting

Verdsetting er beregning av økonomisk verdi og det normale utgangspunktet er å finne denne verdien ved hjelp av nåverdien til alle fremtidige kontantstrømmer. Noen vil kanskje påstå at verdsetting er en lett sak, men som Oscar Wilde en gang sa: *A cynic is a man who knows the price of everything and the value of nothing* (Wilde, 1892). Dessverre er det nok slik at mange av oss er kyniske og kun er opptatte av pris og ikke verdi.

Å verdsette framtidige kontantstrømmer er en utfordring da vi ikke kjenner de fremtidige kontantstrømmene eller avkastningskravet vi skal operere med for å finne den fremtidige verdien. Det finnes flere tilnærminger til denne problemstillingen i praksis, blant annet diskontert kontantstrøm basert på estimater for kontantstrømmene og avkastningskravet, komparativ verdsetting og opsjonsbasert verdsetting (Damodaran, 2002). Som navnet forteller er komparativ verdsetting basert på at verdien av en eiendel, for eksempel et selskap, er avledet fra prisen på sammenlignbare eiendeler. Det finnes mange forskjellige teknikker som kan benyttes for å sammenligne eiendelene men en forutsetning for denne metoden er at man benytter sammenlignbare selskaper med sammenlignbare regnskapstall, kapitalkostnader og skatteforhold. Samtidig forutsettes det at selskapene eller eiendelene som skal sammenlignes har "normal lønnsomhet", altså fungerer denne metoden dårlig i perioder med lav eller negativ kontantstrøm (Damodaran, 2002). Det finnes en rekke

regnskapsmessige nøkkeltall som gir gode verdier som lett kan sammenlignes. Jeg vil gå nærmere inn på disse nøkkeltallene underveis i regnskapsanalysen.

Kontantstrømmer kan estimeres gjennom grundige analyser av selskapets regnskapstall og strategiske posisjon i markedet. Samtidig må man ha et mål på risiko, og den mest brukte tilnærmingen til å prise risiko er kapitalmarkedsmodellen (CAPM¹) (Sharpe, 1964). Som regel finansieres selskap av en kombinasjon av gjeld og egenkapital. Gjeld og egenkapital medfører ulike forpliktelser og rettigheter, skattlegges ulikt, og har dermed ulike priser. En enkel måte å ta hensyn til ulikhetene på er å bruke et veid snitt av kapitalkostnaden (WACC²) i verdsetting (Miller & Modigliani, 1958). Jeg vil komme nærmere inn på disse avkastningskravene i kapittel sju.

Da jeg ikke skal gjennomføre opsjonsbasert verdsetting i denne avhandlingen går jeg ikke noe dypere inn på denne verditilnærmingen.

2.3 Verdsettingsmetode

Verdsettingen i denne avhandlingen er basert på en fundamental analyse av underliggende forhold i selskapene som skal analyseres samt sammenlignbare selskaper. Demirakos, Strong og Walker (2004) nevner fem steg i denne verdsettingsmetoden:

1. Strategisk analyse
2. Regnskapsanalyse
3. Fremtidsregnskap
4. Verdsetting
5. Handling

Jeg vil følge disse stegene i denne utredningen da jeg mener stegene inneholder de viktigste punktene for verdsettingen i dette tilfellet. Innledningsvis vil jeg utarbeide en strategisk analyse for å vurdere selskapets interne og eksterne forhold for å kunne avgjøre hvorvidt selskapet innehar konkurransefortrinn fremfor andre aktører i bransjen. Den strategiske analysen er et viktig verktøy i utarbeidelsen av fremtidsprediksjoner. Jeg vil deretter utarbeide en regnskapsanalyse hvor hensikten er å få innsikt i underliggende økonomiske forhold. I denne regnskapsanalysen vil jeg benytte meg av komparativ verdsetting ved at jeg

¹ Capital Asset Pricing Model

² Weighted Average Cost of Capital

sammenligner Din-Bil og DS Auto med to andre selskaper hver, to bruktbilforhandlere og to bilverksteder. Sammen med den strategiske analysen forteller regnskapsanalysen oss hvorvidt selskapet har et meravkastningspotensiale. På bakgrunn av disse analysene vil jeg utarbeide fremtidsregnskapet, deretter diskontere predikerte kontantstrømmer til nåverdi slik at et verdiestimat på selskapets egenkapital fremkommer. I stedet for å presentere en handlingsstrategi vil jeg belyse fremtidsutsiktene til Din-Bil.

Kapittel 3

*Presentasjon av Selskapene Før og Etter
Fusjonen*

3 Presentasjon av selskapene før og etter fusjonen

Før fusjonen mellom Din-Bil og DS Auto trådte i kraft var selskapene uavhengige og hadde hver sin bedriftsorganisering. Da beslutningen om fusjonen ble tatt i september 2010 ble det besluttet at den skulle gjennomføres med skattemessig virkning fra og med 1. januar i gjennomføringsåret. Regnskapsmessig virkning fikk fusjonen fra og med 1. januar 2010.

Ved fusjonen ble samtlige eiendeler, rettigheter og forpliktelser fra DS Auto overført til Din-Bil slik det fremgikk av balansen for selskapene per 30. juni 2010. Deretter ble egenkapitalen i Din-Bil registrert forhøyet og DS Auto ble samtidig oppløst. Som vederlag for overføringen mottok aksjeeierne i DS Auto 36.080 aksjer i det nye selskapet, hver aksje pålydende kr 19,58. Ved fastsettelse av vederlaget til aksjonærene i DS Auto la man det relative bytteforholdet mellom Din-Bil og DS Auto til grunn. Vederlaget ble basert på forholdet mellom verdiene i Din-Bil før fusjonen og tilførte verdier fra DS Auto ved fusjonen. Partene var på forhånd enige om å legge forholdet mellom bokførte verdier per 1. januar 2010, justert for kapitalnedsettelsen som ble gjennomført i Din-Bil i løpet av sommeren 2010, til grunn.

Det ble per 31. mai 2010 gjennomført en uavhengig verdsetting av Din-Bil, basert på en avkastningsbetraktning justert for fordelene med et fremførbart underskudd i det overtaende selskapet. Verdiene som fremkom var kr 900.000 for Din-Bil og kr 1.700.000 for DS Auto. Avviket mellom bytteforholdet som partene var enige om og taksten var relativt liten. Taksten ga et noe høyere vederlag for DS Auto og dermed for majoritetsaksjonæren. Partene ble likevel enige om å legge det opprinnelige bytteforholdet til grunn.

Fremgangsmåten som ble benyttet for fastsettelse av vederlaget til aksjonærene i DS Auto var etter styrets oppfatning rimelig og saklig begrunnet. Det presiseres likevel at periodeoppgjørene per 30. juni 2010 viste et overskudd før skatt på i underkant av kr 500.000 for DS Auto og et underskudd i overkant av kr 200.000 for Din-Bil. Dette var ikke i samsvar med de budsjetter som forelå på verdsettingstidspunktet.

Fusjonen ble gjennomført etter prinsippene om regnskapsmessig kontinuitet.

De to neste delkapitlene presenterer Din-Bil og DS Auto slik situasjonen var før fusjonen. Kapittel 3.3 gir en oversikt over det nye fusjonerte selskapet Din-Bil.

3.1 Din-Bil før fusjonen

Din-Bil AS drev med salg av brukte biler og lette motorvogner. Selskapet solgte ulike bilmerker da de tok biler i innbytte, men hadde mest kunnskap om og solgte mest Volvo. Hovedårsaken til at de solgte mer av dette bilmerket var personlig interesse. Videre hadde de et godt utviklet samarbeid med forhandlere i Sverige og Tyskland, slik at de fikk gode priser på brukte Volvoer og kunne dermed gi gode priser ut til kundene.

Din-Bil hadde per 31. desember 2010 tre ansatte. Henning Evensen var daglig leder. I løpet av årene Din-Bil har vært driftet har selskapet hatt flere ulike styreledere. De siste årene har imidlertid Bjørn Willanger hatt denne oppgaven. Før fusjonen hadde selskapet 28.630 aksjer fordelt på seks aksjonærer. DS Auto var hovedaksjonær med 54 prosent av aksjene, se Tabell 1.

Tabell 1: Aksjonærer i Din-Bil, før fusjonen

Navn	Prosent
Geir Evenstad	10 %
Jan Erik Haug	1 %
Edel Hågensen	6 %
Marit Løvlied Martinsen	13 %
Pål André Martinsen	16 %
DS Auto	54 %

Pålydende per aksje var kr 100, altså en total aksjekapital på kr 2.863.000. Annen egenkapital per 31. desember 2009 var kr -1.833.348. Til sammen utgjør dette kr 1.029.652 i total egenkapital. På tross av negativ opptjent egenkapital i flere år har Din-Bil hatt en gjennomsnittlig geometrisk vekst i total egenkapital på omlag 20 prosent siden 2003. I 2006 fikk egenkapitalen et kraftig fall fra en solid egenkapital på kr 1.981.853 til en negativ egenkapital på kr -1.409.935. Denne har senere økt sakte, men sikkert. Per 31. desember 2009 utgjorde den totale egenkapitalen som nevnt kr 1.029.652.

Den gjennomsnittlige geometriske veksten i årsresultatet økte med 126 prosent fra 2003 til 2005 før det falt kraftig, fra kr 1.132.000 i 2005 til kr -3.392.000 i 2006. Dette utgjorde et fall på hele 400 prosent. Etter dette kraftige fallet i 2006 har det vært moderat økning i årsresultatet. Per 31. desember 2009 var årsresultatet på kr 466.000. Totalt siden 2003 har den gjennomsnittlige geometriske veksten vært på tretten prosent. En grundigere gjennomgang av regnskapstallene til Din-Bil blir presentert i regnskapsanalysen.

3.2 DS Auto før fusjonen

DS Auto Dag Strand AS var et bilverksted med godkjenning for service og reparasjoner av personbiler. Selskapet var et merkeverksted for Ssang Young, men utførte service og reparasjoner av alle bilmerker.

Per 31. desember 2010 hadde selskapet fem ansatte med Dag Strand som daglig leder. Da selskapet ble etablert i 2002 var daglig leder eneste ansatt. Selskapet har ekspandert de åtte årene det har blitt driftet. Dag Strand var daglig leder og styreformann. Han var eeneier i selskapet med 100 prosent av aksjene. Antall aksjer per 31. desember 2009 var 100 stk, pålydende per aksje var på kr 1.000, altså en total aksjekapital på kr 100.000. Annen egenkapital per 31. desember 2009 var kr 606 481 og dermed var total egenkapital på kr 706 481. Dette tilsvarer en gjennomsnittlig geometrisk egenkapitalvekst på 32 prosent siden 2003.

Siden 2003 og frem til 2007 hadde selskapets årsresultat en geometrisk vekst på 19 prosent, fra kr 166 062 til kr 233 009. I 2008 etablerte eieren i DS Auto et nytt utenforstående selskap i Elverum. Daglig leder brukte mye tid på å bygge opp det nye firmaet og var dermed lite til stede ved DS Auto i denne perioden. Årsresultatet fikk en kraftig nedgang dette året, på 72 prosent, og fraværelse av daglig leder kan være en av grunnene. Det påfølgende året økte årsresultatet igjen og i 2009 var årsresultatet kr 166 841, en vekst på 151 prosent fra året før. I løpet av hele perioden har DS Autos årsresultat hatt en gjennomsnittlig geometrisk vekst på seks prosent.

3.3 Din-Bil etter fusjonen

Den nye interne organiseringen gjennomgår få endringer. Etter fusjonen vil Din-Bil fortsatt drive detaljhandel med bil og lette motorvogner. Samtidig vil selskapet være et bilverksted med godkjenning for reparasjon og service av personbiler, slik DS Auto var. Hovedfeltet er fortsatt Volvo siden ingen ansatte med spesialkompetanse er borte etter fusjonen. De tidligere avtalene er fortsatt gjeldende og selskapet vil importere biler fra Sverige og Tyskland som før. Bilverkstedet vil fortsatt være merkeverksted for Ssang Young og samtidig utføre salg, reparasjoner og service av alle bilmerker.

Da Henning Evensen har avtrådt som daglig leder trer Dag Strand inn i denne stillingen for det fusjonerte selskapet. Totalt per dags dato er det åtte ansatte i Din-Bil.

Bjørn Willanger fortsetter som styreformann. Aksjekapitalen er kr 1.100.611 fordelt på 56.211 aksjer. Etter fusjonen er aksjene fordelt på følgende måte:

Tabell 2: Aksjonærer Din-Bil, etter fusjonen

Navn	Prosent
Dag Geir Strand	81,16 %
Pål André Martinsen	6,56 %
Marit Løvlied Martinsen	5,16 %
Geir Evenstad	4,15 %
Edel Hågensen	2,37 %
Jan Erik Haug	0,59 %

Hovedstrategien etter fusjonen er å kjøpe bygget de per 31. desember 2010 leide for å utvide verkstedet. Slik vil man få øke kapasiteten og få mer moderne lokaliteter. Det er forhandlet frem en pris på verkstedet på kr 4.200.000 og det er forventet at påkostningene på bygget vil ha en pris på kr 2.800.000. Dermed anslås den totale kostnaden forbundet med kjøp og utbedring av bygg å være omlag kr 7.000.000.

Kapittel 4

Mulige Synergier som Følge av Fusjonen

4 Mulige synergier som følge av fusjonen

Formålet med fusjonen var å integrere de to selskapene for på den måten å oppnå en mer rasjonell drift. Beslutningen om å fusjonere kan forklares ut fra teorien om vertikal integrasjon. Vertikal integrasjon kan defineres som økonomiske prosesser innenfor rammen av en enkelt bedrift og inkluderer aktiviteter som produksjon, distribusjon og salg (Porter, 1980). Porter (1980) hevder at vertikal integrasjon er en beslutning om å utnytte interne, administrative transaksjoner, fremfor markedstransaksjoner, for å oppnå økonomiske mål. Å forstå hva som utgjør firmaets barrierer og avgjørelsen om å samhandle internt eller i markedet er ikke bare en avgjørende problemstilling for ethvert selskap, det er en av de viktigste problemstillingene i økonomisk teori (Lafontaine & Slade, 2007). Avgjørelsen om å utnytte interne transaksjoner fremfor å samhandle i markedet kalles en *make-or-buy*-avgjørelse der *make* er interne transaksjoner og *buy* er markedstransaksjoner (Joskow, 1988).

Make og buy er to ekstrempunkter av de mange mulighetene for vertikalt samarbeid. Fusjonen mellom Din-Bil og DS Auto er en vertikal integrasjon siden salgsleddet og ettermarkedstjenestene samles i én og samme bedrift. Tidligere var bedriftene organisert mer mot buy og benyttet seg av langtidskontrakter som knyttet samarbeidet sammen. Den tidligere organiseringen med langtidskontrakter hadde både fordeler og ulemper. Disse ble nøye vurdert før den endelige avgjørelsen om fusjonen ble tatt.

Den største ulempen med langtidskontrakter, en problemstilling mange økonomer er opptatt av, er at kontrakter er eller virker ufullstendige (Tirole, 1999). Din-Bil og DS Auto hadde en skriftlig kontrakt som regulerte leie av verksted, men ingen skriftlig avtale utover dette. Selskapene benyttet seg dermed av muntlige avtaler som var mangelfulle. En muntlig avtale var blant annet at Din-Bil skulle irømmes 20 prosent rabatt på arbeid utført av DS Auto. Det var også slik at dersom problemstillinger oppsto underveis ble disse løst der og da. En fare ved muntlige avtaler er at partene husker og perseperer ting forskjellig. Dette danner grunnlag for uenigheter.

Ufullstendige kontrakter er forbundet med transaksjonskostnader. Transaksjonsøkonomi er et tema viet stor oppmerksomhet og kan spores tilbake til Coase (1937), som var den første til å beskrive transaksjonskostnadsbegrepet. Coase fokuserte på kostnadene ved

transaksjoner i forskjellige organisatoriske former og hans teorier har blitt videreutviklet av blant annet Williamson (1971, 1979). Transaksjonskostnader er kostnader knyttet til å benytte seg av markedstransaksjoner, og elimineres ved integrering (Coase, 1937). Tid og utgifter forbundet med forhandling, konstruksjon og håndheving av kontrakter er eksempler på transaksjonskostnader man unngår ved integrasjon.

Selv om Din-Bil og DS Auto hovedsakelig benyttet seg av muntlige avtaler brukte de tid på å diskutere problemstillinger og løsninger før fusjonen. Enkle spørsmål kunne bli til store problemstillinger og lange diskusjoner. Siden begge selskapene ønsket å komme bedre ut av diskusjonen var dette meget uheldig. Slike tidkrevende og byråkratiske diskusjoner kunne gå utover kundebehandling og effektivitet. Etter fusjonen er det ikke lenger nødvendig med lange diskusjoner angående problemstillinger som ikke er spesifisert i en avtale, da daglig leder kan ta de fleste avgjørelser på egen hånd. Dersom det oppstår større overordnede problemstillinger blir de drøftet i styret som videre kommer til enighet sammen med daglig leder.

I følge transaksjonskostnadsteorien finner en transaksjon sted i det institusjonelle rammeverk, marked og hierarki som virker mest effektivt (Balakrishnan & Wernerfelt, 1986). Effektiviteten har trolig blitt bedret etter fusjonen da Din-Bil tidligere måtte snakke med DS Auto for å avtale time i verkstedet dersom de skulle hatt arbeid utført på en bil. Etter fusjonen kan de logge seg inn på verkstedets programvare og selv reservere tid for arbeidet. Dette er tidsbesparende og dermed følgelig kostnadsbesparende.

I tillegg til kostnader forbundet med forhandling, konstruksjon og håndheving av kontrakter vil jeg nevne to andre teoretiske konsepter innenfor transaksjonsøkonomi – holdup-problemet og kvasi-profitt (Balakrishnan & Wernerfelt, 1986). DS Auto hadde "holdt opp" Din-Bil dersom de hadde nektet å utføre takst, reparasjoner eller service på deres biler i et forsøk på å reforhandle avtalen slik at DS Auto hadde kommet bedre ut av samarbeidet. Din-Bil hadde dermed måtte forhandle frem en ny avtale eller se seg om etter alternative partnere. I begge tilfellene påløper transaksjonskostnader som blir marginaliseres ved en fusjon. Dersom Din-Bil hadde valgt en alternativ partner ville de vært avhengig av å transportere bilene til et annet verksted, noe som koster både tid og penger. Ved å være lokalisert på samme adresse spares disse kostnadene ved samarbeidet. Din-Bil var dermed

interessert i å ha et godt samarbeid med DS Auto. DS Auto hadde heller ingen interesse av å "holde opp" Din-Bil siden DS Auto hadde eierandeler i selskapet og dermed ønsket det beste for samarbeidet og begge selskapene. Samtidig må det nevnes at Din-Bil var DS Autos største kunde før fusjonen og en viktig inntektskilde for selskapet.

Kvasi-profitt er den ekstra profitten man oppnår dersom en avtale går som planlagt, sammenlignet med profitten man oppnår ved å benytte sitt nest beste alternativ (Williamson, 1979). Med andre ord er kvasi-profitt i dette tilfellet den ekstra profitten man får ut av et samarbeid. Tidligere fikk Din-Bil 20 prosent rabatt på deler og arbeid utført av DS Auto, DS Auto brukte tid og ressurser på å fakturere Din-Bil for dette. Disse kostnadene har blitt borte etter fusjonen og den totale kvasi-profitten har økt.

Vi ser at de overordnede transaksjonskostnadene reduseres ved en fusjon. Det er allikevel viktig å huske at det finnes transaksjonskostnader innen det integrerte selskapet som øker med størrelsen. Det fusjonerte selskapet er involvert i flere deler av markedet og behovet for administrativ koordinasjon kan føre til mindre tid til strategiske oppgaver, noe som er viktig for selskapets fremtidige vekst (Balakrishnan & Wernerfelt, 1986). For Din-Bil blir organisasjonsendringen minimal og den administrative koordineringen gjennomgår ikke store endringer etter fusjonen. Det vil derfor være like mye tid til strategiske oppgaver etter fusjonen.

Foruten transaksjonskostnader er det andre faktorer som påvirkes av en fusjon. Blant annet betraktninger av konkurransesituasjonen og skjulte handlinger (Balakrishnan & Wernerfelt, 1986). Konkurranseskraften til det fusjonerte selskapet forsterkes ved en fusjon da markedsføringsbudsjettet øker og man kan reklamere både for salg av bil og ettermarkedstjenestene som tilbys i én og samme annonse. Selv om selskapene hadde en avtale på service og garantibetingelser på solgte biler før fusjonen, kan de nå tilby enda bedre betingelser for kundene. Gode service- og garantiavtaler trekker kunder og vil dermed være en fordel for det fusjonerte selskapet. Det vil ikke være et konkurransefortrinn da alle de store bilselskapene, som for eksempel Møller Bil og Bilia, har lignende avtaler for sine kunder. Allikevel vil gode ettermarkedstjenester trekke kunder.

Den siste problemstillingen jeg vil diskutere rundt vertikal integrasjon er skjulte handlinger og de ansattes oppfatning av jobbsikkerhet. Lafontaine og Slade (2007) finner empiriske

beviser på sammenhengen mellom økt risiko og mindre integrering. Et lite selskap tilbyr ikke jobbsikkerhet i like stor grad som et stort selskap da faren for å gå konkurs er mer reell for et lite selskap. Med lavere konkurrisiko følger mindre fare for oppsigelser. Dette kan medføre at ansatte blir mindre motiverte. En annen skjult handling kan være at de ansatte føler seg mindre overvåket i et større selskap og dermed utfører jobben ineffektivt.

Jeg mener likevel at disse problemstillingene er mindre aktuelle i fusjonen mellom Din-Bil og DS Auto. Selskapet er lite selv etter fusjonen, åtte ansatte totalt, og det er dermed fortsatt en reell fare for konkurs. Den interne organiseringen gjennomgår få endringer, noe som gjør at overvåkingen foregår på samme måte nå som før.

4.1 Oppsummering

Fordelene med vertikal integrasjon og synergier som oppstår er følgende:

- Transaksjonskostnadene reduseres da:
 - Man sparer tid på å kartlegge problemstillinger som ikke var spesifisert i den tidligere avtalen
 - Man slipper å forhøre seg med verkstedet angående tid for reparasjoner service o.l.
 - Daglig leder har makt til å ta beslutninger på tvers av de to avdelingene
 - Man unngår holdup-problemer
 - Kvasi-profitten øker
- Selskapets konkurranseprofil bedres ved:
 - Økt markedsføringsbudsjett
 - Bedre ettermarkedstjenester

Ulempene med vertikal integrasjon er:

- Mindre konkurrisiko kan føre til late og mindre motiverte ansatte
- Ansatte føler seg mindre overvåket og kan utføre jobben dårligere

Som vi kan se er det langt flere fordeler med å integrere vertikalt enn å fortsette driften som før. Dette er forhold som sannsynligvis vil skape synergier i fremtid.

Kapittel 5

Strategisk Analyse av Din-Bil

5 Strategisk Analyse av Din-Bil

Strategisk analyse er en viktig del av verdsettingen da den kartlegger hvilke faktorer som påvirker bransjen og selskapets konkurransefortrinn. Det er viktig å forstå hvilket konkurranseklima selskapet opererer i for å vurdere meravkastningspotensialet til selskapet. Et selskap må tilpasse seg slik at de sterke sidene utnyttes maksimalt og de svake sidene minimeres. For å oppnå dette benyttes en strategi (Roos, Von Krog, Roos, & Lisa, 2005). Mintzberg (1987) definerer strategi som en bevist handling for å oppnå et mål. Ved å utføre en strategisk analyse ser man om strategien er tilpasset selskapets mål samtidig som man får oversikt over hvor styrkene og svakhetene ligger. Dette kan selskapet benytte for å gjøre forbedringer samt sette nye, høyere mål.

Ved å vurdere den interne og eksterne situasjonen til Din-Bil etter fusjonen vil man kunne avgjøre om selskapet har en markedsposisjon som fører til et meravkastningspotensiale i forhold til eiernes krav.

For å få best mulig oversikt over selskapet er den strategiske analysen delt inn i eksterne og interne forhold. Begge analysene er til slutt oppsummert i en SWOT-analyse.

5.1 Ekstern Analyse av Din-Bil

Den eksterne analysen søker å avdekke konkurransekraftene som bransjen påvirkes av. Jeg har her valgt å benytte PEST analyse fordi dette strategiverktøyet gir god innsikt i makromiljøet Din-Bil befinner seg i. Jeg kunne benyttet en PESTEL analyse, men mener at de siste to faktorene i denne analysen, lovmessige og miljømessige faktorer, inngår i de politiske faktorene i PEST-analysen.

5.1.1 PEST-analyse

PEST står for Political, Economical, Social og Technological og tar for seg selskapets politiske, økonomiske, sosiokulturelle/demografiske og teknologiske utfordringer (Roos, Von Krog, Roos, & Lisa, 2005).

Politiske faktorer

Politiske faktorer sier noe om hvordan og i hvilke grad myndighetene griper inn i økonomien. Skattepolitikk, arbeidsrett, toll og politisk ustabilitet er eksempler på politiske faktorer som kan påvirke et selskaps økonomi (Roos, Von Krog, Roos, & Lisa, 2005).

For at Din-Bil skal kunne drive bilverksted må de ha godkjenning fra Statens vegvesen (18. juni 1965 nr. 4 vegtrafikklov). Alle bilverksteder må ha en slik godkjenning for å sikre at arbeidet holder en viss standard. For å få autorisasjon til å drive bilverksted må Din-Bil oppfylle detaljerte krav til blant annet lokaler, utstyr, personale samt lagringsplass for kjøretøy og data (Transportøkonomisk Institutt, 2002). Alle registrerte biler må bestå en periodisk kjøretøykontroll³ hvert andre år og kun autoriserte bilverksteder kan utføre denne kontrollen. DS Auto har hatt autorisasjon til å drive bilverksted siden oppstart. Autorisasjonen er nå overført til det fusjonerte selskapet.

En annen politisk faktor som påvirker Din-Bil er tollbestemmelser. Din-Bil importerer biler fra Tyskland og Sverige og må dermed betale en engangsavgift på bilene for å kunne registrere de i Norge. Engangsavgiften er fastsatt av stortinget og beregnes ut fra typen drivstoff bilen bruker, motorvolum, antall seter, egenvekt etc. (Toll- og Avgiftsdepartementet, 2011). Diesebiler har lavere CO₂-utslipp enn bensinbiler og har dermed en lavere engangsavgift. Dette er et tiltak fra regjeringen som skal stimulere til valg av mer miljøvennlige biler. Også årsavgiften er miljødifferensiert. Diesebiler med fabrikkmontert partikkelfilter og bensinbiler har lavere årsavgift enn diesebiler uten partikkelfilter (Finansdepartementet, 2008).

Dersom Din-Bil importerer diesebiler fremfor bensinbiler blir engangsavgiften lavere og bilen kan selges til en lavere pris eller med høyre fortjeneste. De fleste kundene ønsker samtidig en lavere årsavgift og flere vil dermed ønske dieselbil med partikkelfilter fremfor en dieselbil uten. Dette er politiske faktorer Din-Bil må vurdere å forholde seg til ved kjøp og import av biler.

I statsbudsjettet for 2011 er det foreslått at årsavgiften skal økes med 1,8 prosent fra året før. Blant særstatsene som omhandler engangsavgift har fradrag per gram CO₂-utslipp under 50 g/km økt med 21,1 prosent. Avgift på motoreffekt er fjernet for de første 65 kW. De øvrige satsene som påvirker engangsavgiften har stort sett økt med 1,8 prosent. Vi ser at engangsavgiften på importerte biler vil bli noe høyere i 2011 sammenlignet med 2010 dersom bilen har CO₂-utslipp over 50 g/km eller større motoreffekt enn 65 kW (Finansdepartementet, 2011).

³ EU-Kontroll

Miljødifferensierte avgifter fører til dyrere biler og flere forbrukere søker alternative løsninger. Dette har ført til økt etterspørsel etter elbiler. I 2008 var det 1.753 elbiler på landsbasis, av disse var to lokalisert i Hamar-regionen. Antall elbiler økte med fire prosent på landsbasis fra 2008 til 2009 samtidig som det økte fra to til seks elbiler i Hamar-regionen (Statistisk Sentralbyrå). I samme periode økte antall person- og varebiler med to prosent, altså ser vi at det er økt konkurranse fra elbiler. I starten av 2011 har salget av elbiler vist stor forbedring fra tidligere år, og med 283 solgte elbiler i årets to første måneder ser det ut til at etterspørselen stadig øker (Norstart, 2011).

Selv om man ser at etterspørselen etter elbiler øker mener jeg dette ikke er av stor betydning for Din-Bil da i underkant av 60 prosent av alle elbiler i landet er lokalisert i Oslo og Akershus. Prosentandelen i Hamar-regionen er tilnærmet lik null (0,00034 prosent). Årsaken til at det er så få elbiler i og rundt Hamar er mest sannsynlig avstandene mellom byen og regionene samt dårlig tilrettelegging. I Hamar er det ikke kollektivfelt, bommer, ferjer eller lignende som elbilsjåførene kan dra nytte av. Mye av motivasjonen til valg av elbil kan nok være å benytte seg av kollektivfeltene når de kjører inn og ut fra Oslo og de andre store byene i rushtiden samt å spare penger på bom og parkering.

Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer som renter, valutakurser, inflasjon og vekst har store konsekvenser for et selskaps drift og planlegging (Roos, Von Krog, Roos, & Lisa, 2005). Eksempelvis påvirkes et selskaps kapitalkostnad av renten og har derfor innvirkning på hvordan selskapet vokser og utvides.

Bilbransjen er svært utsatt for konjunktursvingninger og et fall i bilsalget kan tolkes som det første tegnet på en økonomisk nedgangstid. Samtidig svinger bilsalget gjennom årstidene. Det er allikevel slik at med sviktende bilsalg øker antall bilreparasjoner. Dermed er ikke konjunktursvingningene like bekymringsverdige for Din-Bil nå som før fusjonen. Din-Bil merket sviktende salg under finanskrisen, men salget har nå tatt seg opp igjen. Samtidig merket DS Auto økt etterspørsel etter reparasjoner og vedlikehold under finanskrisen.

Renter og renteutsikter har mye å si for videre drift og fremtidig vekst for selskapet. Høye lånerenter medfører et lavere ordinært resultat før skattekostnad og dermed vil økende renter føre til lavere resultat for selskapet. Renten på det langsiktige lånet har vært på omlag

sju prosent og det er forventet at renten holder seg på dette nivået eller øker minimalt en tid fremover. Din-Bil må ta opp et nytt lån for å finansiere kjøp og utbedring av bygget, men renten på det nye lånet vil trolig være på samme nivå som tidligere lån, altså på omlag sju prosent.

Hva gjelder renten på kassakreditten er provisjon for ordinær bevilgning 0,25 prosent - denne er fast hver måned og utgjør kr 3.125. I tillegg er det provisjon for tilleggsbevilgning på kr 2.500 pr mnd. Debetrenter på ordinær bevilgning utgjør 9,15 prosent, det samme gjelder for tilleggsbevilgning. Renten på kassakreditten avregnes kvartalsvis. Også rente på kassakreditt forventes å være på dette nivået en stund fremover, men som vi ser, blir kassakreditten dyrere jo mer som benyttes. Din-Bil bør derfor forsøke å holde kassakreditten på et rimelig nivå. Ordinær bevilgning på kassakreditten utgjør kr 1.250.000 mens tilleggsbevilgning utgjør kr 500.000.

Kortsiktige svingninger i form av valutakurssvingninger påvirker Din-Bil da de importerer biler fra Sverige og Tyskland. En depresierende norsk krone mot den svenske krona eller Euro vil ha negativ innvirkning på Din-Bils resultat. På samme måte vil en økende verdi i den norske krona mot disse valutaene styrke resultatet. Dersom disse valutaene er sterke i forhold til den norske krona vil det følgelig bli dyrere for Din-Bil å importere biler fra disse landene. Det vil trolig føre til mindre import i perioder hvor kursen er ugunstig og større import i perioder hvor kursen er god. Dermed vil valutasingningene jevnes ut på lang sikt og svingningene vil ikke ha stor langsiktig påvirkning. Dersom Din-Bil allikevel ønsker å motvirke de største effektene av valutakurssvingningene kan de sikre sine kontantstrømmer. Jeg mener dette ikke er nødvendig.

Sosiokulturelle/demografiske faktorer

Sosiokulturelle faktorer eller demografiske faktorer omfatter for eksempel aldersfordeling, befolkningsvekst, utdanningsnivå, sikkerhet eller forbrukeratferd. Trender i de sosiokulturelle faktorene påvirker etterspørselen etter selskapets produkter og dermed hvordan selskapet opererer (Roos, Von Krog, Roos, & Lisa, 2005).

Din-Bil er lokalisert i Hamar kommune og per dags dato har selskapet også mange kunder fra nabokommunene Ringsaker, Stange og Løten som til sammen utgjør Hamar-regionen (Hamar Kommune). Hamar kommune hadde per 1. januar 2010 en befolkning på 28.662

personer og har hatt en økning på i underkant av 7 prosent de siste ti årene. Hele Hamar-regionen hadde per 1. januar 2010 en befolkning på 88.011 og har hatt en befolkningsvekst på omlag tre prosent de siste fem årene (Hamar Kommune, 2010). I 2009 var det 64.512 mennesker i Hamar-regionen mellom 18 og 79 år. Statistisk Sentralbyrå (2010) har fremskrevet folkemengden i Hamar kommune i 2030 til 32 000 mennesker.

I 2009 var det totalt 2.631.585 personbiler og varebiler i Norge. Av disse var to prosent i Hamar-regionen (Statistisk Sentralbyrå). DS Auto hadde omlag 2.500 kunder før fusjonen trådte i kraft, og hadde dermed 4,6 prosent av alle bileierne i Hamar-regionen som kunder. Din-Bil hadde omkring 900 kunder, altså var 1,7 prosent av bilparken i regionen kunder av selskapet før fusjonen. Etter fusjonen har selskapet til sammen nå 3.442 kunder, noe som utgjør en andel på 6,4 prosent av bilparken i Hamar-regionen. Samtidig utgjør kundene til Din-Bil i underkant fire prosent av hele befolkningen i Hamar, Ringsaker, Stange og Løten, og i overkant fem prosent av befolkningen mellom 18 og 79 i samme område.

Det er omlag 30 selskaper i Hamar-regionen som opererer i samme virksomhetsområde som Din-Bil, enten de har verksted, bedriver salg, eller begge deler. Dermed er en markedsandel på over 6 prosent nokså tilfredsstillende. Gjennomsnittlig registrerte biler per selskap er 2.072, altså ligger Din-Bil over gjennomsnittet hva gjelder markedsandel. Det bør allikevel nevnes at noen kunder kan være registrert hos flere selskaper og at markedsandelen kan reelt sett være lavere.

Også været påvirker Din-Bil, men ikke i avgjørende grad. Det bør imidlertid nevnes at den kalde vinteren har vært meget bra for verksteddriften, da mange ønsker motorvarmer og mange biler får problemer i den harde, norske vinteren. Dette kan samtidig øke etterspørselen etter nordiske biler, som Volvo, og dermed etterspørselen etter Din-Bils biler.

Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer kan være forskning og utvikling, automatisering eller teknologisk endring, for å nevne noe. Teknologiske faktorer har innflytelse på outsourcingbeslutninger og teknologiske skift kan påvirke kostnader og kvalitet.

Teknologien i biler har utviklet seg dramatisk de siste årene. Biler krever stadig flere sofistikerte løsninger og i dag reparerer man biler ved hjelp av datateknologi og moderne

elektronisk utstyr. Bilverkstedene benytter og kobler datamaskiner til bilene for å avdekke feil og mangler. Bilmekanikerne kan derfor ha kompetanseproblemer. For DS Auto sitt vedkommende har imidlertid denne utviklingen ikke vært noe problem. Den vil trolig heller ikke bli et problem for det fusjonerte selskapet da kurs og kompetanseutvikling har vært, og vil fortsatt være, viktige prioriteringer i verkstedsdriften. Alle medarbeidere oppdateres på både nytt og gammelt teknologisk verktøy, slik at de har kompetanse til å utføre reparasjoner og service på biler i alle aldre.

Et problem Din-Bil imidlertid kan støte på, er at bilprodusentene etablerer lukkede datasystemer som tvinger kundene til merkeverkstedet. Bilprodusentene ønsker å gjøre opp for sviktende kundelojalitet ved å unnlate å standardisere verktøy. Samtidig fører manglende lovgivning fra konkurransemyndighetene til at det er de små verkstedene og forbrukerne som taper. Din-Bil kan stort sett feilkodelese og reparere alle bilmerker, men for å slette enkelte feilkoder må kundene videreformidles til merkeverksteder. Din-Bil forsøker å holde verkstedprisene såpass mye lavere enn merkeverkstedene, slik at det for kunden vil være lønnsomt å få feilkodelest og reparert bilen hos Din-Bil, for deretter å dra til merkeverkstedet og få feilkodene slettet.

5.2 Intern Analyse av Din-Bil

Hensikten med den interne analysen er å kartlegge bedriftens styrker og svakheter. Hvordan et selskap utnytter sine ressurser påvirker lønnsomheten i like stor grad som de eksterne faktorene. Ved å utføre en intern analyse blir man bedre kjent med selskapets ressurser og kan på den måten forstå verdien av dem bedre. Man kan dele ressurser inn i materielle og immaterielle ressurser hvorav de immaterielle er vanskelig å identifisere. Eksempler på immaterielle ressurser er relasjoner og kompetanse. Materielle ressurser er langt lettere å identifisere, eksempelvis maskiner og bygninger.

5.2.1 Identifisering av ressurser

Immaterielle ressurser Din-Bil innehar er unike avtaler med bilforhandlere i Sverige og Tyskland, ansatte med høy kompetanse på sine respektive områder samt faste kunder og gode kundeforhold. Samtidig innehar Din-Bil materielle ressurser i form av driftløsoøre og varelager. Verdien av de immaterielle ressursene blir analysert i den interne analysen ved

hjelp av en VRIO-analyse. De materielle ressursene, derimot, blir behandlet i regnskapsanalysen.

5.2.2 VRIO-analyse

Jeg har valgt å benytte en VRIO-analyse for å analysere de interne faktorene. Dette fordi dette analyseverktøyet analyserer selskapenes ressurser nøyaktig, samtidig som det er lett å se hvorvidt selskapet innehar konkurransefortrinn.

VRIO står for **V**aluable, **R**are, **I**mitable og **O**rganized og hjelper oss med å se om selskapets ressurser er verdifulle, om de er sjeldne, om de lett kan kopieres av andre og om selskapet greier å utnytte ressursen på en slik måte at den bidrar til å gi selskapet et konkurransefortrinn (Roos, Von Krog, Roos, & Lisa, 2005).

Unike avtaler

Avtalen Din-Bil har med den svenske leverandøren er meget verdifull da de får gode tilbud på kjøp av biler. På grunn av det lange og gode samarbeidet har Din-Bil opparbeidet seg stor tillit hos leverandøren. Ved å kjøpe mange biler har de nå blitt en av de største kundene til den svenske forhandleren og ingen andre leverandører i Hamar-regionen kan ta inn like mange bra biler til en så lav pris som Din-Bil. Dette har resultert i at Bilja Hamar AS, Hamars største forhandler av Volvo, tidvis har kjøpt biler via Din-Bil fra den nevnte svenske leverandøren. Fortjenesten til Din-Bil ved slik videreformidling til Bilja er på kr 6.000 per bil. Dermed blir også avtalen unik og sjelden. Bilja og andre Volvo-forhandlere har ikke en tilsvarende avtale, og det vil ta år å bygge opp samme tillit hos en forhandler. Det er allikevel mulig for de andre bilforhandlerne å kopiere denne ressursen, men det vil ta tid. Denne avtalen har blitt utviklet over årene og er utnyttet på en slik måte at den gir Din-Bil et konkurransefortrinn fremfor de andre bilforhandlerne i Hamar-regionen.

Avtalene med de tyske leverandørene er ikke like verdifulle. Selv om Din-Bil har gode avtaler med aktører på det tyske markedet har de ikke like gode avtaler som med den svenske forhandleren. Det er mange bilforhandlere i Hamar-regionen som tar inn biler fra tyske forhandlere, altså er ressursen verken verdifull, sjelden eller vanskelig å kopiere. Avtalen burde forsøksvis formes litt bedre slik at den kan bli et konkurransefortrinn slik som avtalen med den svenske leverandøren er.

Unike ansatte

I en bedrift som Din-Bil, med over 50 prosent håndverkere er det tydelig at arbeidskraft er en viktig ressurs. For å opprettholde fornøyde kunder er kompetente ansatte viktig. Dersom verkstedet ikke utfører reparasjoner og service på en tilfredsstillende måte kan de miste kunder. Det er viktig å ha mekanikere som er oppmerksomme og gode i jobben sin. Allikevel er det slik at selv om arbeidskraft er en verdifull og viktig ressurs er den ikke sjelden. De fleste verksteder har flere dyktige mekanikere, og dermed utgjør de ikke et konkurransefortrinn for selskapet. Dersom en ansatt har kompetanse utenom det vanlige og på den måten utgjør et konkurransefortrinn er som regel den ansatte selv klar over dette. Den ansatte vil kunne kreve høyere lønn eller finne en annen arbeidsgiver som er villig til å betale for denne kunnskapen. Konkurransefortrinnene kan dermed bli eliminert ved at kostnaden blir høyere og inntjeningen lavere.

Lokalisering

Lokalisering har mye å si for Din-Bil. Dette er det flere grunner til. Først og fremst vil deres gode lokalisering sørge for at kundene ser bilverkstedet og bilene til salgs. Viktigste er det kanskje for bilverkstedet da folk ikke gjør like grundige undersøkelser før de skal reparere bilen som ved kjøpe av ny bil da kostnadene forbundet med reparasjon vanligvis er lavere. Et godt synlig bilverksted vil man ofte huske og sjansen for at man leverer bilen sin til akkurat dette verkstedet øker betraktelig dersom folk vet hvor det er lokalisert. Samtidig vil lokaliseringen ha mye å si da kunder ofte må sette fra seg bilen i flere timer, iblant flere dager. For et bilverksted som ligger isolert til kan dette by på problemer. DS Auto er lokalisert forholdsvis sentralt på Hamar vest. Det ligger langs en trafikkert vei og er tydelig for de som kjører forbi. Hamar vest er et populært boligområde i Hamar. I tillegg er det gangavstand til store kjøpesentre og sentrum med tog og busstasjon. Det er dermed mulig å sette fra seg bilen i noen dager og fortsatt ha mulighet til å komme seg til eller fra jobb. Dette gjør lokaliseringen til Din-Bil meget verdifull. Det er ikke en sjelden eller uimterbar ressurs da det er mulig også for andre aktører å etablere seg i samme område. Det blir dermed ikke et konkurransefortrinn for Din-Bil selv om lokaliseringen i seg selv er verdifull.

Dersom enkelte kunder likevel ikke har mulighet til komme seg hjem eller på arbeid har Din-Bil to biler til utlån for kunder på verkstedet. I noen tilfeller, gjerne når det kommer til eldre kunder, kjører selskapet kundene hjem når de leverer bilen, får deretter å hente de igjen når

bilen er ferdig på verkstedet. Heller ikke dette utgjør et konkurransefortrinn, men er viktig med tanke på fornøyde kunder og godt renommé.

Renommé

Det er viktig for et selskap å ha et godt renommé da "word of mouth" er den beste markedsføringen man kan få. Uten å gjennomføre analyser er det vanskelig å få en oppfatning av hvordan renommé Din-Bil har. Vi ser allikevel at kunder Dag Strand har hatt ved tidligere arbeidsplasser har flyttet med han. Mange av kundene han har i dag er de samme som han hadde for 20 år siden. Slike svært trofaste kunder betyr sannsynligvis at Din-Bil har et godt renommé som bilverksted. Dette er en verdifull ressurs, men den er verken sjelden eller vanskelig å kopiere. Allikevel er det lave kostnader forbundet med å bytte bilforhandler eller verksted og de fleste gjør grundige undersøkelser før de kjøper bil eller leverer bilen til reparasjon. Det er derfor viktig at Din-Bil pleier kundeforholdene til gamle kunder samtidig som de forsøker å attrahere nye kunder. På denne måten kan de organisere ressursen slik at den utnyttes best mulig i fremtiden.

5.3 SWOT-analyse av Din-Bil

For å oppsummere den interne og eksterne analysen benytter jeg en SWOT-analyse. SWOT-analysen er en oversiktlig metode som summerer opp selskapets interne og eksterne faktorer. Sterke og svake sider (**Strengths** og **Weaknesses**) utgjør bedriftens interne faktorer mens muligheter og trusler (**Opportunities** og **Threats**) utgjør bedriftens eksterne (Roos, Von Krog, Roos, & Lisa, 2005).

5.3.1 Sterke sider

Din-Bils sterke sider er unike avtaler, unike ansatte, god lokalisering og godt renommé. De unike avtalene fører til at Din-Bil kan kjøpe biler til en lav pris slik at de kan selge de med høyere fortjeneste, eller til en lavere pris, og dermed tiltrekke seg kunder. De unike ansatte fører til fornøyde kunder, som igjen fører til fulle timelister og høye driftsinntekter.

Lokaliseringen er en sterk side ved at selskapet er synlig for potensielle nye kunder samtidig som de eksisterende kundene lett kan komme seg til og fra jobb/hjem når de leverer bilen til verkstedet. Aller viktigst er kanskje Din-Bils renommé. Som nevnt tidligere er "word of mouth" den viktigste og beste markedsføringen for et selskap og utgjør dermed en meget sterk side for Din-Bil.

5.3.2 Svake sider

Din-Bils svake sider må ligge på de økonomiske ressursene og størrelsen på bilverkstedet. Din-Bil har i perioder hatt negativt resultat, noe jeg kommer nærmere tilbake til i regnskapsanalysen. Størrelsen på bilverkstedet setter begrensninger på kapasiteten. Med stor pågang må selskapet avvise kunder eller sette de på lange ventelister. Dette er svært uheldig da noen kunder kanskje velger et annet verksted som kan utføre jobben tidligere. Dette problemet vil bli marginalisert etter fusjonen, når bygget er kjøpt opp og ferdig utbygget.

5.3.3 Muligheter

Selv om miljødifferensierte avgifter i utgangspunktet er en trussel for Din-Bil kan de bruke dette til sin fordel da de kan være selektive med import og kjøp av bil og dermed ha de bilene som er rimeligst for kundene på lager. Dersom man kun importerer diesalbiler eller bensinbiler med partikkelfilter vil dette føre til billigere årsavgift for kjøperne. Disse bilene er også billigere å importere og engangsavgiften blir lavere. En annen mulighet kan være å starte salg av elbiler. Din-Bil har imidlertid ikke kompetanse på dette området, og siden Hamar og omegn ikke er spesielt tilrettelagt for elbiler, er dette foreløpig ikke å anbefale.

5.3.4 Trusler

Bilbransjen er en bransje forbundet med høy risiko, noe som kan være en trussel for Din-Bil. Selskapet er allikevel veletablert og selv med nedgangen i 2008, forårsaket av finanskrisen, har Din-Bil greid seg godt.

Andre trusler kan være miljøpolitikk, elbiler og teknologisk utvikling. Miljøpolitikken utgjør en trussel ved at det blir stadig mer kostbart å importere samt å eie biler. Avgiftene er foreslått ytterligere økt i statsbudsjettet 2011. Dette kan føre til at Din-Bil må selge bilene til en høyere pris eller med mindre fortjeneste. Dette fører samtidig til økt konkurranse fra elbiler. På den andre siden vil teknologisk utvikling utgjøre en større trussel da bilprodusentene forsøker å tvinge kundene til merkeverkstedene ved å utvikle programvare i bilene som eksterne verksteder ikke har tilgang til. Dette anses å være den største trusselen for fremtiden.

Kapittel 6

Regnskapsanalyse av Din-Bil

6 Regnskapsanalyse av Din-Bil

I dette kapitlet vil jeg gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse av de to tidligere selskapene Din-Bil og DS Auto. Hensikten med regnskapsanalysen er å få en bedre forståelse av selskapenes historiske økonomiske tilstand samt en bedre oppfatning av selskapenes kvantitative størrelser og finansielle forhold (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Regnskapsanalysen og den strategiske analysen vil danne basis for prediksjonen for fremtiden og den videre verdsettelsen av Din-Bil etter fusjonen.

Ved valg av analysehorisont vil jeg i den komparative delen av verdsettingen benytte årsrapporter tilbake til 2005 og frem til 2009. Årsaken til dette er at jeg ikke har tilgang til tidligere årsrapporter for de sammenlignbare selskapene, ei heller årsrapport for 2010. Ved presentasjonen av regnskapstallene for Din-Bil og DS Auto presenterer jeg regnskapstall fra 2003 og frem til 2009. I tillegg vil jeg presentere ureviderte regnskapstall for 2010. Som nevnt innledningsvis fikk fusjonen regnskapsmessig virkning fra og med 1. januar 2010, så tallene for dette året representerer dermed selskapet etter fusjonen, altså Din-Bil og DS Auto som ett.

6.1 Presentasjon av regnskapstall

Tallene i tabellene nedenfor sammenfattes årsrapportene for perioden 2003 til 2009.

Regnskapsanalysen baseres på disse tallene.

6.1.1 Resultatregnskap

Resultatregnskap for Din-Bil

Tabell 3: Resultatregnskap for Din-Bil fra 2003 til 2009

RESULTATREGNSKAP FOR DIN-BIL							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER							
Driftsinntekter							
Salgsinntekt	34 787 814	56 993 319	79 281 959	53 905 974	48 800 013	48 084 681	41 767 205
Annen driftsinntekt	1 032 128	664 090	554 601	485 070	357 335	311 141	321 633
Sum driftsinntekter	35 819 942	57 657 409	79 836 560	54 391 044	49 157 348	48 395 822	42 088 838
Driftskostnader							
Varekostnad	32 935 220	53 220 982	73 948 718	51 520 879	45 265 129	44 447 655	38 310 967
Lønnskostnad	1 113 337	1 479 115	1 639 929	1 829 915	1 769 253	1 729 444	1 431 486
Avskrivning på varige driftsmidler	-	-	-	-	-	10 122	30 379
Annen driftskostnad	1 143 113	1 565 541	2 037 791	1 427 791	1 986 316	2 196 599	1 667 239
Sum driftskostnader	35 191 670	56 265 638	77 626 438	54 778 585	49 020 698	48 383 820	41 440 071
DRIFTSRESULTAT	628 272	1 391 771	2 210 122	-387 541	136 650	12 002	648 767
FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER							
Finansinntekter							
Annen renteinntekt	1 955	301	399	3 053	9 038	34 946	2 969
Annen finansinntekt	-	82	-	1 522	-	-	-
Sum finansinntekter	1 955	383	399	4 575	9 038	34 946	2 969
Finanskostnader							
Annen rentekostnad	238 861	293 591	561 348	460 222	451 293	176 523	161 528
Annen finanskostnad	-	1 984	27 502	71 852	-	-	24 627
Sum finanskostnader	238 861	295 575	588 850	532 074	451 293	176 523	186 155
NETTO FINANSPOSTER	-236 906	-295 192	-588 451	-527 499	-442 255	-141 577	-183 186
ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	391 366	1 096 579	1 621 671	-915 040	-305 605	-129 575	465 581
Skattekostnad på ordinært resultat	169 706	422 723	489 376	8 198	-142 954	-	-
EKSTRAORDINÆRE POSTER							
Ekstraordinære kostnader							
Ekstraordinær kostnad	-	-	-	2 468 550	996 770	-	-
Sum ekstraordinære kostnader	-	-	-	2 468 550	996 770	-	-
NETTO EKSTRAORDINÆRE POSTER	-	-	-	2 468 550	996 770	-	-
ÅRSRESULTAT	221 660	673 856	1 132 295	-3 391 788	-1 159 421	-129 575	465 581

Vi ser at Din-Bil har hatt varierende omsetning siden 2003. Den gjennomsnittlige veksten har vært på beskjedne tre prosent totalt fra 2003 til 2009. Økningen skjedde gradvis frem til 2005. I 2006 fikk omsetningen et tilbakefall som varte helt til utgangen av 2009. Kostnadene har sunket omlag like mye i denne perioden, men vi ser at omsetning og kostnader var tilnærmet like, altså var driftsresultatet før finansposter og ekstraordinære poster minimale. I 2006 var driftsresultatet før skatt negativt. Denne negative trenden ble snudd i 2007 da kostnadene sank mer enn omsetningen. I 2009 hadde Din-Bil et solid driftsresultat før finans- og ekstraordinære poster.

Når det kommer til årsresultat ser vi at 2005 var et meget godt år for Din-Bil med kr 1.132.295 i overskudd. Året etter, derimot, var et meget dårlig år med et negativt årsresultat på kr -3.391.788. På tross av at driftsresultatet økte fra 2006 til 2007 hadde selskapets årsresultat et underskudd også i 2007. Det kan være flere årsaker til underskudd i 2006 og 2007 og vi ser at i begge årene har selskapet høye ekstraordinære poster som trekker årsresultatet kraftig ned. I notene til årsrapportene for 2006 og 2007 står det at de ekstraordinære kostnadene "gjelder i sin helhet netto resultatelementer fra tidligere år". Din-Bil hadde fiktivt gode resultater og kunstig høy varebeholdning i 2005. Det ble solgt mye biler en stund og bilene som kom inn i innbytte ble sjelden taksert og en noe usikker pris ble fastsatt. Ved utgangen av året var lageret fullt av bruktbiler som gradvis falt i verdi. På grunn av dette ble inntekten tilsynelatende høy i 2005 da Din-Bil solgte mange biler. I 2006 og 2007 måtte de slite med ukurante biler på lager. Mange biler måtte selges med store tap.

Årsresultatet økte etter det dårlige resultatet for 2006 men var fortsatt negativt frem til 2009, da Din-Bil snudde årsresultatet fra kr -129.575 til 465.581. Hovedårsaken til økningen i 2009 var bedre organisering og strengere praksis på lager og innbyttebiler.

Resultatregnskap for DS Auto

Tabell 4: Resultatregnskap for DS Auto fra 2003 til 2009

RESULTATREGNSKAP FOR DS AUTO							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER							
Driftsinntekter							
Salgsinntekt	2 310 115	3 071 820	3 543 408	3 243 683	4 114 638	4 732 888	3 869 560
Annen driftsinntekt	-	-	20 000	-	-	25 709	600
Sum driftsinntekter	2 310 115	3 071 820	3 563 408	3 243 683	4 114 638	4 758 597	3 870 160
Driftskostnader							
Varekostnad	962 954	1 205 640	1 467 325	1 358 554	1 502 478	1 861 158	1 362 302
Lønnskostnad	506 598	803 488	771 249	875 823	1 063 777	1 528 408	1 255 611
Avskrivning på varige driftsmidler	47 550	59 810	57 000	48 000	42 600	62 138	79 609
Annen driftskostnad	584 756	625 027	796 726	657 735	765 445	998 380	970 805
Sum driftskostnader	2 101 858	2 693 965	3 092 300	2 940 112	3 374 300	4 450 084	3 668 327
DRIFTSRESULTAT	208 257	377 855	471 108	303 571	740 338	308 513	201 833
FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER							
Finansinntekter							
Annen renteinntekt	886	1 329	331	1 100	9 857	24 343	7 919
Annen finansinntekt						56	45 000
Sum finansinntekter	886	1 329	331	1 100	9 857	24 399	52 919
Finanskostnader							
Annen rentekostnad	7 935	5 111	3 887	1 685	10 124	27 502	15 743
Annen finanskostnad	-	-	-	-	300 000	150 016	
Sum finanskostnader	7 935	5 111	3 887	1 685	310 124	177 518	15 743
NETTO FINANSPOSTER	-7 049	-3 782	-3 556	-585	-300 267	-153 119	37 176
ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	201 208	374 073	467 552	302 986	440 071	155 394	239 009
Skattekostnad på ordinært resultat	83 495	125 947	149 941	82 232	207 063	88 972	72 169
ÅRSRESULTAT	117 713	248 126	317 611	220 754	233 008	66 422	166 840

Som vi kan se ut i fra resultatregnskapet til DS Auto har omsetningen økt kraftig fra 2003 til 2009. Økningen var gradvis fra 2003 til 2005. I 2006 fikk omsetningen en liten tilbakegang før den igjen begynte å stige. Økningen varte til 2008 før den ble noe redusert i 2009. Den gjennomsnittlige geometriske veksten i perioden har vært ni prosent. Vi ser at driftskostnadene har utviklet seg i tråd med salgsinntektene med økning og nedgang i samme perioder.

Årsresultatet har vært forholdsvis stabilt gjennom årene med unntak av en kraftig nedgang i 2008. Dette kan skyldes at daglig leder startet opp et nytt uavhengig selskap og brukte mye tid på å etablere dette selskapet og samtidig hevet lønn fra DS Auto. Den geometriske veksten i årsresultatet i perioden har vært seks prosent.

Resultatregnskap for 2010 for Din-Bil

Tabell 5: Resultatregnskap for 2010 for Din-Bil

RESULTATREGNSKAP FOR 2010 FOR DIN-BIL	
	2010
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER	
Driftsinntekter	
Salgsinntekt	39 201 673
Annen driftsinntekt	398 580
Sum driftsinntekter	39 600 253
Driftskostnader	
Varekostnad	33 472 862
Lønnskostnad	3 016 350
Avskrivning på varige driftsmidler	126 307
Annen driftskostnad	2 493 367
Sum driftskostnader	39 108 886
DRIFTSRESULTAT	491 367
FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER	
Finansinntekter	
Annen renteinntekt	1 038
Annen finansinntekt	-
Sum finansinntekter	1 038
Finanskostnader	
Annen rentekostnad	149 525
Annen finanskostnad	6 596
Sum finanskostnader	156 121
NETTO FINANSPOSTER	-155 083
ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	336 284
Skattekostnad på ordinært resultat	87 590
ÅRSRESULTAT	248 694

Resultatregnskapet for 2010 viser Din-Bil og DS Autos regnskapstall fra 2010 sammenlagt. Som vi kan se har årsresultatet hatt en liten tilbakegang siden 2009 hvor Din-Bil og DS Auto hadde i overkant av kr 600.000 i årsresultat etter skattekostnad.

6.1.2 Balanse

Balanse for Din-Bil

BALANSE FOR DIN-BIL							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EIENDELER							
Anleggsmidler							
Varige driftsmidler							
Driftløsøre, inventar, verktøy, kontorm.	-	-	-	-	-	57 876	35 437
Påkostninger leide lokaler m.v.	-	-	-	-	-	-	232 444
Sum anleggsmidler	-	-	-	-	-	57 876	267 881
Omløpsmidler							
Varer	2 329 218	7 149 300	8 957 000	3 181 100	3 070 902	3 408 275	2 617 122
Kundefordringer	106 276	847 880	1 079 498	1 875 709	1 752 480	631 732	152 233
Andre fordringer	6 000	274 179	132 800	70 423	190 767	289 044	34 380
Bankinnskudd, kontanter o.l	229 009	222 640	476 807	450 612	69 532	38 609	157 126
Sum omløpsmidler	2 670 503	8 493 999	10 646 105	5 577 844	5 083 681	4 367 660	2 960 861
SUM EIENDELER	2 670 503	8 493 999	10 646 105	5 577 844	5 083 681	4 425 536	3 228 742
EGENKAPITAL OG GJELD							
Egenkapital							
Innskutt egenkapital							
Selskapskapital	100 000	100 000	100 000	100 000	2 863 000	2 863 000	2 863 000
Opptjent egenkapital							
Annen egenkapital	249 703	749 559	1 881 853	-	-	-	-
Udisponert vinning eller udekket tap	-	-	-	-1 509 935	-2 169 355	-2 298 929	-1 833 348
Sum egenkapital	349 703	849 559	1 981 853	-1 409 935	693 645	564 071	1 029 652
Gjeld							
Langsiktig gjeld							
Gjeld til kredittinstitusjoner	-	1 866 826	1 789 064	1 211 416	989 893	374 990	274 982
Annen langsiktig gjeld	955 056	1 171 832	2 240 802	2 040 802	281 302	323 497	-
Sum langsiktig gjeld	955 056	3 038 658	4 029 866	3 252 218	1 271 195	698 487	274 982
Kortsiktig gjeld							
Gjeld til kredittinstitusjoner	-474 361	476 239	-	-	448 452	835 136	384 571
Leverandørgjeld	139 101	2 057 297	1 178 051	1 949 612	1 874 747	802 753	946 435
Betalbar skatt	169 706	481 941	619 214	98 894	-	-	-
Skyldig offentlige avgifter	498 940	349 282	1 086 672	256 515	526 359	615 689	120 748
Utbytte	-	114 000	-	-	-	-	-
Annen kortsiktig gjeld	1 032 358	1 127 023	1 750 449	1 430 540	269 283	909 400	472 354
Sum kortsiktig gjeld	1 365 744	4 605 782	4 634 386	3 735 561	3 118 841	3 162 978	1 924 108
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	2 670 503	8 493 999	10 646 105	5 577 844	5 083 681	4 425 536	3 228 742

Vi ser at eiendelene til Din-Bil har variert mye mellom 2003 og 2009. Eiendelene var på sin laveste verdi i 2003 på kr 2.670.503 og på sin høyeste verdi i 2005 med hele kr 10.646.105. De store forskjellene utgjøres av varer og kundefordringer. Varelageret har variert med i overkant av kr 2.000.000 til i underkant av kr 9.000.000. Høyest var varelageret i 2005, og som vi husker fra resultatregnskapet var dette et år med høy omsetning, altså solgte selskapet mange biler og følgelig hadde de mange biler mellomlagret.

På andre siden av balansen finner vi egenkapital og gjeld. Egenkapitalen har økt geometrisk med 20 prosent siden 2003, men fra 2005 til 2006 hadde egenkapitalen en kraftig nedgang. I 2006 hadde Din-Bil en negativ egenkapital på hele kr -1.409.935, på tross av den høye egenkapitalverdien året før. I 2007 økte egenkapitalen igjen, før den fikk et lite fall i 2008 etterfulgt av en økning i 2009.

Langsiktig gjeld økte gradvis frem til 2006 før den falt gradvis frem til 2009. Kortsiktig gjeld har variert gjennom hele perioden. Også denne økte gradvis frem til 2006 før den sank i 2007, for deretter å øke i 2008 og igjen synke i 2009.

Balanse for DS Auto

Tabell 6: Balanse for DS Auto fra 2003 til 2009

BALANSE FOR DS AUTO							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EIENDELER							
Anleggsmidler							
Immatrielle eiendeler							
Utsatt skattefordel	-	1 400	10 640	22 960	34 518	42 168	87 590
Varige driftsmidler							
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontorm.	163 100	167 000	150 000	102 000	114 000	278 734	437 157
Finansielle anleggsmidler							
Investeringer i aksjer og andeler	-	5 000	-	-	100 000	50 000	95 000
Obligasjoner og andre fordringer	34 000	-	-	-	-	-	-
Sum anleggsmidler	197 100	173 400	160 640	124 960	248 518	370 902	619 747
Omløpsmidler							
Varer	44 820	71 800	101 000	172 900	274 411	199 600	279 390
Kundefordringer	155 152	306 761	238 345	298 527	353 209	301 269	260 239
Andre fordringer	43 439	31 179	65 636	124 226	255 327	387 557	201 034
Bankinnskudd, kontanter o.l	147 640	276 145	407 090	377 190	651 484	242 940	157 144
Sum omløpsmidler	391 051	685 885	812 071	972 843	1 534 431	1 131 366	897 807
SUM EIENDELER	588 151	859 285	972 711	1 097 803	1 782 949	1 502 268	1 517 554
EGENKAPITAL OG GJELD							
Egenkapital							
Innskutt egenkapital							
Selskapskapital	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Opptjent egenkapital							
Annen egenkapital	34 714	1 839	319 452	540 208	473 217	439 640	606 481
Sum egenkapital	134 714	101 839	419 452	640 208	573 217	539 640	706 481
Gjeld							
Langsiktig gjeld							
Utsatt skatt	179	-	-	-	-	-	-
Annen langsiktig gjeld	72 799	43 741	13 398	-	326 668	256 672	186 676
Sum langsiktig gjeld	72 978	43 741	13 398	-	326 668	256 672	186 676
Kortsiktig gjeld							
Leverandørgjeld	83 988	134 239	177 511	157 207	127 830	145 351	239 590
Betalbar skatt	83 316	152 742	183 515	97 268	218 621	96 622	117 591
Skyldig offentlige avgifter	79 761	65 882	105 737	122 324	135 227	207 938	153 718
Utbytte	83 000	281 000	-	-	300 000	100 000	-
Annen kortsiktig gjeld	50 394	79 842	73 098	80 796	101 386	156 045	113 498
Sum kortsiktig gjeld	380 459	713 705	539 861	457 595	883 064	705 956	624 397
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	588 151	859 285	972 711	1 097 803	1 782 949	1 502 268	1 517 554

Vi ser ut i fra balansen til DS Auto at eiendelene har økt kraftig siden oppstart.

Anleggsmidlene har økt geometrisk med 21 prosent mens omløpsmidler har økt med 15 prosent. Hovedgrunnen til dette er at selskapet har vokst og det er blitt ansatt flere medarbeidere. Med flere ansatte i bilverkstedet er det følgelig nødvendig med flere løftebukker, mer verktøy, større varelager og lignende. I kundefordringene har det vært relativt få endringer siden 2004. Hovedgrunnen til dette er at DS Auto er forsiktige med å gi kunder kreditt. De fleste oppgjør skjer kontant ved henting av bil.

På andre siden av balansen ser vi at egenkapitalen har hatt en geometrisk økning på omlag 32 prosent siden 2003. Den langsiktige gjelden har vært relativt lav og i 2002 og 2006 hadde de ingen langsiktig gjeld. Når det kommer til kortsiktig gjeld har den blitt høyere med årene, og gjelden er forholdsvis jevnt fordelt mellom de ulike gjeldspostene.

Totalt har balansen hatt en gjennomsnittlig geometrisk vekst på 17 prosent fra 2002 til 2009.

Balanse for 2010 for Din-Bil

Tabell 7: Balanse for 2010 for Din-Bil

BALANSE FOR 2010 FOR DIN-BIL		2010
EIENDELER		
Anleggsmidler		
Varige driftsmidler		
Driftløssøre, inventar, verktøy, kontorm.		551 611
Påkostninger leide lokaler m.v.		-
Sum anleggsmidler		551 611
Omløpsmidler		
Varer		2 712 223
Kundefordringer		382 711
Andre fordringer		224 493
Bankinnskudd, kontanter o.l		114 570
Sum omløpsmidler		3 433 997
SUM EIENDELER		3 985 608
EGENKAPITAL OG GJELD		
Egenkapital		
Innskutt egenkapital		
Selskapskapital		1 100 611
Opptjent egenkapital		
Annen egenkapital		205 929
Udisponert vinning eller udekket tap		-
Sum egenkapital		1 306 540
Gjeld		
Langsiktig gjeld		
Gjeld til kredittinstitusjoner		-
Annen langsiktig gjeld		174 974
Sum langsiktig gjeld		174 974
Kortsiktig gjeld		
Gjeld til kredittinstitusjoner		1 195 938
Leverandørgjeld		657 769
Betalbar skatt		-
Skyldig offentlige avgifter		252 038
Utbytte		-
Annen kortsiktig gjeld		398 349
Sum kortsiktig gjeld		2 504 094
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		3 985 608

Balansen har ikke hatt de store endringene fra 2009 til 2010.

6.2 Gruppering av regnskapet for analyseformål

6.2.1 Omgruppering av balanse

Som vi vet, deles balansen inn i eiendeler på den ene siden og egenkapital og gjeld på den andre. Eiendelssiden er igjen delt inn i anleggsmidler og omløpsmidler der anleggsmidler er alle eiendeler kategorisert som varig eie eller bruk. Samtidig er alle fordringer med forfall utover tolv måneder gruppert som anleggsmidler. Omløpsmidlene knyttes direkte til selskapets drift og alle fordringer som forfaller innen tolv måneder er innen denne kategorien. Med andre ord kan omløpsmidlene omgjøres til likvider eller kontanter i løpet av ett år. Siden ikke alle omløpsmidlene blir like raskt gjort om til kontanter deler vi omløpsmidlene inn i mest og minst likvide omløpsmidler der de mest likvide er de som kan gjøres om til likvider innen tre måneder mens de minst likvide er de som kan gjøres om i løpet av tre til tolv måneder (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

De fleste av DS Autos eiendeler er i kategorien mest likvide omløpsmidler. Det er kun varer som er minst likvide og som omgjøres til likvider i løpet av tre til tolv måneder. Det er vanlig å skille ved varelager og DS Auto er intet unntak.

Din-Bil derimot, er et unntak fra dette og regner alle sine omløpsmidler som mest likvide. Varelageret til Din-Bil består av biler og det er ikke ønskelig å ha biler på lager så lenge som tre måneder. Dermed er det ingen omgruppering av Din-Bils eiendeler.

På egenkapital- og gjeldssiden deler vi gjelden opp i langsiktig og kortsiktig gjeld, der den langsiktige har forfallstid på lengre enn tolv måneder og den kortsiktige på under tolv måneder. Siden både Din-Bil og DS Auto har sin gjeld delt opp i kortsiktig og langsiktig gjeld trenger vi ikke å gjøre endringer på egenkapital- og gjeldssiden.

Den nye omgrupperte balansen til DS Auto er presentert i Appendiks 1. Siden det kun er endringer på eiendelssiden er dette den eneste jeg presenterer her.

6.3 Nøkkeltallsanalyse

Ved å se på historisk utvikling av trender og nøkkeltall, samt sammenligne med konkurrenter, dannes grunnlag for å kunne predikere selskapets fremtid. Jeg har valgt å

sammenligne Din-Bil med to andre bruktbilforhandlere i Hamar-regionen. Den ene er Bruktbilen AS som holder til i Hamar kommune. Den andre er Auto-Shop AS og ligger i Løten kommune. Årsaken til at jeg har valgt disse to er fordi de er rene bruktbilforhandlere og er lokalisert i samme kundekrets som Din-Bil.

Jeg har valgt å sammenligne DS Auto med to andre bilverksteder i Hamar-regionen, Sandvold Bilverksted AS i Stange kommune og Brumunddal Bil & Karosseri AS i Ringsaker kommune. Disse selskapene er valgt fordi de opererer innen samme virksomhetsområde som DS Auto samtidig som de ligger i samme region. De konkurrerer dermed om de samme kundene og det blir en naturlig sammenligning. I tillegg er det slik at selskapene startet opp sin virksomhet i 2002 og 2003 og har derfor omlag like mange driftsår bak seg.

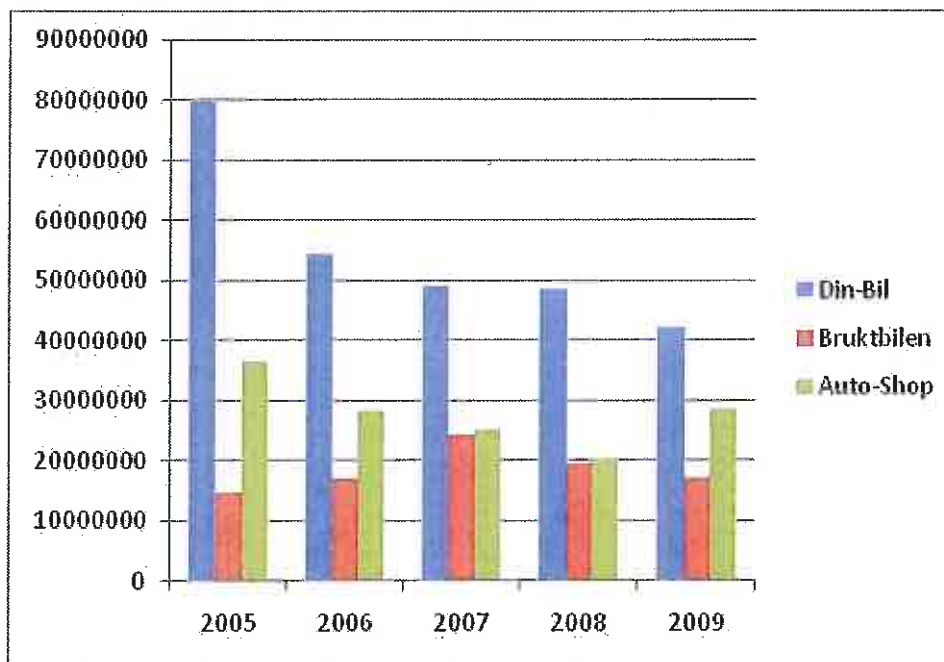
Regnskapene til alle de sammenlignbare selskapene er hentet fra www.proff.no.

I de neste delkapitlene vil jeg analysere omsetningen, lønnsomheten, risikoen og soliditeten. Jeg vil se på disse nøkkeltallene i forhold til de sammenlignbare selskapene i hver sin gruppe før jeg vil gjennomføre en analyse av fortjeneste per aksje for Din-Bil og DS Auto.

6.3.1 Omsetning

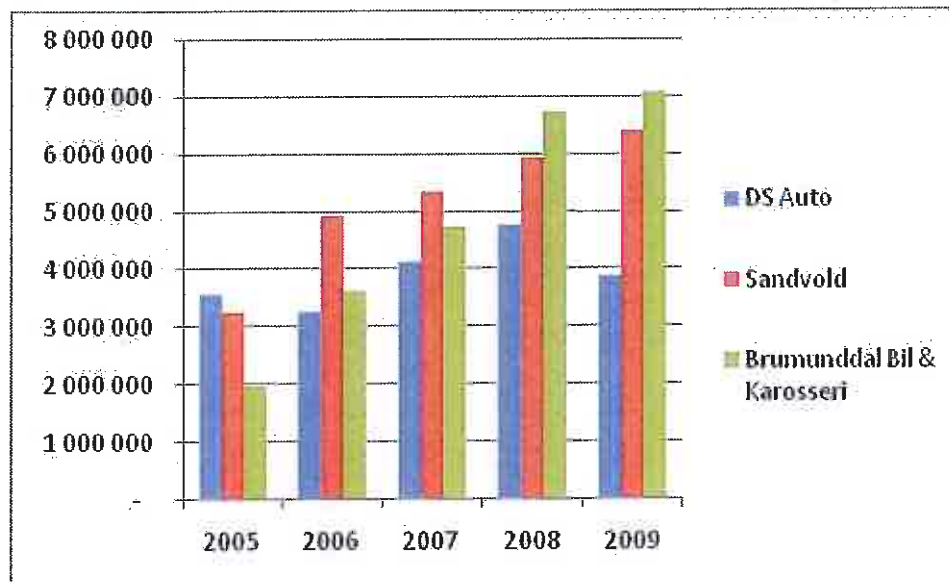
Utviklingen i omsetningen til Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop er vist i Figur 1, mens for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri er omsetningen vist i Figur 2.

Figur 1: Utvikling i omsetning for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop



Din-Bil og Auto-Shop har hatt en nedgang i omsetning siden 2005, men nedgangen snudde i 2009 for sistnevnte. Bruktbilens omsetning har variert med både oppgang og nedgang og vi ser at 2007 var det beste året for selskapet. På tross av synkende omsetning for Din-Bil ser vi at nivået i alle år har vært høyere enn for Bruktbilen og Auto-Shop.

Figur 2: Utvikling i omsetning for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri



Som vi kan se var markedet for bilverkstedene i vekst, og det var Brumunddal Bil & Karosseri som vokste mest i perioden. DS Auto hadde lavest vekst og var ganske stabil med en omsetning mellom tre og fire millioner.

Gjennomsnittlig årlig vekst i omsetning de siste fem årene er presentert i Tabell 8 for Din-Bil og de andre bruktbilforhandlerne og i Tabell 9 for bilverkstedene.

Tabell 8: Gjennomsnittlig årlig vekst i omsetning fra 2005 til 2009 for Din-Bil Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	Vekst
Din-Bil	-9 %
Bruktbilen	-3 %
Auto-Shop	6 %

Din-Bil har hatt størst nedgang i omsetning av de tre selskapene. Det er kun Auto-Shop som har hatt vekst de siste årene.

Tabell 9: Gjennomsnittlig årlig vekst i omsetning fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	Vekst
DS Auto	2 %
Sandvold Bilverksted	19 %
Brumunddal Bil & Karosseri	52 %

DS Auto har hatt forholdsvis lav gjennomsnittlig vekst de siste fem årene. Dette skyldes hovedsakelig at de har hatt et lite verksted med få utbyggingsmuligheter. Pågangen av kunder var stor, og de hadde lange ventelister på verkstedet. Etter fusjonen og oppkjøpet av bygget har verkstedet store muligheter til høyere vekst i fremtiden.

Ut i fra dette ser vi at bruktbilmarkedet har hatt noe nedgang i omsetning de siste årene mens bilverkstedene har hatt en økning. I begge tilfellene ser vi at Din-Bil og DS Auto ligger dårligst an av selskapene i hver sin gruppe.

6.3.2 Lønnsomhetsanalyse

Rentabilitet er et annet ord for avkastning og utgjør inntjening på investert kapital.

Rentabilitetsanalysene har som formål å måle selskapets lønnsomhet. Vi skiller vanligvis mellom total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og avkastning på sysselsatt kapital når vi snakker om rentabilitet (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

I dette kapittelet vil jeg se på lønnsomheten til Din-Bil og DS Auto og sammenligne verdiene med bruktbilforhandlerne og bilverkstedene for å se hvordan Din-Bil og DS Auto har prestert i forhold til markedet. I neste kapittel, avkastning, vil jeg gjenoppta resultatene for Din-Bil og DS Auto fra lønnsomhetsanalysen og se hvordan selskapene har prestert i forhold til avkastningskrav.

Total kapitalrentabilitet

Total kapitalrentabiliteten viser selskapets avkastning på den totale kapitalen investert i selskapet. Total kapitalrentabiliteten er et mål på selve eiendelene, uavhengig av andelen egenkapital og gjeld, og er et viktig nøkkeltall i lønnsomhetsanalysen (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Jeg har beregnet total kapitalrentabiliteten til bruktbilforhandlerne og bilverkstedene for de siste fire årene og sammenlignet innad i gruppene. Årsaken til at jeg har brukt siste fire år og ikke fem, er fordi jeg ikke har opplysninger om inngående balanse av total kapitalen i 2005.

I den offentlige resultatoppstillingen til de sammenlignbare selskapene er ikke rentekostnadene spesifisert. Jeg har derfor benyttet de totale finanskostnadene for disse. Siden rentekostnader normalt utgjør hovedtyngden av finanskostnadene vil unøyaktigheten bli minimal. Totalkapitalrentabiliteten til Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop er presentert i Tabell 10, og totalkapitalrentabiliteten til DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri er presentert i Tabell 11.

Tabell 10: Totalkapitalrentabiliteten fra 2006 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	-6 %	3 %	1 %	16 %
Bruktbilen	16 %	7 %	29 %	6 %
Auto-Shop	10 %	9 %	0 %	1 %

Tabell 11: Totalkapitalrentabilitet fra 2006 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2006	2007	2008	2009
DS Auto	29 %	31 %	11 %	17 %
Sandvold Bilverksted	-8 %	3 %	-47 %	23 %
Brumunddal Bil & Karosseri	21 %	25 %	48 %	33 %

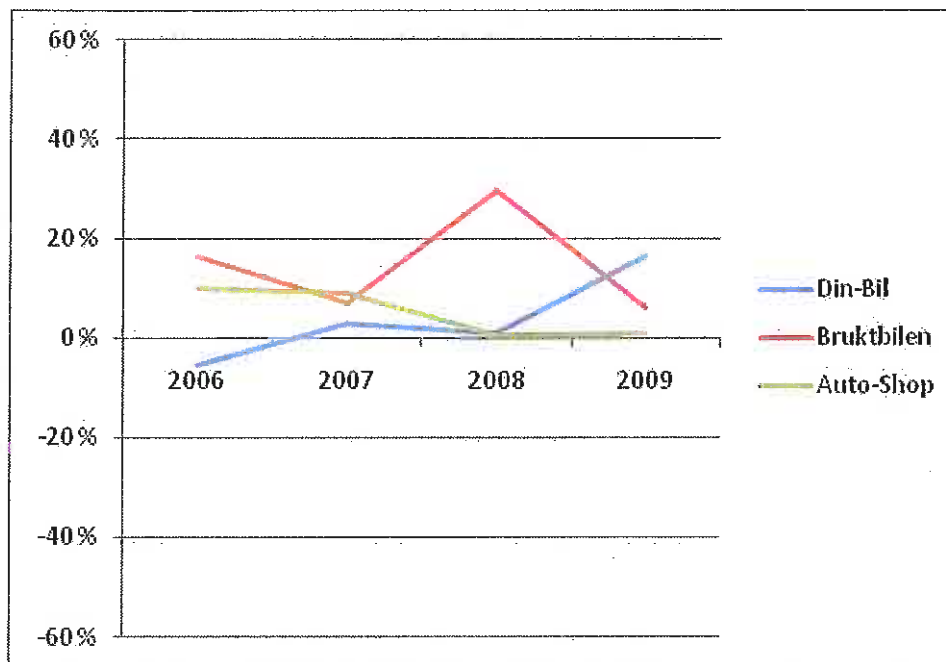
Det er vanskelig å gi noe eksakt svar på hvor høy totalkapitalrentabiliteten i selskapet skal være. Dersom selskapet opererer i en bransje forbundet med høy risiko bør totalkapitalrentabiliteten være høyere enn dersom bedriften opererer i en bransje med normal risiko. En huskeregel er at totalkapitalrentabiliteten skal minst være lik den gjennomsnittlige lånerenten selskapet har på sine lån. Jeg anser bilverkstedbransjen som normal når det kommer til risiko, og dermed bør totalkapitalrentabiliteten ligge fem til seks prosent over avkastning på en risikofri pengeplassering, f.eks. bankrente. Bruktbilbransjen er forbundet med høyere risiko og bør dermed ha en noe høyere totalkapitalrentabilitet (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Av Tabell 10 ser vi at Din-Bil har hatt en utilfredsstillende totalkapitalrentabilitet i 2006 til 2008, men i 2009 var den på 16 prosent, noe som er tilfredsstillende selv i en bransje med høy risiko. I 2006 hadde Din-Bil negativ inntjening på kapital investert i selskapet. Bruktbilen har hatt best totalkapitalrentabilitet av de tre selskapene i denne gruppen, men i 2007 og 2009 hadde heller ikke dette selskapet tilfredsstillende totalkapitalrentabilitet.

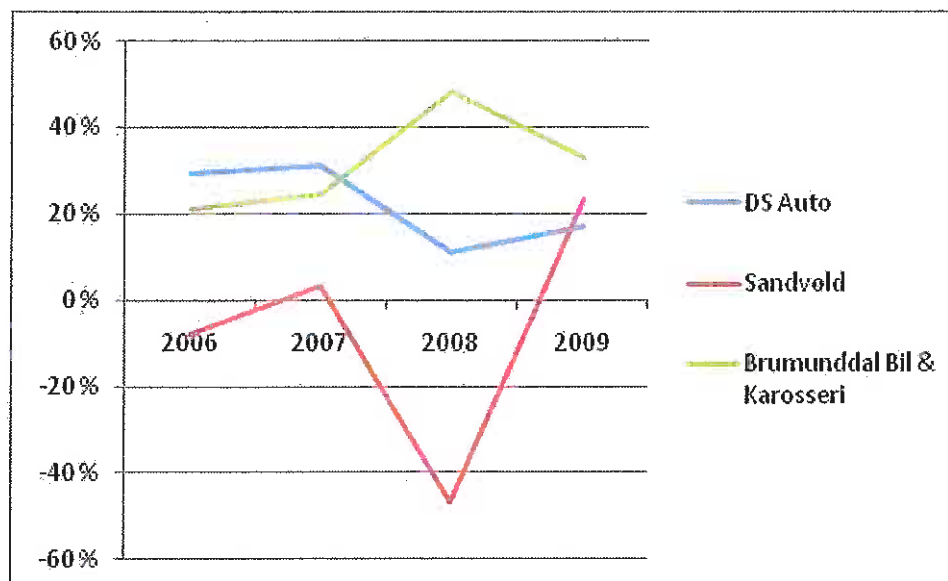
Som vi kan se av Tabell 11 lå DS Autos totalkapitalrentabilitet over ti prosent alle årene. Det betyr at DS Auto har hatt god avkastning på den totale kapitalen som er bundet opp i

selskapet. For Sandvold Bilverksted, derimot, har totalkapitalrentabiliteten i perioder vært negativ, altså har de hatt negativ inntjening på totalkapital investert i selskapet. Når det kommer til Brumunddal Bil & Karosseri har de hatt en god totalrentabilitet de siste fire år. De siste to årene har de hatt bedre inntjening på totalkapital enn DS Auto. Utviklingen i totalkapitalen til de seks selskapene er vist i Figur 3 og Figur 4.

Figur 3: Utvikling i totalkapitalrentabilitet fra 2006 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop



Figur 4: Utvikling i totalkapitalrentabilitet fra 2006 til 2009 for DS Auto, Sandvold og Brumunddal Bil & Karosseri



Vi kan se at total Kapitalrentabiliteten har endret seg over tid. Størst forandringer ser vi for bilverkstedene. Det kan være flere forklaringer på dette. Jeg har derfor videre brutt ned tallene i omløpshastighet og resultatgrad for å få en bedre oversikt.

Total Kapitalens omløpshastighet

Total Kapitalens omløpshastighet forteller oss hvor godt selskapet utnytter total Kapitalen. Dersom selskapets driftsinntekter øker relativt mer enn gjennomsnittlig total Kapital øker Kapitalens omløpshastighet. På samme måte øker omløpshastigheten dersom selskapet reduserer sin bruk av Kapital og samtidig klarer å opprettholde driftsinntektene (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Total Kapitalens omløpshastighet for de siste fire årene for de to gruppene er presentert i Tabell 12 og Tabell 13.

Tabell 12: Total Kapitalens omløpshastighet fra 2006 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	6,71	9,22	10,18	11,00
Bruktbilen	4,60	4,77	5,90	4,66
Auto-Shop	7,28	5,60	3,95	2,59

Tabell 13: Total Kapitalens omløpshastighet fra 2006 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2006	2007	2008	2009
DS Auto	3,13	2,86	2,90	2,56
Sandvold Bilverksted	10,19	8,48	8,46	9,88
Brumunddal Bil & Karosseri	5,04	3,79	3,47	3,10

For bruktbilforhandlerne ser vi at omløpshastigheten har økt for Din-Bil. For Bruktbilen har omløpshastigheten vært noe varierende mens for Auto-Shop har den sunket. Den økte omløpshastigheten for Din-Bil kan forklares ved at selskapet har blitt flinkere til å utnytte Kapitalen effektivt. Det kan dermed tyde på at varebeholdningen eller kundefordringene har sunket for å nevne noe, fra balansen til Din-Bil ser vi at kundefordringene har sunket betraktelig siden 2006. Nedgangen i kundefordringer er fra i underkant av kr 2.000.000 i 2006 til i overkant av 150.000 i 2009. Dette er en geometrisk nedgang på 57 prosent og er hovedgrunnen for den økte omløpshastigheten på total Kapitalen til Din-Bil.

Vi ser at total Kapitalens omløpshastighet har sunket for alle de tre bilverkstedene. Mest har den sunket for Brumunddal Bil & Karosseri gjennomsnittlig de fire årene med 15 prosent.

Synkende omløpshastighet på totalkapitalen betyr at selskapet har utnyttet kapitalen mindre effektivt og kan tyde på at selskapet har overinvestert, at varebeholdningen har blitt for stor, at kundefordringene har økt eller en kombinasjon av disse. Med synkende omløpshastighet på totalkapitalen øker som regel behovet for å ta opp lån (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Fra balansen til DS Auto kan vi se at varebeholdningen og kundefordringene har økt fra 2006 til 2007 og fra 2008 til 2009. Det er også i disse periodene omløpshastigheten er blitt redusert. De økte variablene er trolig grunnen til den reduserte omløpshastigheten.

Resultatgraden

Resultatgraden forteller oss hvor stort driftsresultatet er sett i forhold til omsetning.

Resultatgraden for de to gruppene er vist i Tabell 14 og Tabell 15:

Tabell 14: Resultatgraden fra 2006 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	3 %	-1 %	0 %	0 %	1 %
Bruktbilen	4 %	1 %	5 %	1 %	1 %
Auto-Shop	1 %	2 %	0 %	0 %	3 %

Tabell 15: Resultatgraden fra 2006 til 2009 fra DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
DS Auto	13 %	9 %	11 %	4 %	7 %
Sandvold Bilverksted	-2 %	-1 %	0 %	-6 %	2 %
Brumunddal Bil & Karosseri	3 %	4 %	6 %	14 %	11 %

Dersom ordinært resultat før skattekostnad øker mer enn driftsinntektene får vi en økning i resultatgrad og motsatt dersom driftsinntektene øker mer enn resultatet før skatt (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Din-Bil har hatt en lav, men relativt stabil resultatgrad. Det samme gjelder for de to andre selskapene i denne gruppen, men vi ser at Bruktbilen hadde noe høyere nivå enn Din-Bil og Auto-Shop i 2005 og 2007. Den stabile resultatgraden skyldes at Din-Bils driftsinntekter og resultat før skatt har endret seg forholdsvis likt de siste årene.

Som vi ser fra Tabell 15 har DS Auto hatt en varierende resultatgrad med både økning og nedgang. Brumunddal Bil & Karosseri har hatt en økende resultatgrad. For Sandvold har det vært ganske varierende de siste fem årene med positiv og negativ resultatgrad.

Hovedgrunnen til variasjonen for DS Auto er at driftsinntektene og årsresultatet har variert i de forskjellige periodene. Nedgangen fra 2005 til 2006 var en effekt av at det ordinære resultatet før skatt sank mer enn driftsinntektene. Nedgangen fra 2007 til 2008 skyldtes redusert ordinært resultat før skattekostnad kombinert med økt driftsinntekt.

Egenkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten er et viktig nøkkeltall for helheten av selskapet. Likevel er eierne og aksjonærene ofte mer opptatt av avkastningen selskapet har hatt på egenkapitalen.

Dermed blir egenkapitalrentabiliteten et like viktig nøkkeltall for selskapet (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Egenkapitalrentabiliteten til Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop er vist i Tabell 16, mens for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri er egenkapitalrentabiliteten vist i Tabell 17.

Tabell 16: Egenkapitalrentabilitet fra 2006 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	-320 %	85 %	-21 %	58 %
Bruktbilen	63 %	14 %	75 %	9 %
Auto-Shop	40 %	-18 %	-34 %	29 %

Tabell 17: Egenkapitalrentabilitet fra 2006 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2006	2007	2008	2009
DS Auto	57 %	73 %	28 %	38 %
Sandvold Bilverksted	-48 %	4 %	-100 %	23 %
Brumunddal Bil & Karosseri	48 %	79 %	144 %	89 %

Din-Bil har hatt en meget varierende egenkapitalrentabilitet de siste årene med negative verdier i 2006 og 2008. Derimot var 2007 og 2009 meget gode år for selskapet når det kommer til egenkapitalrentabilitet. For Bruktbilen og Auto-Shop har også egenkapitalrentabiliteten variert. Den har vært best for Bruktbilen selv om dette selskapet ligger under de andres nivå i 2009.

DS Auto og Brumunddal Bil & Karosseri har hatt solid egenkapitalrentabilitet. De siste fire årene var den noe variabel. Sandvold har hatt negativ egenkapitalrentabilitet i to av de siste fire årene men hadde i 2009 en kraftig økning.

Det er vanskelig å gi noe entydig svar på hva egenkapitalrentabiliteten bør være, men en tommelfingerregel er at egenkapitalrentabiliteten må være høyere enn avkastningen på fremmedkapitalen. Alternativet til å investere i egenkapitalen er å sette pengene i banken. Altså må vi beregne en risikopremie utover den risikofrie renten man har ved å sette pengene i banken (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007). Dersom risikofri rente er fem prosent og risikopremien er på femten prosent ser vi at Din-Bil har vært godt innenfor i 2007 og 2009. Dette har også vært tilfredsstillende år for Bruktbilen. For Auto-Shop derimot, er 2007 et dårlig år, og det er 2006 og 2009 som utmerker seg positivt når det kommer til egenkapitalrentabilitet. Både DS Auto og Brumunddal Bil & Karosseri ligger godt an og har dermed hatt en god avkastning på egenkapitalen gjennom hele perioden.

Ut i fra teorien om WACC⁴, som jeg vil utdype senere i oppgaven, vet vi at dersom risikofri rente er fem prosent og risikopremien femten prosent må beta være tre. En beta på tre er høyere enn hva vi kan forvente da markedsbetaen er på en, og sannsynligvis vil risikopremien være lavere enn femten prosent. Egenkapitalen er ofte undervurdert i regnskapet, noe som ikke fremkommer her.

Driftsmargin

Driftsmarginen viser andelen av inntekter fra driften som selskapet har igjen før finanspostene trekkes fra. Nøkkeltallet viser hvordan selskapets drift har gått, uavhengig av hvordan det er finansiert (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007):

Tabell 18: Driftsmargin fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	3 %	-1 %	0 %	0 %	2 %
Bruktbilen	5 %	2 %	7 %	2 %	2 %
Auto-Shop	2 %	2 %	0 %	0 %	3 %

Tabell 18 viser oss driftsmarginen for bruktbilforhandlerne. Vi ser at driftsmarginen for alle de tre selskapene sank fra 2005 til 2006. Din-Bils driftsmargin har deretter vært på null i 2007 og 2008 før den fikk en liten økning i 2009. Din-Bil og Auto-Shop har hatt noenlunde lik driftsmargin mens Bruktbilen har ligget noe over disse to.

⁴ Weighted Average Cost of Capital

Tabell 19: Driftsmargin fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
DS Auto	13 %	9 %	18 %	6 %	5 %
Sandvold	-2 %	-1 %	0 %	-6 %	2 %
Brumunddal Bil & Karosseri	3 %	4 %	6 %	13 %	10 %

Som vi ser ut i fra Tabell 19 ligger Sandvold Bilverksted dårligere an enn de to andre bilverkstedene, også hva gjelder driftsmargin. DS Autos driftsmargin har gått noe ned de siste årene, mens Brumunddal Bil & Karosseris margin har økt. Det er allikevel ganske jevnt mellom de to sistnevnte selskapene. På grunn av et høyt driftsresultat i forhold til driftsinntektene i 2007 hadde DS Auto en sterk driftsmargin dette året. Den lave veksten de andre årene skyldes relativt lavt driftsresultat sammenlignet med driftsinntekter.

Oppsummering av lønnsomhetsanalyse

Ut i fra de foregående analysene ser vi at Din-Bil har hatt noe dårlig lønnsomhet de siste fem årene, men at den har økt i 2009. På tross av noe dårlig lønnsomhet er Din-Bil på samme nivå som de andre bruktbilforhandlerne. Vi ser samtidig at DS Auto har hatt en solid lønnsomhet de siste fem årene sammenlignet med andre aktører i bilverkstedbransjen.

Den økende total kapitalrentabiliteten Din-Bil har oppnådd skyldes hovedsakelig en nedgang i kundefordringer. Samtidig har ordinært resultat før skattekostnad økt selv om omsetningen har sunket de siste tre årene. Nivået i 2009 er tilfredsstillende og det er viktig at Din-Bil fortsetter å strebe etter å holde total kapitalrentabiliteten på dette nivået i fremtiden.

Egenkapitalrentabiliteten til Din-Bil har variert kraftig fra år til år. I 2006 var egenkapitalrentabiliteten på -320 prosent, noe som er meget bekymringsverdig. Hovedgrunnen til den lave verdien var underskuddet selskapet hadde i 2006. Vi ser at på tross av underskudd i 2007 hadde selskapet en meget solid egenkapitalrentabilitet. Egenkapitalrentabiliteten var igjen negativ i 2008 før den på nytt økte til et høyt og tilfredsstillende nivå i 2009. Egenkapitalrentabiliteten var i 2009 godt over avkastningen på fremmedkapitalen. Samtidig var den omlag fire ganger kravet om å være høyere enn en risikopremie på femten prosent.

DS Auto har hatt en nedgang i total kapitalrentabiliteten. Årsakene er blant annet økt varelager og større kundefordringer. I tillegg har det ordinære resultatet før skattekostnad sunket mer enn driftsinntektene i perioder. Selv om total kapitalrentabiliteten har vært

avtakende er den fortsatt fem til seks prosent over avkastning på f.eks. bankrente i alle periodene og er dermed solid.

Også egenkapitalrentabiliteten til DS Auto har variert de siste årene. Den har allikevel ligget godt over avkastningen på fremmedkapitalen, samtidig som den har vært omlag det dobbelte av kravet om å være høyere enn risikopremien. Den kraftigste endringen i egenkapitalrentabiliteten fikk vi i 2008 da den sank fra 73 prosent til 28 prosent. Vi ser at ordinært resultat før skattekostnad gikk kraftig ned samtidig som eiendelene var tilnærmet uendret.

Mønsteret med variasjon gjentar seg når vi ser på tallene for driftsmarginen. Vi ser at de siste to årene har denne vært noe lav for DS Auto. Dette er som nevnt en effekt av at driftsresultatet er noe lavt sammenlignet med de høye driftsinntektene.

Totalt sett har Din-Bil hatt en noe dårlig lønnsomhet men vi ser at den har økt i 2009. Tabell 20 presenterer gjennomsnittet av nøkkeltallene for Din-Bil med gjennomsnittet for alle de tre selskapene i bruktbilforhandlergruppen.

Tabell 20: Gjennomsnittlig lønnsomhet for bruktbilforhandlerne

Lønnsomhet	Din-Bil	Alle
Totalkapitalrentabilitet	4 %	8 %
Egenkapitalrentabilitet	-49 %	-1 %
Driftsmargin	1 %	2 %

DS Auto har hatt god lønnsomhet. I Tabell 21 presenteres gjennomsnittet av nøkkeltallene for DS Auto sammen med gjennomsnittet for alle de tre bilverkstedene.

Tabell 21: Gjennomsnittlig lønnsomhet for bilverkstedene

Lønnsomhet	DS Auto	Alle
Totalkapitalrentabilitet	22 %	16 %
Egenkapitalrentabilitet	49 %	36 %
Driftsmargin	10 %	6 %

Vi ser at Din-Bil ligger under gjennomsnittet hva gjelder totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin og at DS Auto ligger godt over gjennomsnittet i alle de tre tilfellene med solide verdier. Det bør nevnes at for bilverkstedene svekker Sandvold Bilverksted gjennomsnittet.

Etter fusjonen har Din-Bil mulighet til å ekspandere verkstedet og på den måten øke driftsinntektene og resultatet før skatt ytterligere. Så selv om lønnsomhetsnøkkeltallene har vært avtakende de siste årene har selskapet dermed en mulighet til å snu trenden og øke fremtidig lønnsomhet.

6.3.3 Risikoanalyse

Man analyserer selskapets risiko ved hjelp av likviditetsanalyser som forteller oss om selskapets evne til å dekke betalingsforpliktelser etter hvert som de forfaller.

Likviditetsanalysene bidrar til at selskapet er kjent med likviditetssituasjonen og dermed er i stand til å ha tilfredsstillende likviditet til enhver tid. Man kan beregne selskapets risiko ved hjelp av analyser av likviditetsgrad, hvor man kan finne likviditetsgrad 1, 2 og 3, ved å analysere arbeidskapitalen, selvfinansieringsevnen samt omløpshastigheter og kredittider (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 vurderer selskapets betalingsevne ut i fra balansen og vurderer størrelsen på omløpsmidlene sammenlignet med den kortsiktige gjelden. Ubenyttet kassekreditt legges som regel til omløpsmidlene da den utgjør en del av selskapets totale likviditetsreserve. Praksisen er noe forskjellig og ikke alle inkluderer den ubenyttede kassekreditten (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007). I dette tilfellet velger jeg å se bort i fra den ubenyttede kassekreditten da jeg ikke vet hva kassekredittlimiten for de sammenlignbare selskapene er.

Likviditetsgrad 1 for bruktbilforhandlerne er presentert i Tabell 22, mens for bilverkstedene er likviditetsgrad 1 presentert i Tabell 23.

Tabell 22: Likviditetsgrad 1 fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	2,30	1,49	1,63	1,38	1,54
Bruktbilen	1,72	2,06	2,00	2,24	2,50
Auto-Shop	0,89	2,78	1,75	0,76	0,42

Tabell 23: Likviditetsgrad 1 fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
DS Auto	1,50	2,13	1,74	1,60	1,44
Sandvold Bilverksted	0,68	0,71	0,72	0,53	0,52
Brumunddal Bil & Karosseri	1,83	2,65	1,57	1,63	1,64

Det sies at likviditetsgrad 1 bør være større eller lik to, men dette er kun et retningsgivende forholdstall og betyr at halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld og egenkapital (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007). Noen steder oppgis det at likviditetsgrad 1 bør være større enn 1,5 det er altså ingen eksakt verdi.

For bruktbilforhandlerne ser vi at Bruktbilen har hatt solid likviditetsgrad 1 i alle år uten om i 2005. For Din-Bil har likviditetsgraden gått ned fra 2005 til 2006, før den økte fra 2006 til 2007. Høyest grad 1 hadde Din-Bil i 2005 på grunn av høy verdi på omløpsmidler og forholdsvis lav verdi på kortsiktig gjeld. I 2006 fikk likviditetsgrad 1 en nedgang for Din-Bil før det igjen ble et år med oppgang. Altså ser vi at Likviditetsgrad 1 til Din-Bil har variert. I 2005, 2007 og 2009 har den vært over 1,5. Med andre ord har den vært tilfredsstillende i de fleste periodene. For Auto-Shop har likviditetsgraden kun vært tilfredsstillende i 2006 og 2007.

For bilverkstedene ser vi at DS Auto og Brumunddal Bil & Karosseri hadde likviditetsgrad 1 på over to i 2006. De andre årene har denne vært på omlag 1,5. Sandvold Bilverksted derimot, har hatt en lavere og noe utilfredsstillende likviditetsgrad. Jeg presiserer at likviditetsgraden hadde vært høyere dersom jeg hadde lagt til den ubenyttede kassakreditten til omløpsmidlene. Forholdstallet ville antageligvis da vært noe høyere.

Årsaken til at DS Auto hadde så høy likviditetsgrad 1 i 2006 skyldes noenlunde lav kortsiktig gjeld sammenlignet med de andre årene. Nedgangen i de resterende årene er et resultat av høy kortsiktig gjeld i forhold til omløpsmidler.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er et langt strengere krav da det vurderer selskapets betalingsevne ved hjelp av størrelsen på de mest likvide omløpsmidlene sammenlignet med den kortsiktige gjelden.

Siden Din-Bil beregner alle omløpsmidler som mest likvide forutsetter jeg at de to andre bruktbilforhandlerne gjør det samme. Jeg vil dermed kun beregne likviditetsgrad 2 for DS Auto og de andre bilverkstedene.

Likviditetsgrad 2 for de siste fem årene for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri er presentert i Tabell 24.

Tabell 24: Livkviditetsgrad 2 fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
DS Auto	1,32	1,75	1,43	1,32	0,99
Sandvold Bilverksted	0,62	0,67	0,68	0,53	0,52
Brumunddal Bil & Karosseri	1,76	2,58	1,53	1,59	1,59

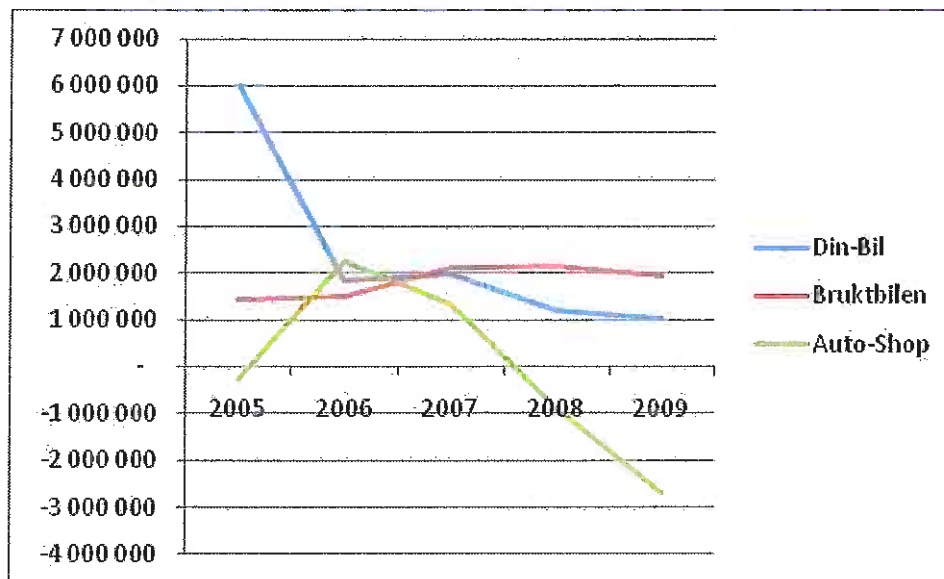
Som for likviditetsgrad 1 er det heller ingen fasitsvar på hva likviditetsgrad 2 skal være. Det alminnelige kravet er at den bør være større eller lik en. Vi ser at situasjonen fra likviditetsgrad 1 gjentar seg her ved at Sandvold Bilverksted ligger dårligere an enn de to andre selskapene. Både DS Auto og Brumunddal Bil & Karosseri har tilfredsstillende likviditet målt ut i fra likviditetsgrad 2. Likviditeten i forhold til denne målingen er samtidig bedre enn likviditeten vi fikk ved å bruke grad 1 på tross av at denne metoden er strengere.

Sterkest for DS Auto er grad 2 i 2006 med samme årsak som for det sterke resultatet samme år i grad 1. Ellers utvikler likviditetsgrad 2 seg på samme måte som grad 1 med samme konklusjon: Den kortsiktige gjelden har økt prosentvis mer sammenlignet med de mest likvide omløpsmidlene.

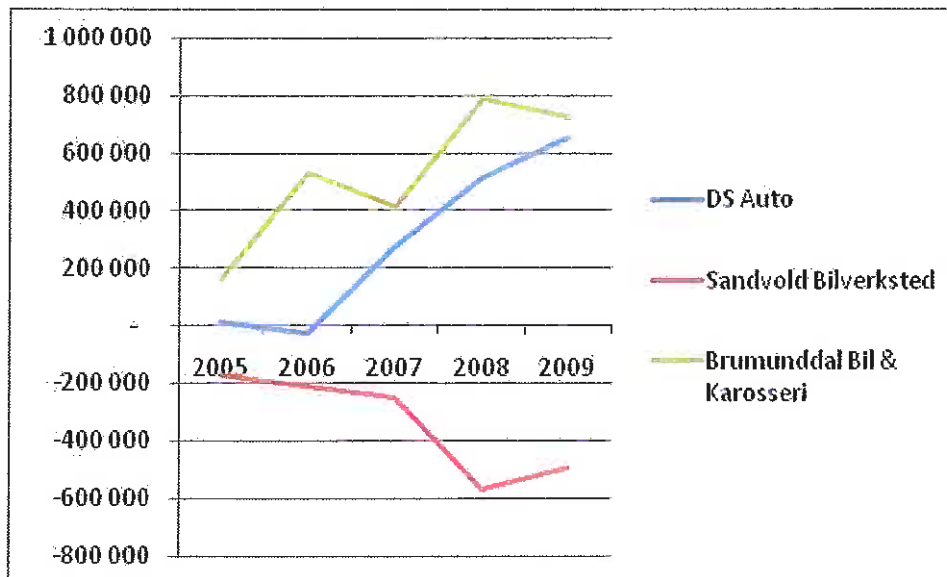
Arbeidskapital

Arbeidskapital er selskapets "frie" kapital og er viktig for bedriftens likviditet dersom uforutsigbare hendelser, som for eksempel at en stor kunde går konkurs, oppstår. En tilfredsstillende arbeidskapital reduserer faren for at selskapet skal få alvorlige likviditetsproblemer dersom noe uforutsett skulle oppstå. Arbeidskapitalen utgjør forskjellen mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden og dermed også forskjellen mellom den langsiktige gjelden, egenkapitalen og anleggsmidlene. Utviklingen i arbeidskapitalen til bruktbilforhandlerne og bilverkstedene er presentert i henholdsvis Figur 5 og Figur 6.

Figur 5: Utvikling i arbeidskapital for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop



Figur 6: Utvikling i arbeidskapital for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri



Siden arbeidskapitalen kombinerer omløpsmidler og kortsiktig gjeld, som er de viktigste postene for selskapets likviditet på kost sikt, bør den aldri være negativ (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Ut i fra Figur 5 ser vi at Din-Bil har hatt en kraftig nedgang i arbeidskapitalen. Det samme kan vi si for Auto-Shop, som i tillegg har hatt negativ arbeidskapital i flere perioder. Bruktbilen har hatt en noe bedre, stabil arbeidskapital. Den kraftige nedgangen Din-Bil opplevde fra 2005 til 2006 skyldes at omløpsmidlene ble halvert samtidig som den kortsiktige gjelden endret seg minimalt.

Vi ser ut i fra Figur 6 at DS Auto har hatt en jevn økning siden 2006 hvor de hadde en negativ arbeidskapital. Den negative arbeidskapitalen skyldes høy kortsiktig gjeld. Denne ble imidlertid redusert året etter og arbeidskapitalen økte dermed betraktelig. Brumunddal Bil & Karosseri har også hatt økning de siste årene. Økningen har vært mer ujevn enn DS Autos med nedgang fra 2006 til 2007 og fra 2008 til 2009. Sandvold Bilverksted har hatt negativ arbeidskapital de siste fem årene. Dette tyder på betalingsproblemer, med mindre de da ikke har en betydelig ubenyttet kassekreditt.

Det er vanskelig å si noe om hvor stor arbeidskapitalen skal være. Finansinstitusjoner, som for eksempel banker, ønsker en høy arbeidskapital da den sikrer at selskapet betaler sine forpliktelser ved forfall. Eksterne analytikere vil, på den andre siden, oppfatte høy arbeidskapital som en lite effektiv forvaltningsstrategi. Dette fordi forrentningen man oppnår i egne omløpsmidler er lavere enn om midlene hadde vært plassert annerledes, for eksempel i en bank eller et fond. En størrelse målt i kroner er samtidig vanskelig å forholde seg til. Man bør se arbeidskapitalen i prosent av omsetning for å få et bedre bilde av situasjonen (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007). Tabell 25 og Tabell 26 viser arbeidskapitalen i prosent av omsetningen for de seks selskapene.

Tabell 25: Arbeidskapital i prosent av omsetning fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	8 %	3 %	4 %	2 %	2 %
Bruktbilen	10 %	9 %	9 %	11 %	11 %
Auto-Shop	-1 %	8 %	5 %	-4 %	-9 %

Tabell 26: Arbeidskapital i prosent av omsetningen fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
DS Auto	8 %	16 %	16 %	9 %	7 %
Sandvold Bilverksted	-5 %	-4 %	-5 %	-10 %	-8 %
Brumunddal Bil & Karosseri	8 %	15 %	9 %	12 %	10 %

Et ønskelig nivå kan være at arbeidskapitalen skal utgjøre omlag ti til femten prosent av omsetningen. Vi ser at Din-Bil var nært opptil kravet i 2005 og at arbeidskapitalen i de senere årene har vært lavere. Nedgangen i arbeidskapitalen fra 2005 til 2006 skyldes en halvering av omløpsmidlene i kombinasjon med at kortsiktig gjeld sank med omlag 20 prosent.

Bruktbilen har hatt noenlunde tilfredsstillende arbeidskapital alle årene, mens Auto-Shop hadde en nesten tilfredsstillende arbeidskapital i 2006. I tillegg hadde Auto-Shop negativ arbeidskapital i 2005, 2008 og 2009.

De siste årene har DS Auto ligget noe under disse kravene om en arbeidskapital på ti til femten prosent, mens Brumunddal Bil & Karosseri er innenfor. Sandvold Bilverksted er langt under kravene. Vi ser at arbeidskapitalen har hatt både positive og negative endringer for alle tre bilverkstedene.

Vi ser nok en gang at 2006 var et godt år for DS Auto. Det skyldes den lave kortsiktige gjelden, eventuelt den lave verdien til anleggsmidlene. 2007 var også et godt år for DS Auto hva gjelder arbeidskapital. En grunn til dette er at verdien av omløpsmidlene er høy. De to neste årene reduseres arbeidskapitalen. Hovedsakelig på grunn av at den kortsiktige gjelden har økt prosentvis mer sammenlignet med omløpsmidlene.

Oppsummering risikoanalyse

Det er en rekke forhold som påvirker likviditetsgradenes størrelse. Når likviditetsgradene beregnes er det i realiteten slik at vi forutsetter at omløpsmidlene kan omgjøres til kontanter i samme takt som den kortsiktige gjelden forfaller. I virkeligheten er det slik at hvordan omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden er sammensatt påvirker likviditetsgradene mellom de ulike tidspunktene likviditetsgradene måles på (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Samvariasjonen mellom omløpsmidlene og kortsiktig gjeld kan være svært forskjellige også for selskaper som opererer i samme bransje. Dette er det viktig å ta høyde for når man sammenligner likviditetsgrader.

Likviditetsgrad 1 for Din-Bil har vært tilfredsstillende i tre av fem år, i 2005, 2007 og 2009. I 2006 var den marginalt tilfredsstillende mens den i 2008 var utilfredsstillende. Årsaken til at grad 1 i 2008 var så dårlig for Din-Bil var at omløpsmidlene hadde forholdsvis lav verdi i forhold til den kortsiktige gjelden i samme periode. Når det kommer til arbeidskapital i prosent av omsetning var denne kun tilfredsstillende i 2005 for Din-Bil.

Likviditeten til DS Auto har vært relativt god alle årene. Likviditetsgrad 1 har vært noe dårligere enn 2 og ligger hovedsakelig mellom målene 1,5 og 2. Grad 2 er tilfredsstillende for alle år. Begge likviditetsgradene har hatt en nedgang siden 2006, som var et meget bra år. Hovedgrunnen til de sterke likviditetsgradene i 2006 er at selskapet hadde lav kortsiktig gjeld

dette året, sammenlignet med andre år. Nedgangen i etterkant av 2006 er et resultat av høy kortsiktig gjeld i forhold til omløpsmidler.

Arbeidskapitalen har økt kraftig de siste fem årene for DS Auto. Arbeidskapitalen i prosent av omsetningen har gått ned siden 2007. Årsaken til nedgangen er den økende kortsiktige gjelden.

Både likviditetsgrad 1 og arbeidskapital har vært best i 2005 for Din-Bil, som skyldes at selskapet hadde lite kortsiktig gjeld dette året fremfor de andre årene. Totalt sett har Din-Bil hatt en noe variabel og relativt dårlig likviditet. DS Auto har hatt en god likviditet og således god evne til å dekke sine løpende betalingsforpliktelser.

Tabell 27 viser gjennomsnittet av nøkkeltallene for Din-Bil sammenlignet med nøkkeltall for alle de tre bruktbilforhandlerne. Tabell 28 viser gjennomsnittet for DS Auto sammenlignet med de øvrige bilverkstedene.

Tabell 27: Gjennomsnittlig risiko for Din-Bil

Risiko	Din-Bil	Alle
Likviditetsgrad 1	1,67	1,70
Likviditetsgrad 2	1,24	1,40
Arbeidskapital	4 %	5 %

Tabell 28: Gjennomsnittlig risiko for DS Auto

Risiko	DS Auto	Alle
Likviditetsgrad 1	1,68	1,39
Likviditetsgrad 2	1,36	1,26
Arbeidskapital	11 %	5 %

Av Tabell 27 ser vi at Din-Bil ligger under gjennomsnittet når det kommer til risiko. Dette er følgelig negativt og er en trend Din-Bil bør sikte på å snu i fremtiden.

DS Auto ligger over gjennomsnittet hva gjelder risiko med solide verdier. Igjen svekker Sandvold Bilverksted gjennomsnittet. Allikevel bør selskapet være kritisk til nedgangen i likviditeten og gjøre tiltak for å snu den negative trenden etter fusjonen. Et mulig tiltak er å redusere den kortsiktige gjelden eller øke andelen likvide eiendeler.

6.3.4 Soliditetsanalyse

Ved hjelp av soliditetsanalyser får vi en oversikt over selskapets finansieringsstruktur.

Dersom et selskap skal ha en god finansieringsstruktur må anleggsmidlene i sin helhet være

finansiert med langsiktig kapital i form av langsiktig gjeld og egenkapital. Samtidig bør også et minimum på halvparten av omløpsmidlene være finansiert på samme måte (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007). For å beregne soliditeten til DS Auto vil jeg beregne en rekke nøkkeltall som forteller meg hvor mye av selskapets eiendeler som er finansiert med langsiktig kapital. Blant disse nøkkeltallene er finansieringsgrad 1 og 2, egenkapitalprosent, gjeldsgrad og rentedeckningsgrad.

Finansieringsgrad

Finansieringsgrad forteller oss hvordan selskapet er strukturert finansielt. Det finnes to finansieringsgrader hvorav den første, finansieringsgrad 1, forteller oss hvor stor andel av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. Den andre, finansieringsgrad 2, forteller oss i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

For våre to grupper får vi følgende finansieringsgrad (Tabell 29 og Tabell 30):

Tabell 29: Finansieringsgrad 1 fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	0,00	0,00	0,00	0,05	0,21
Bruktbilen	0,02	0,01	0,01	0,02	0,38
Auto-Shop	0,95	0,61	0,77	1,03	1,01

Tabell 30: Finansieringsgrad 1 fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
DS Auto	0,37	0,20	0,28	0,47	0,69
Sandvold Bilverksted	-0,54	-0,16	-0,44	-0,09	-0,18
Brumunddal Bil & Karosseri	0,27	0,24	0,45	0,32	0,29

Finansieringsgraden 1 bør være under en. Det vil si at den langsiktige kapitalen både finansierer anleggsmidlene og de minst likvide omløpsmidlene (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007). For Din-Bil, Bruktbilen, DS Auto og Brumunddal Bil & Karosseri ser vi at de har ligget godt under én de siste fem årene. Auto-Shop har ligget omkring én. Sandvold Bilverksted hadde negativ egenkapital og dermed negativ finansieringsgrad. Dette betyr egentlig at selskapet er konkurs, men kan også bety at de har annen sikkerhet enn egenkapitalen.

Din-Bil og DS Auto har stort sett best finansieringsgrad 1 av de sammenlignbare selskapene innen sin gruppe. For begge selskapene har graden økt de senere årene. For Din-Bil skyldes

dette at de i de første årene ikke hadde anleggsmidler. For DS Auto skyldes dette hovedsakelig at anleggsmidlene relativt sett har økt mer enn langsiktig kapital i denne perioden. Nedgangen i 2006 var en effekt av nedgang i verdien av anleggsmidler.

Tabell 31 og Tabell 32 viser finansieringsgrad 2 for henholdsvis bruktbilforhandlerne og bilverkstedene. Finansieringsgrad 2 bør være høyere enn én.

Tabell 31: Finansieringsgrad 2 fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	2,30	1,49	1,63	1,38	1,54
Bruktbilen	1,72	2,06	2,00	2,24	2,50
Auto-Shop	1,08	1,34	1,24	0,95	0,97

Vi ser at alle de tre bruktbilforhandlerne har en tilfredsstillende finansieringsgrad 2, dog noe marginalt for Auto-Shop i 2008 og 2009. For Din-Bil ser vi at finansieringsgraden har variert gjennom de fem årene.

Tabell 32: Finansieringsgrad 2 fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
DS Auto	1,50	2,13	1,74	1,60	1,44
Sandvold Bilverksted	0,68	0,71	0,72	0,53	0,52
Brumunddal Bil & Karosseri	1,83	2,65	1,57	1,63	1,64

Igjen ser vi at DS Auto og Brumunddal Bil & Karosseri har oppfylt dette kravet om en grad på over én, i motsetning til Sandvold Bilverksted. Selv om finansieringsgrad 2 har vært tilfredsstillende for DS Auto har den vært varierende på grunn av variasjoner både i kortsiktig gjeld og omløpsmidler.

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er kanskje det viktigste av soliditetsmålene og viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Egenkapitalprosenten viser hvor stor del av eiendelene som kan gå tapt før kreditorenes fordringer berøres. Høy egenkapitalprosent bidrar til gunstige lånebetingelser da kredittverdigheten øker med nøkkeltallet (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Egenkapitalprosenten til Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop er presentert i Tabell 33.

Tabell 33: Egenkapitalprosent fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	19 %	-25 %	14 %	13 %	32 %
Bruktbilen	16 %	23 %	33 %	39 %	37 %
Auto-Shop	14 %	21 %	17 %	13 %	16 %

Det er vanskelig å gi et presist svar på hvor høy egenkapitalprosenten bør være. For en bruktbilforhandler med noe høy forretningsrisiko mener jeg den bør den være mellom 35 og 40 prosent. Vi ser at verken Din-Bil eller Auto-Shop innfrir dette kravet. Bruktbilen derimot, innfrir i 2008 og 2009.

Egenkapitalprosenten til de tre bilverkstedene presenteres i Tabell 34.

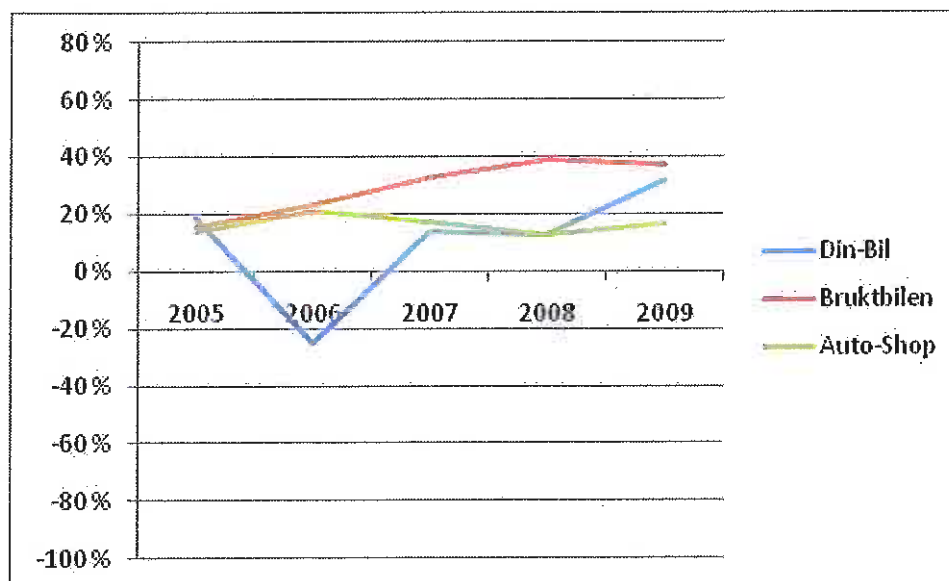
Tabell 34: Egenkapitalprosent fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
DS Auto	43 %	58 %	32 %	36 %	47 %
Sandvold Bilverksted	-26 %	-34 %	-25 %	-76 %	-68 %
Brumunddal Bil & Karosseri	52 %	30 %	27 %	35 %	36 %

Et bilverksted med normal forretningsrisiko bør ha en egenkapitalprosent på mellom 30 og 35 prosent. Vi ser at DS Auto og Brumunddal Bil & Karosseri tilfredsstiller denne prosentsetsatsen. Sandvold Bilverksted kommer nok en gang dårlig ut.

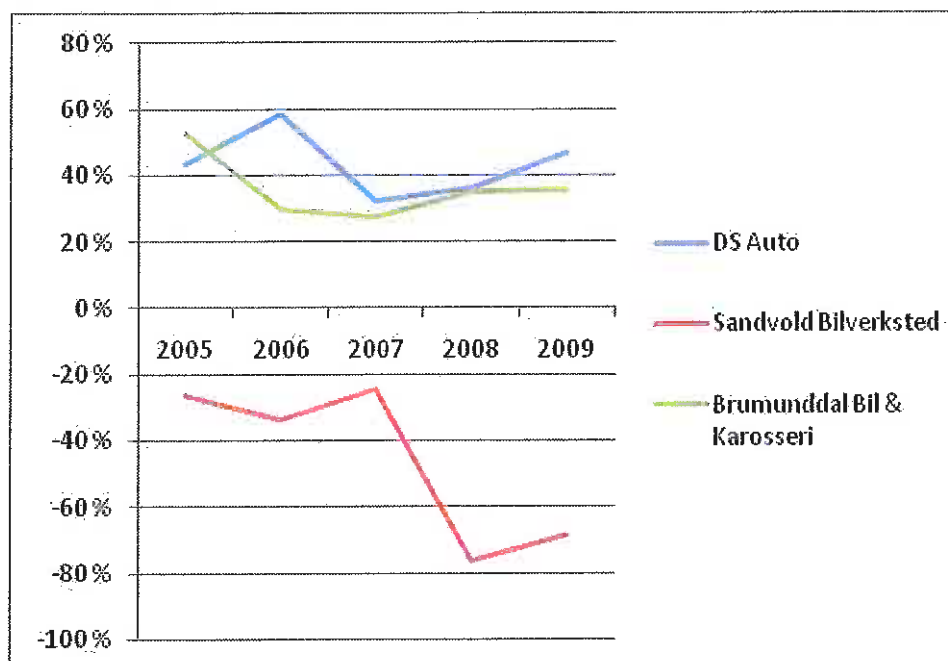
Egenkapitalprosenten påvirkes av hvor stor del av overskuddet som blir tilbakeholdt og tilført egenkapitalen. Dersom selskapet utbetaler hele overskuddet i utbytte til aksjonærene vil ikke egenkapitalprosenten øke og veksten hemmes (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007). Figur 7 og Figur 8 viser utviklingen i egenkapitalprosenten for de to respektive gruppene de siste fem årene.

Figur 7: Utvikling i egenkapital for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop



Din-Bil hadde en kraftig nedgang i egenkapitalprosenten fra 2005 til 2006 grunnet en kraftig nedgang i egenkapitalen. I 2006 hadde Din-Bil en negativ egenkapital, men økte igjen året etter. Vi ser at dette er tilfellet også for egenkapitalprosenten.

Figur 8: Utvikling i egenkapital for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri



DS Auto hadde vekst i 2005 og 2006 før egenkapitalprosenten sank i 2007. Årsaken til nedgangen i 2007 var utbytte til aksjonærene på kr 300.000 i 2007 mot kr 0 de to foregående årene. I 2008 fortsatte veksten igjen på tross av at utbytte på kr 100.000 ble utbetalt.

Gjeldsgrad

Et annet mål på selskapets soliditet er gjeldsgraden som uttrykker forholdet mellom selskapets gjeld og egenkapital (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007).

Gjeldsgraden for bruktbilforhandlerne er presentert i Tabell 35.

Tabell 35: Gjeldsgrad fra 2005 til 2009 for Din-Bil, Bruktbilen og Auto-Shop

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
Din-Bil	4,37	-4,96	6,33	6,85	2,14
Bruktbilen	5,42	3,29	2,07	1,58	1,70
Auto-Shop	6,23	3,70	4,81	6,81	5,10

Generelt sett ønsker man en lav gjeldsgrad da dette betyr at selskapet har lite gjeld i forhold til egenkapital. Det er allikevel slik at en høy gjeldsgrad gir skattefordeler, altså kan det være et motargument til en lav gjeldsgrad. Derimot når det kommer til konkurrisiko ønsker man en lav gjeldsgrad. Det blir dermed vanskelig å gi en optimal verdi for nøkkeltallet.

Hoff, Voldsund, & Hansen (2007) antyder at gjeldsgraden ikke bør overstige 1,85. Vi ser at Din-Bil har hatt en utilfredsstillende gjeldsgrad i alle årene, men at den er blitt redusert fra 2008 til 2009. Bruktbilen har en god gjeldsgrad i 2008 og 2009 mens Auto-Shop har en dårlig gjeldsgrad i alle årene.

Tabell 36: Gjeldsgrad fra 2005 til 2009 for DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri

Selskap	2005	2006	2007	2008	2009
DS Auto	1,32	0,71	2,11	1,78	1,15
Sandvold Bilverksted	-4,81	-3,98	-5,07	-2,31	-2,46
Brumunddal Bil & Karosseri	0,91	2,37	2,69	1,83	1,81

I Tabell 36, ser vi gjeldsgraden til DS Auto, Sandvold Bilverksted og Brumunddal Bil & Karosseri. Vi ser at DS Auto i de siste fem årene, bortsett fra 2007, har hatt tilfredsstillende gjeldsgrad. Årsaken til den dårlige gjeldsgraden i 2007 er at både langsiktig og kortsiktig gjeld økte fra 2006 samtidig som egenkapitalen gikk ned.

Oppsummering soliditetsanalyse

Din-Bil har gode finansieringsgrader. Finansieringsgrad 1, er følgelig null frem til 2007 da selskapet ikke hadde anleggsmidler før i 2008. Finansieringsgraden er god også etter at selskapet fikk anleggsmidler, noe som betyr at anleggsmidlene er finansiert med langsiktig kapital. Finansieringsgrad 2 er også tilfredsstillende.

Når vi derimot ser på egenkapitalprosenten og gjeldsgraden er tallene dystre for Din-Bil. Vi ser dog at begge disse nøkkeltallene har bedret seg i 2009 fra året før. Selskapet bør strebe etter å fortsette denne trenden etter fusjonen.

DS Auto har jevnt over en god finansstruktur. Ut i fra finansierungsgrad 1 ser vi at selskapet finansierer anleggsmidlene og de minst likvide omløpsmidlene med den langsiktige kapitalen. Samtidig forteller finansierungsgrad 2 hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert med kortsiktig gjeld. Vi ser at i alle tilfellene, foruten i 2009, er omløpsmidlene solide sammenlignet med den kortsiktige gjelden. Igjen ser vi at 2006 var et godt år.

Egenkapitalprosenten er solid men varierende i alle årene, med en nedgang i 2007, grunnet utbytte til aksjonær. I 2008 ble det også utbetalt utbytte, men veksten i egenkapitalprosenten fortsatte på tross av noe tilbakeholdt overskudd.

Gjeldsgraden har vært tilfredsstillende for DS Auto i alle år bortsett fra 2007 da selskapets gjeld økte og egenkapitalen gikk ned. Gjeldsgraden har vært noe varierende.

Tabell 37: Gjennomsnittlig soliditet for Din-Bil

Soliditet	Din-Bil	Alle
Finansierungsgrad 1	0,05	0,34
Finansierungsgrad 2	1,67	1,63
Egenkapitalprosent	10 %	19 %
Gjeldsgrad	2,95	3,70

Tabell 38: Gjennomsnittlig soliditet for DS Auto

Soliditet	DS Auto	Alle
Finansierungsgrad 1	0,40	0,14
Finansierungsgrad 2	1,68	1,39
Egenkapitalprosent	43 %	11 %
Gjeldsgrad	1,42	-0,13

Tabell 37 og Tabell 38 viser gjennomsnittet av de ulike soliditetsanalysene for Din-Bil og DS Auto sammenlignet med gjennomsnittet for gruppen de tilhører. Vi ser at Din-Bil har en noe svak soliditet mens DS Auto har god soliditet.

Kapittel 7

Avkastning

7 Avkastning

I regnskapsanalysen i forrige kapittel så vi på Din-Bil og DS Auto som to selskaper før fusjonen og sammenlignet disse med andre selskaper innenfor samme virksomhetsområde. I dette kapitlet vil jeg se på avkastningen til Din-Bil etter fusjonen, altså Din-Bil og DS Auto som ett, for deretter å sammenligne kravene med verdiene vi fikk under lønnsomhetsanalysen for å undersøke om Din-Bil oppfyller avkastningskravene.

For å beregne avkastningskrav for Din-Bil vil jeg ta utgangspunkt i WACC. WACC er total kapitalens avkastningskrav og bygger på Miller og Modiglianis første proposisjon som sier at markedsverdien til et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen (Miller & Modigliani, 1958). Miller & Modigliani (1958) bygger denne teorien på forutsetninger om perfekte kapitalmarkeder. Dette innebærer at man ser bort fra skatter, konkurskostnader, agentkostnader og eventuell symmetrisk informasjon. Grunnen til at man ser bort fra skatt ved bruk av WACC er at skattefordelen av gjeld fanges opp av et lavere avkastningskrav. Derfor skal kontantstrømmen beregnes som om egenkapitalfinansiert, det vil si at effekten av renter på skatt skal ikke tas hensyn til. Som vi vet, er dette forutsetninger som ikke er gjeldende i virkeligheten, da eksempelvis både skatt og konkurskostnader vil påvirke selskapets verdi. Som nevnt tidligere, under gjeldsgrad i regnskapsanalysen, vil et selskap kunne oppnå skattefordeler ved høy gjeldsgrad. Skattefordelene vil igjen øke selskapets verdi. Siden WACC er kapitalkostnaden til total kapitalen skal vi ha utgangspunkt i kontantstrøm til total kapital.

WACC er gitt ved:

$$WACC = \frac{D}{V} r_d (1 - t_c) + \frac{E}{V} r_e$$

Der D er gjeld, E er egenkapital, V er total kapital, r_d er gjeldsavkastning, t_c er selskapsskatten og r_e er egenkapitalavkastning.

7.1 Egenkapitalavkastning

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen har jeg benyttet meg av kapitalverdimodellen utviklet av Sharpe (1964). Denne teorien hevder at investorer liker høy forventet avkastning og lav risiko, og den beste måten de kan få til dette på er å ligge på kapitalmarkedslinjen. Kapitalmarkedslinjen er bestemt av det beste forholdstallet mellom

forventet avkastning og risiko når det også er mulig å investere risikofritt. En rasjonell investor vil dermed investere i markedsporteføljen og bruke innskudd eller lån for å oppnå ønsket risikoprofil (Sharpe, 1964). Dersom alle investorer har samme oppfatning av risiko vil alle holde den samme aksjeporteføljen, altså er beta lik en.

Hvis en aksje ligger under kapitalmarkedslinjen vil en portefølje uten aksjen være bedre enn en med. Investorer vil dermed selge aksjen inntil forventet avkastning har økt slik at den ligger på markedslinjen. Motsatt dersom en aksje ligger over linjen. Med andre ord kan vi si at dersom alle investorer er rasjonelle vil alle aksjer ligge på kapitalmarkedslinjen, og dermed blir risikopremien til hver aksje gitt ved:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Der r_e er avkastning på egenkapital, r_f er risikofri rente, r_m er markedsavkastning og β er kovariansen med markedet dividert med variansen til markedet, altså samvariasjonen med markedet.

Risikofri rente

For å beregne CAPM har jeg først funnet en risikofri rente ved hjelp av langsiktige statsobligasjoner med løpetid frem til 26.05.2021 og en kupongrente på 3,75 prosent (Oslo Børs, 2011). Nåverdien av fremtidige utbetalinger er kr 103,10. Ved å benytte oss av formelen for nåverdi, og sette nominell rente som ukjent får vi:

$$\sum_{i=1}^{10} \frac{3,75}{(1+r_f)^i} + \frac{100}{(1+r_f)^{10}} = 103,10$$

Jeg benytter meg av solver-funksjonen i Excel og får en nominell risikofri rente på 3,38 prosent.

Markedsavkastning

For å beregne CAPM må jeg vite markedsavkastningen. Det er ikke aktuelt å bruke korte dataserier via deskriptiv statistikk for å beregne markedsrisikopremie da det ville bli for følsomt for hvilken tidsperiode som er valgt. Derimot er det utført en rekke studier på markedsavkastning og velger jeg å benytte studien til Dimson, Marsh, & Staunon (2006) for å

avgjøre avkastningen til markedet. Jeg har valgt å benytte denne studien fordi den er grundig og bygger på lengre dataserier enn det jeg har mulighet til å gjøre på egenhånd.

Dimson, Marsh, og Staunton (2006) har sett på aksjer, obligasjoner, inflasjon og valutaavkastning for å estimere risikopremien til 17 land samt en verdensindeks over en periode på 106 år. De kom frem til at investorene bør forvente en avkastning på verdensindeksen på omlag tre til 3,5 prosent beregnet med geometrisk snitt eller omkring 4,5 til fem prosent beregnet med aritmetrisk. Jeg benytter geometrisk snitt ellers i oppgaven, og benytter dermed en markedsrisikopremie på 3,5 prosent når jeg beregner avkastningskravet videre.

Beta

Betaverdien er et mål på den systematiske, udiversifiserbare, risikoen i selskapet, altså et mål på et selskaps samvariasjon med markedet. En betaverdi på én betyr at selskapet har samme volatilitet i avkastningen som markedsporteføljen. Beta er stigningstallet til kapitalmarkedslinjen.

Da Din-Bil ikke er børsnotert har jeg ingen oversikt over avkastningen av aksjene og må i den forbindelse prøve å finne et sammenlignbart selskap som er børsnotert for deretter å benytte meg av markedsavkastningen til aksjene til dette selskapet. Da jeg ikke har klart å oppdrive børsnoterte, små bruktbilforhandlere har jeg måtte søke etter litt staure selskaper/konsern. Jeg har valgt å se på avkastningen til Bilias AB, Nordens største bilkjede med en ledende posisjon innen salg og service på biler. Siden Bilias er et stort konsern og en ledende aktør innen bilbransjen er det ingen naturlig sammenheng mellom dette konsernet og Din-Bil. I mangel på andre sammenlignbare selskaper velger jeg å bruke avkastningen til Bilias som et mål på Din-Bils avkastning. Jeg har valgt å benytte FTSE All-world Index som markedsindeks. FTSE All-world Index er en global indeks.

Siden Bilias aksjer ikke er veldig likvide og dermed ikke blir omsatt på daglig basis benytter jeg meg av ukesavkastninger når jeg beregner betaverdien. De dagene det ikke har blitt handlet Bilias-aksjer har jeg satt dagens kurs lik gårdagens kurs, altså får vi nullavkastning de dagene det ikke har blitt handlet.

Både ved hjelp av regresjonsanalyse i Excel og ved å beregne manuelt får jeg en betaverdi på 0,71. Regresjonsanalysen viser en p-verdi på 0,84 på 95 prosent konfidensintervall. Kritisk p-verdi innenfor dette konfidensintervallet er 0,05. Siden vår verdi er lavere enn dette er altså betaverdien signifikant forskjellig fra null. En betaverdi mindre enn én betyr at avkastningen på Biliaks aksjer, og dermed også Din-Bils aksjer, svinger mindre enn markedet. Av regresjonsanalysen ser vi at konstantleddet, også kalt alfa, ikke er signifikant forskjellig fra null (alfa er -0,00013 og p-verdien er 0,84).

Et potensielt problem med beta er at standardfeilen ofte er stor. I dette tilfellet er standardfeilen på 0,12, altså relativt stort i forhold til betaverdien på 0,71. Dette indikerer at betaestimaten er noe usikkert. Et annet potensielt problem er at Biliaks aksjer er forholdsmessig lite likvide, noe som innebærer dette at vi får en del nullavkastninger der vi mangler datapunkter. Dette fører til at beta-verdien blir underestimert. Jeg ser ikke på det som et problem i dette tilfellet da jeg antar at Biliaks beta er noe høyere enn Din-Bils i utgangspunktet da de er et stort konsern. Jeg velger dermed å benytte estimaten jeg får for Bilia for Din-Bil, altså en betaverdi på 0,71.

Egenkapitalavkastning

Jeg har nå nok opplysninger til å beregne Din-Bils egenkapitalavkastning. Risikofri rente er 3,38 prosent, beta er 0,71 og markedsrisikopremien er 3,5 prosent. Dette gir et avkastningskrav på egenkapitalen på omlag seks prosent. Altså ser vi at egenkapitalavkastningskravet på 15 prosent jeg opererte med i lønnsomhetsanalysen var overvurdert.

I lønnsomhetsanalysen beregnet jeg egenkapitalrentabilitet for Din-Bil og DS Auto hver for seg. Videre ser jeg på de to selskapene samlet. Gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet for selskapet blir dermed -87 prosent i 2006, 79 prosent i 2007, 4 prosent i 2008 og 48 prosent i 2009. Med et egenkapitalavkastningskrav på seks prosent ser vi at egenkapitalrentabiliteten var tilfredsstillende i 2007 og 2009. I 2006, derimot, hadde Din-Bil en meget utilfredsstillende egenkapitalrentabilitet mens i 2007 var den noe utilfredsstillende.

7.2 Gjeldsavkastning

Avkastningskravet til gjelden blir fastsatt av lånegiverne. Din-Bil har, som nevnt tidligere, omlag sju prosent rente på den langsiktige gjelden som i 2010 utgjorde sju prosent av den

totale gjelden. Av de 93 prosentene som utgjorde kortsiktig gjeld i 2010 er det kun kassekreditt som er rentebærende. Kassekreditten utgjorde 48 prosent av den kortsiktige gjelden og 45 prosent av den totale gjelden. Rentene på kassekreditten var 9,15 prosent i 2009. Jeg velger å utelate leverandørgjeld i gjeldsavkastningen og leverandørgjeld og kundefordringer i WACC-beregningen da disse variablene svinger mye fra periode til periode og skaper støy. Samtidig velger jeg å holde den rentefrie gjelden utenfor beregningene. Dette fører følgelig til at den totale gjelden blir lavere og gjeldsfordelingen annerledes. Altså blir gjelden fordelt slik (Tabell 39):

Tabell 39: Gjeldsfordeling

Gjeld	Kroner	Prosent
Langsiktig gjeld	174 974	13 %
Kassekreditt	1 195 938	87 %
<i>Totalt</i>	<i>1 370 912</i>	<i>100 %</i>

Den vektete gjeldsavkastningen blir dermed 8,8 prosent. Din-Bil har forholdsvis mye kassekreditt og dette er kostbart. Din-Bil bør dermed sikte på å redusere kassekreditten ved hjelp av refinansiering og på denne måten spare rentekostnader.

7.3 WACC

Jeg vil nå benytte meg av formelen for WACC til å beregne avkastningskravet til totalkapitalen til Din-Bil. WACC bygger i utgangspunktet på markedsverdier av gjeld og egenkapital, men da jeg ikke har tilgang til disse verdiene har jeg benyttet meg av de bokførte verdiene i beregningen av WACC. Total gjeld for Din-Bil i 2010 utgjorde kr 2.679.067. Ser vi bort i fra den rentefrie gjelden var total gjeld for Din-Bil i 2010 kr 1.370.912. Med en egenkapital på kr 1.306.540 utgjør dette en totalkapital på kr 2.677.452. Vi ser at selv om vi trekker ut kundefordringene på eiendelssiden vil ikke balansen gå opp med disse forutsetningene. Dette har ingen praktisk betydning for beregningen av WACC. På bakgrunn av disse opplysningene består Din-Bil 51 prosent gjeld og 49 prosent egenkapital. Selskapsskatt utgjør 28 prosent, mens egenkapitalavkastningen og gjeldsavkastningen er henholdsvis seks prosent og 8,8 prosent. Avkastningskravet for totalkapitalen til Din-Bil blir dermed 6,2 prosent.

Gjennomsnittlig total kapitalrentabilitet for Din-Bil og DS Auto var 12 prosent i 2006, 17 prosent i 2007, seks prosent i 2008 og 17 prosent i 2009. Altså ser vi at total kapitalrentabiliteten var solid i alle år foruten 2006.

Kapittel 8

Historisk Vekst

8 Historisk vekst

I regnskapsanalysen så jeg på Din-Bil og DS Auto hver for seg i perioden 2005 til 2009. Jeg vil nå se på Din-Bil og DS Autos vekst under ett fra 2003 frem til 2010. Jeg vil sette opp en fremtidig kontantstrømanalyse basert på kontantstrømmen fra driften, og vil dermed se på den kortsiktige veksten i de ulike elementene i kontantstrømanalysen. Disse elementene består av:

- Omsetning og kundefordringer, som utgjør innbetaling fra salg av varer og tjenester,
- Varekostnad, varebeholdning, leverandørgjeld og andre driftskostnader. Dette utgjør utbetalinger for varer og tjenester,
- Lønnskostnad, som utgjør utbetalinger til ansatte
- Renteinntekter og rentekostnader som er innbetaling og utbetaling av renter i perioden
- Skattekostnad og skyldig offentlige avgifter, som utgjør utbetalinger av skatter og offentlige avgifter

8.1 Langsiktig historisk vekst

Ved hjelp av makroøkonomisk analyse får man innsikt i den langsiktige økonomiske veksten. I Norge har gjennomsnittlig vekst i bruttonasjonalprodukt vært 3,13 prosent årlig siden 1970 og frem til i dag. Årlig prisvekst i samme periode er 5,5 prosent (Statistisk Sentralbyrå, 2011). I 2001 innførte regjeringen inflasjonsmål for pengepolitikken. Dette har ført til at prisveksten siden 2001 har vært gjennomsnittlig 4,3 prosent (Gjedrem, 2008).

Veksten i BNP og KPI frem til 2014 er predikert av Statistisk Sentralbyrå (2011) og presentert i Tabell 40. I tillegg til variablene Statistisk Sentralbyrå oppgir har jeg lagt til nominell vekst i BNP.

Tabell 40: Vekst i BNP og KPI

Vekst	2011	2012	2013	2014
Bruttonasjonalprodukt	2,1 %	2,9 %	2,5 %	2,4 %
Konsumprisindeks	1,8 %	1,5 %	2,2 %	2,6 %
Nominell vekst i BNP	4,7 %	5,5 %	5,1 %	5,0 %

Langsiktig vekst estimeres til å være summen av vekst i BNP og inflasjonsmålet. Siden jeg har benyttet meg av nominelle verdier gjennom oppgaven vil jeg oppgi veksten i nominelle

verdier. Altså er veksten 4,7 prosent i 2011, 5,5 prosent i 2012, 5,1 prosent i 2013 og fem prosent i 2014. Dette tilsvarer en gjennomsnittlig langsiktig vekst på omlag fem prosent.

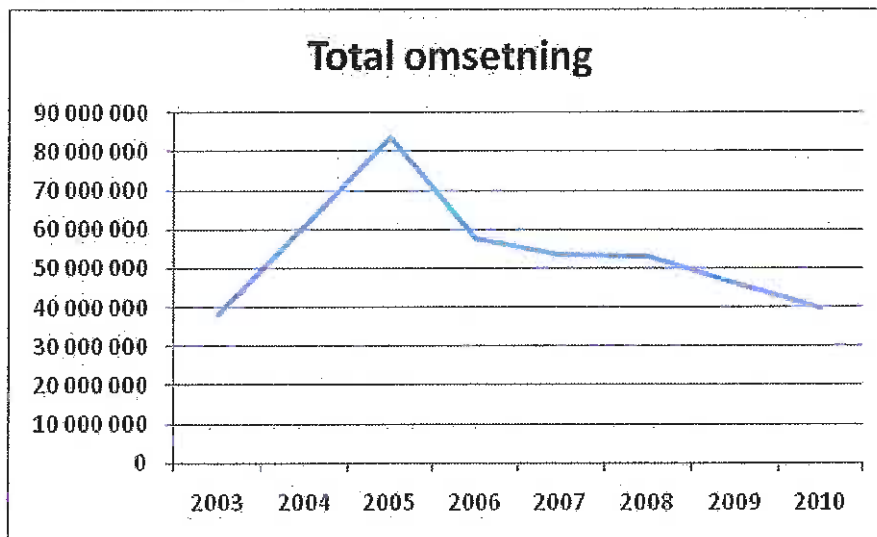
8.2 Kortsiktig historisk vekst

Din-Bils kortsiktige vekst påvirkes hovedsakelig av bransjens vekst og de interne ressursene i selskapet. Jeg vil nå diskutere veksten i de ulike elementene som inngår i kontantstrømmen til driften da jeg skal bruke disse variablene i prognosen senere.

8.2.1 Historisk vekst i omsetning

Som vi så i regnskapsanalysen har omsetningen for bruktbilforhandlerne gått ned mens for bilverkstedene har omsetningen gått opp. For å få et overblikk over hvordan den totale omsetningen for Din-Bil og DS Auto har utviklet seg siden 2003 slår jeg de sammen og presenterer resultatet i Figur 9.

Figur 9: Total omsetning



Den totale omsetningen økte fra 2003 til 2005 før den har falt frem til 2010. Selv om omsetningen har vært avtakende siden 2005 har den geometriske gjennomsnittlige veksten vært positiv på 0,54 prosent.

8.2.2 Historisk vekst i driftskostnader

Varekostnadene har endret seg i takt med omsetningen. Varekostnadene var på sitt høyeste nivå i 2005, samme tid som omsetningen. Etter 2005 har kostnadene fra varene sunket gradvis frem til 2010. Den gjennomsnittlige geometriske veksten for varekostnadene er på -0,18 prosent, altså har varekostnadene sunket marginalt. I samme periode har den

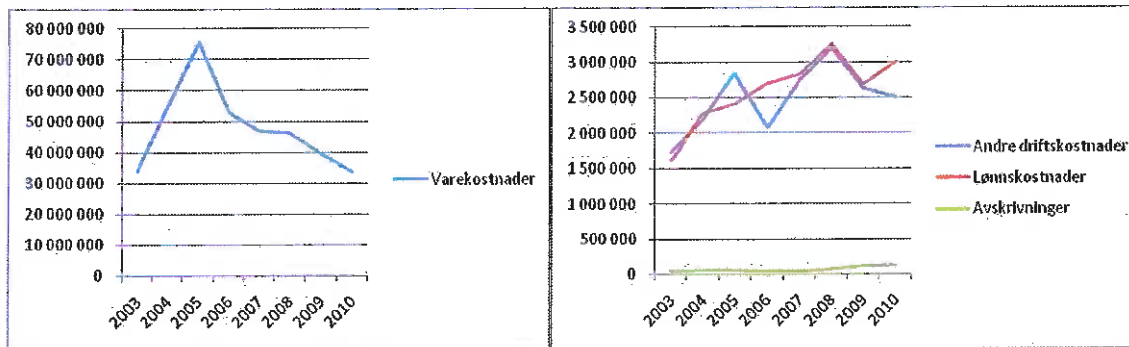
gjennomsnittlige geometriske veksten i varebeholdningen vært på i underkant av to prosent. At varekostnadene har sunket samtidig som varebeholdningen har økt er en positiv utvikling for Din-Bil. Varebeholdningen var på sitt høyeste i 2005, samme år som varekostnaden var høyest. Fallet fra 2005 til 2006 er større for varebeholdningen enn for varekostnaden. Siden 2006 har varebeholdningen holdt seg på et relativt jevnt nivå.

Lønnskostnadene til Din-Bil har steget jevnt siden 2003, noe som er å forvente da det generelle lønnsnivået i landet stiger. Den gjennomsnittlige geometriske veksten er på 9,29 prosent.

Også avskrivninger og andre driftskostnader har vokst siden 2003. Vekst i andre driftskostnader har variert fra periode til periode og den gjennomsnittlige geometriske veksten utgjorde 5,38 prosent for andre driftskostnader i perioden fra 2003 til 2010. Avskrivningene var på sitt laveste nivå i 2007 før de steg til sitt høyeste nivå i 2010.

Utviklingen til de ulike driftskostnadene er presentert i Figur 10. Jeg har delt driftsinntektene inn i to grafer hvor jeg først presenterer varekostnadene, deretter resterende driftskostnader. Grunnen til dette er at varekostnadene er høyere enn de resterende driftskostnadene slik at en samlet graf ikke gir oss et oversiktlig bilde av hvordan utviklingen har vært i andre driftskostnader, lønnskostnader og avskrivninger.

Figur 10: Driftskostnader

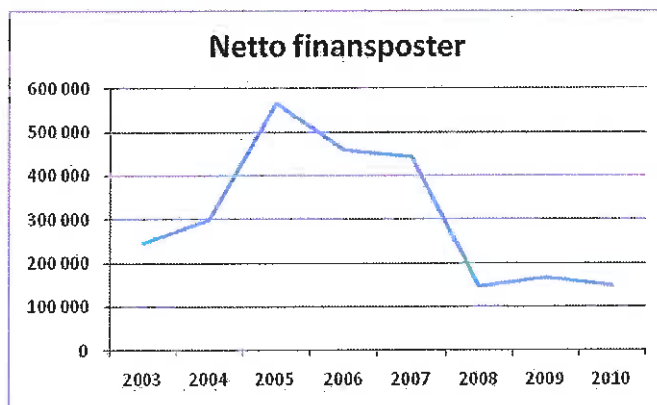


Når jeg skal sette opp kontantstrømoppstillingen vil jeg se bort i fra avskrivningene. Grunnen til dette er at avskrivningene er ikke en kontantstrøm. Allikevel kan de brukes som estimat på reinvesteringsbehovet selskapet har for å holde anleggsmidler ved like og dette reinvesteringsbehovet tilsvarer som regel verdien anleggsmidlene blir avskrevet med.

8.2.3 Historisk vekst i finansposter

Den gjennomsnittlige geometriske veksten er -6,91 prosent for rentekostnadene og -13,40 prosent for renteinntektene. Dette utgjør en gjennomsnittlig geometrisk vekst for Din-Bils totale netto finansposter fra 2003 til 2010 på -6,85 prosent. Ut i fra Figur 11 ser vi at netto finansposter økte frem til 2005 før de sank frem til 2010.

Figur 11: Netto finansposter

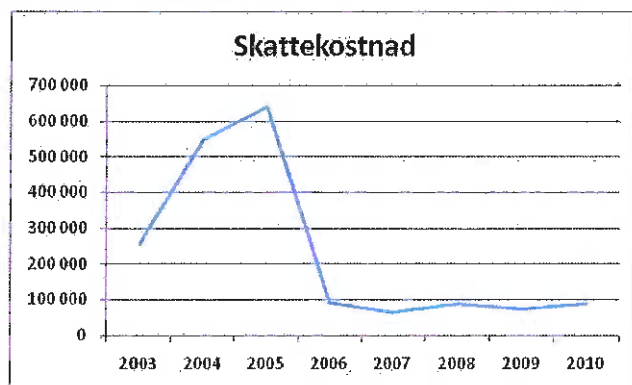


Når jeg senere i oppgaven skal sette opp en fremtidig kontantstrøm vil jeg se bort i fra rentekostnadene. Grunnen til dette er at en av forutsetningene for WACC er at den skal beregnes som om selskapet er egenkapitalfinansiert. Ved å eliminere rentekostnadene i kontantstrømmen vil dermed ikke skatteeffekten av gjelden inkluderes og estimert WACC blir mer presis.

8.2.4 Historisk vekst i skattekostnad

Skattekostnadene steg fra 2003 til 2005 og var i 2005 på et nivå på omlag kr 640.000. Fra 2005 til 2006 falt skattekostnadene kraftig og siden 2006 har de vært under kr 100.000. Årsaken til det store fallet fra 2005 til 2006 er et underskudd på i underkant av kr 1.000.000 på ordinært resultat for Din-Bil. Den gjennomsnittlige geometriske veksten i skattene er -14,07 prosent. Utviklingen i skattekostnaden er presentert i Figur 12.

Figur 12: Skattekostnad



8.2.5 Historisk vekst i balanseposter

Jeg vil nå behandle kundefordringer samt leverandørgjeld, betalbar skatt og skyldig offentlige avgifter fra balansen.

Kundefordringene økte kraftig fra 2003 til 2006 før de sank frem til 2010. Den gjennomsnittlige geometriske veksten i perioden har vært 5,6 prosent. Leverandørgjelden har variert veldig fra periode til periode, og har hatt en forholdsvis høy geometrisk vekst på 16,7 prosent. Den høye gjennomsnittlige geometriske veksten skyldes hovedsakelig den store økningen i leverandørgjeld fra 2003 til 2004.

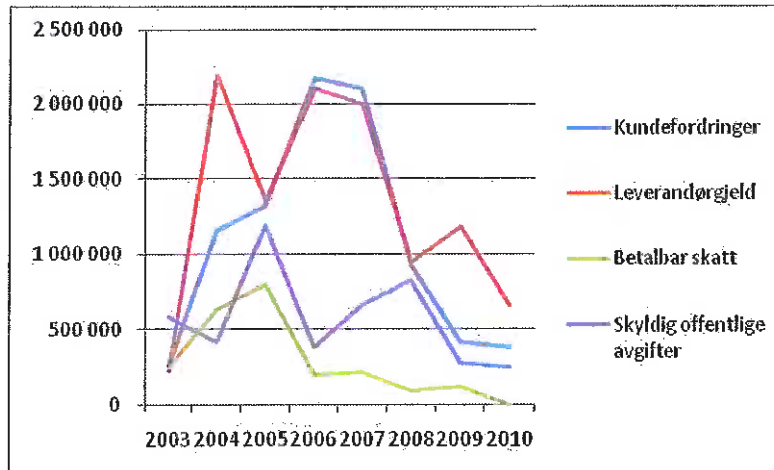
Betalbar skatt for Din-Bil var på kr null i 2010, noe som i prinsippet betyr at den gjennomsnittlige geometriske veksten har vært på -100 prosent siden 2003. Ser vi bort i fra 2010 derimot har den gjennomsnittlige geometriske veksten vært på -12 prosent. Grunnen til at betalbar skatt var kr null i 2010 er fordi selskapet har et fremførbart underskudd på omlag kr 1.800.000.

Skyldige offentlige avgifter inkluderer skattetrekk og andre trekk forbundet med lønn til ansatte, skyldig arbeidsgiveravgift, merverdiavgift samt andre offentlige avgifter og har

variert fra år til år. Den gjennomsnittlige geometriske veksten fra 2003 til 2010 er -11,20 prosent.

Utviklingen i disse balansepostene er presentert i Figur 13.

Figur 13: Kundefordringer, leverandørgjeld, betalbar skatt og skyldig offentlige avgifter



8.2.6 Historisk kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter

Historisk kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter for Din-Bil fra 2004 til 2010 er presentert i Tabell 41 under. Som nevnt tidligere har jeg sett bort i fra kundefordringer og leverandørgjeld da disse postene skaper støy, samt rentekostnader.

Tabell 41: Historisk kontantstrømoppstilling for Din-Bil

HISTORISK KONTANTSTRØMOPPSTILLING FOR DIN-BIL							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
KONTANTSTRØMNER FRA OPERASJONELLE AKTIVITETER							
Innbetaling fra salg av varer og tjenester	60 729 229	83 399 968	57 634 727	53 271 986	53 154 419	45 958 998	39 600 253
Utbetalinger for varer og tjenester for virderesalg og eget forbruk	-61 464 252	-85 429 060	-63 993 859	-51 428 579	-58 385 981	-45 572 203	-30 190 329
Utbetalinger til ansatte (lønnskostnad)	-2 282 603	-2 411 178	-2 705 738	-2 833 030	-3 257 852	-2 687 097	-3 016 350
Innbetalinger av renter	1 712	730	5 675	18 895	59 345	55 888	1 038
Utbetaling av skatter og offentlige avgifter	-766 615	-1 584 608	1 329 707	-369 315	-129 014	456 023	-218 880
NETTO KONTANTSTRØM FRA OPERASJONELLE AKTIVITETER	-3 782 529	-6 024 148	-7 729 488	-1 340 043	-8 559 083	-1 788 391	6 175 732

Kapittel 9

Prognose av Fremtidige Verdier

9 Prognose av fremtidige verdier

Selv om det er mye usikkerhet knyttet til bilbransjen har den hatt positiv utvikling siden finanskrisen i 2008. Ut i fra den strategiske analysen så vi at bilbransjen påvirkes av en rekke politiske faktorer som toll, engangavgifter og miljødifferensiering for å nevne noe. På tross av økte avgifter de siste årene har bilsalget økt og bransjen er i en vekstfase. Jeg tror veksten vil fortsette i fremtiden til tross for at regjeringen har meldt om ytterligere økning av avgiftene i 2011.

Bilbransjen merker økt etterspørsel etter elbiler, men som nevnt tidligere mener jeg dette ikke vil påvirke veksten til Din-Bil da de fleste elbilene er lokalisert i Oslo og Akershus og det foreløpig er dårlig tilrettelegging for elbiler i Hamarområdet. Elbilindustrien har en stor utfordring dersom folk skal bytte ut biler med forbrenningsmotorer da elbilene har kort rekkevidde og mange av de små byene ikke har de samme fordelene som storbyene når det kommer til elbiler. Dette fører til at folk skaffer seg elbil som et supplement til vanlig bil slik at etterspørselen etter vanlige biler ikke synker i samme takt som økningen av elbiler.

I regnskapsanalysen så vi at omsetningen til bruktbilforhandlerne sank noe mens omsetningen til bilverkstedene økte. Mest sank omsetningen for Din-Bil, men de siste årene har nedgangen vært betraktelig mindre og jeg forventer at den negative trenden har snudd etter fusjonen da bilsalget får drahjelp fra bilverkstedet. DS Auto hadde en gjennomsnittlig årlig vekst på beskjedne 2 prosent de siste fem årene. Dette skyldtes som nevnt dårlige muligheter for å utvide verkstedet. Etter fusjonen er planen å kjøpe bygget og utvide verkstedet betydelig. Dette vil trolig føre til en kraftig vekst i omsetningen for verkstedet, og dermed for Din-Bil som helhet.

Totalkapitalrentabiliteten gikk ned i 2008 for både Din-Bil og DS Auto grunnet finanskrisen, men i 2009 økte totalkapitalrentabiliteten igjen. Jeg forventer at denne veksten øker ytterligere de neste årene.

I dette kapittelet vil jeg utarbeide en prognose for fremtiden basert på historisk vekst og utvikling, fremtidsutsikter for bransjen samt faktorene jeg belyste under den strategiske analysen.

9.1 Prognose av fremtidig omsetning

I den strategiske analysen kom jeg frem til at Din-Bil har mange sterke sider som kan bidra til å snu den negative trenden i omsetningen. Blant de sterke sidene som kan påvirke omsetningen positivt vil jeg nevne unike avtaler, unike ansatte, god lokalisering og godt renommé. Selv om dette er ressurser selskapet har hatt tidligere er planen med fusjonen å utnytte disse enda bedre slik at omsetningen vil øke på sikt.

Den største faktoren som vil snu trenden i den avtakende omsetningen er planen om å bygge ut verkstedet for å møte pågangen. Nye, mer moderne lokaler vil bidra til å øke omsetningen fremover da man ikke lenger må avvise kunder eller sette de på lange ventelister. Samtidig vil trolig et topp moderne verksted trekke nye kunder. Dette kan medføre at flere blir oppmerksomme på bilsalget samtidig og det er forventet at bilsalget øker noe samtidig som verksteddriften øker. Jeg forventer dermed at omsetningen kommer til å stige i fremtiden.

Jeg tror omsetningen kommer til å øke relativt lite i 2011 da det nye bygget fortsatt ikke er klart. At økningen i 2011 er den samme som det geometriske snittet fra 2003 til 2010 er derfor en realistisk antakelse. Deretter forventer jeg at omsetningen øker betraktelig mer i 2012 når nybygget står klart, før økningen igjen avtar. Etter samtale med daglig leder i Din-Bil har vi kommet frem til at den forventede økningen i omsetningen i 2012 er fem prosent. Deretter er det forventet en økning på tre prosent perioden i 2013 til 2016. Dette gir følgende utsikter for den fremtidige omsetningen:

Tabell 42: Fremtidig omsetning

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Omsetning (t-1)	39 600 253	39 814 858	41 805 601	43 059 769	44 351 562	45 682 109
Vekst i %	0,54 %	5,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Omsetning (t)	39 814 858	41 805 601	43 059 769	44 351 562	45 682 109	47 052 573

Jeg har benyttet omsetning (t-1) som forklarer omsetningen i forrige periode. Omsetning (t) forklarer omsetningen i inneværende periode. Jeg har benyttet samme notering for andre variabler gjennom resten av oppgaven.

En slik utvikling tilsvarer en geometrisk gjennomsnittlig vekst på 3,4 prosent. Selv etter fem år med denne veksten vil man ikke være tilbake på samme nivå som 2005.

9.2 Prognose av fremtidige kundefordringer

Selv om jeg skal holde kundefordringene utenfor i kontantstrømanalysen og verdsettingen nevner jeg allikevel veksten her. Din-Bil prøver å holde kundefordringene så lave som mulig. Grunnen til dette er at de tidligere har hatt problemer med kunder som ikke har gjort opp for seg slik at tap på fordringer ble høye. Som vi så i vekstkapittelet økte kundefordringene frem til 2006, hvor de nådde sin topp, før de avtok til samme nivå som i 2003 i 2010. Den gjennomsnittlige geometriske veksten var på omlag fem prosent. Siden Din-Bil ønsker å holde kundefordringene lave forventer jeg en lavere vekst enn dette i fremtiden. Jeg mener dermed at en vekst på én prosent årlig er et godt estimat. Dette vil gi følgende fremtidige kundefordringer:

Tabell 43: Fremtidige kundefordringer

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kundefordringer (t-1)	382 711	386 538	390 403	394 308	398 251	402 233
Vekst i %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Kundefordringer (t)	386 538	390 403	394 308	398 251	402 233	406 255

9.3 Prognose av fremtidige varekostnader

I vekstkapittelet så vi at varekostnadene har sunket marginalt mens omsetningen har økt. Dette er et godt tegn for fremtidsutsiktene til Din-Bil da økt varekostnad normalt følger økt omsetning. Det nye bygget vil føre til flere kunder som igjen vil føre til økt varekostnad. Jeg forventer dermed at varekostnadene øker med 0,5 prosent i 2011, tre prosent i 2012, deretter med én prosent i 2013 til 2016. Fremtidig utvikling i varekostnadene er presentert i Tabell 44.

Tabell 44: Fremtidige varekostnader

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Varekostnad (t-1)	33 472 862	33 640 226	34 649 433	34 995 927	35 345 887	35 699 346
Vekst i %	0,50 %	3,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Varekostnad (t)	33 640 226	34 649 433	34 995 927	35 345 887	35 699 346	36 056 339

9.4 Prognose av fremtidig varebeholdning

Varebeholdningen økte med 1,92 prosent i perioden 2003 til 2010. Jeg mener dette er et godt estimat også for fremtiden. Fremtidig varebeholdning er presentert i Tabell 45.

Tabell 45: Fremtidig varebeholdning

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Varebeholdning (t-1)	2 712 223	2 764 318	2 817 413	2 871 528	2 926 682	2 982 896
Vekst i %	1,92 %	1,92 %	1,92 %	1,92 %	1,92 %	1,92 %
Varebeholdning (t)	2 764 318	2 817 413	2 871 528	2 926 682	2 982 896	3 040 189

9.5 Prognose av fremtidig leverandørgjeld

Selv om leverandørgjelden hadde en høy gjennomsnittlig geometrisk vekst fra 2003 til 2010 forventes en lavere vekst i leverandørgjelden i fremtiden. Da leverandørgjelden varierer kraftig fra periode til periode og er vanskelig å predikere har jeg og daglig leder blitt enige om at en konstant vekst på tre prosent årlig er fornuftig. I 2012 derimot forventer vi en noe høyere vekst i leverandørgjelden. Anslaget for 2012 blir dermed fem prosent. Dette vil gi følgende fremtidsutsikter for leverandørgjelden:

Tabell 46: Fremtidig leverandørgjeld

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Leverandørgjeld (t-1)	657 769	677 502	711 377	732 718	754 700	777 341
Vekst i %	3,00 %	5,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Leverandørgjeld (t)	677 502	711 377	732 718	754 700	777 341	800 661

9.6 Prognose av andre driftskostnader i fremtiden

Siden andre driftskostnader inkluderer kontorrekvisita, husleie, reklame o.l. forventer jeg at økningen i denne posten er relativt lav sammenlignet med økningen i driftskostnader. Etter fusjonen blir reklamebudsjettet slått sammen for Din-Bil og DS Auto, og det blir penger å spare på den posten. Samtidig fører kjøpet av bygget til at husleien opphører. Til gjengjeld vil rentekostnaden øke ved at Din-Bil må ta opp et nytt lån. Dette er ikke kostnader som hører inn i andre driftskostnader og vil dermed ikke påvirke denne posten.

I 2010 inngikk kostnadene knyttet til fusjonen samt en tvist angående kjøp av bygget i andre driftskostnader. Til sammen utgjorde dette omlag kr 550.000, altså en femtedel av andre driftskostnader. I tillegg kjøper Din-Bil opp bygget i 2011 for å bygge om hvorav husleien er på omlag kr 400.000 per år. Dette er kostnader som blir borte i 2011 og sammen med kostnader knyttet til kontorrekvisita, reklame o.l. som reduseres i forbindelse med fusjonen forventer jeg en nedgang i andre driftskostnader i 2011 på omlag 40 prosent før den deretter får en økning på 3 prosent årlig. Tabell 47 representerer andre driftskostnader i perioden 2011 til 2016 for Din-Bil.

Tabell 47: Fremtidige andre driftskostnader

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Andre driftskostnader (t-1)	2 493 367	1 496 020	1 540 901	1 587 128	1 634 742	1 683 784
Vekst i %	-40,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Andre driftskostnader (t)	1 496 020	1 540 901	1 587 128	1 634 742	1 683 784	1 734 297

9.7 Prognose av fremtidige lønnskostnader

Etter samtale med daglig leder tror jeg lønnskostnadene kommer til å stige i omtrent samme tempo som tidligere i tiden fremover foruten i 2012 når de trolig må ansette en ny bilmekaniker i siste halvdel av året. Daglig leder anslår de økte lønnskostnadene forbundet med en ny mekaniker i midten av året vil føre til ytterligere fem prosent økning i 2012. Dette tilsvarer en økning i lønnskostnadene på fem prosent i 2011, ti prosent i 2012, samt fem prosent i 2013 og utover. Tabell 48 viser de predikerte lønnskostnadene for perioden 2011 til 2016.

Tabell 48: Fremtidige lønnskostnader

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Lønnskostnader (t-1)	3 016 350	3 167 168	3 483 884	3 658 078	3 840 982	4 033 032
Vekst i %	5,00 %	10,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Lønnskostnader (t)	3 167 168	3 483 884	3 658 078	3 840 982	4 033 032	4 234 683

9.8 Prognose av fremtidige finansposter

Når det kommer til finanspostene forventer jeg at veksten vil utvikle seg i takt med Norges Banks inflasjonsmål på 2,5. I tillegg må jeg medregne at Din-Bil vil ta opp ny gjeld i 2011 for å finansiere det nye bygget, noe som vil føre til høyere rentekostnader fra 2011 og utover. I følge daglig leder er et forsiktig anslag på nybyggets kostnad kr 7.000.000. Mekonomen vil finansiere kr 1.000.000 av dette lånet rentefritt i ett år. Dersom Din-Bil får samme rentebetingelser på de resterende kr 6.000.000 som på det andre langsiktige lånet, altså sju prosent, utgjør den årlige rentekostnaden i 2011 kr 420.000. Dette er en økning på omlag 280 prosent fra dagens rentekostnader. I 2012 må Din-Bil betale renter på hele beløpet. Jeg forventer dermed at veksten i rentekostnadene i 2011 er på 280 prosent, i 2012 blir veksten omkring 12 prosent og deretter, fra 2013 til 2016 vil rentekostnadene utvikles i takt med inflasjonsmålet. Dette vil føre til renteinntekter som presentert i Tabell 49 og rentekostnader som presentert i Tabell 50 i perioden 2011 til 2016 for Din-Bil.

Tabell 49: Fremtidige renteinntekter

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Renteinntekter (t-1)	1 038	1 064	1 091	1 118	1 146	1 174
Vekst i %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
Renteinntekter (t)	1 064	1 091	1 118	1 146	1 174	1 204

Tabell 50: Fremtidige rentekostnader

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rentekostnader (t-1)	149 525	568 195	636 378	652 288	668 595	685 310
Vekst i %	280,00 %	12,00 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
Rentekostnader (t)	568 195	636 378	652 288	668 595	685 310	702 443

Når jeg setter opp kontantstrømanalysen vil jeg, som nevnt tidligere, se bort i fra rentekostnadene da jeg skal benytte meg av WACC for å diskontere kontantstrømmen.

9.9 Prognose av fremtidig skattekostnad

Skattekostnaden har i perioder tidligere vært meget lav grunnet negativt ordinært resultat for Din-Bil. I tillegg har Din-Bil et fremførbart underskudd som vil føre til at selskapet ikke har noen skattekostnad før dette er borte. I 2009 utgjorde dette underskuddet kr 1.833.348. For hvert år Din-Bil går med overskudd frem til de omsider har tjent inn dette underskuddet slipper de å betale skatt på overskuddet. Skattekostnaden i resultatet fra 2010 kommer av at DS Auto hadde overskudd i 2010 og pengene vil bli tilbakebetalt i løpet av året. For å predikere den fremtidige skattekostnaden setter jeg opp et fremtidig resultatregnskap med de nye opplysningene som har fremkommet av dette kapitlet. Det fremtidige resultatregnskapet er presentert i Tabell 51.

Tabell 51: Fremtidig resultatregnskap

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Omsetning	39 814 858	41 805 601	43 059 769	44 351 562	45 682 109	47 052 573
Varekostnad	-33 640 226	-34 649 433	-34 995 927	-35 345 887	-35 699 346	-36 056 339
Lønnskostnad	-3 167 168	-3 483 884	-3 658 078	-3 840 982	-4 033 032	-4 234 683
Avskrivninger	-40 000	-326 307	-326 307	-326 307	-326 307	-326 307
Andre driftskostnader	-1 496 020	-1 540 901	-1 587 128	-1 634 742	-1 683 784	-1 734 297
Driftsresultat	1 471 444	1 805 076	2 492 329	3 203 645	3 939 641	4 700 946
Finansinntekter	1 064	1 091	1 118	1 146	1 174	1 204
Finanskostnader	-569 525	-639 525	-655 513	-671 901	-688 698	-705 916
Ordinært resultat før skatt	902 983	1 166 642	1 837 933	2 532 890	3 252 117	3 996 234

Jeg forventer videre at skattekostnaden fra 2011 til 2016 tilsvarer selskapsskatten, altså 28 prosent årlig. Når jeg inkluderer effekten av det fremførbare underskuddet bli den fremtidige skattekostnadene som presentert i Tabell 52.

Tabell 52: Fremtidig skattekostnad

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skattekostnad (t-1)	87 590	0	73 824	514 621	709 209	910 593
Vekst i %	-100 %		597 %	38 %	28 %	23 %
Skattekostnad (t)	0	73 824	514 621	709 209	910 593	1 118 945

9.10 Prognose av fremtidig betalbar skatt

Betalbar skatt er skatten til inneværende års overskudd og blir betalt i etterfølgende regnskapsår. Dermed blir betalbar skatt forrige periodes skattekostnad. Betalbar skatt for 2011 til 2016 er presentert i Tabell 53.

Tabell 53: Fremtidig betalbar skatt

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Betalbar skatt (t-1)	72 169	87 590	0	73 824	514 621	709 209
Vekst i %	21 %	-100 %	597 %	38 %	28 %	
Betalbar skatt (t)	87 590	0	73 824	514 621	709 209	910 593

9.11 Prognose av fremtidige skyldig offentlige avgifter

Da det er forventet at lønnskostnadene og omsetningen vil øke i fremtiden vil sannsynligvis også skyldig offentlige avgifter øke. Ut i fra samtale med daglig leder i Din-Bil har vi kommet frem til at vi forventer en økning i denne posten på omlag fem prosent årlig. Dette vil gi følgende fremtidige skyldig offentlige avgifter:

Tabell 54: Fremtidige skyldige offentlige avgifter

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skyldige offentlig avg. (t-1)	252 038	264 640	277 872	291 765	306 354	321 671
Vekst i %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Skyldig offentlige avg. (t)	264 640	277 872	291 765	306 354	321 671	337 755

9.12 Prognose av fremtidig kontantstrøm fra drift

Jeg har nå predikert verdiene til de ulike variablene til kontantstrømmen for perioden fra 2011 til 2016. Den nye fremtidige kontantstrømmen er presentert i Tabell 55.

Tabell 55: Fremtidig kontantstrømoppstilling

FRAMTIDIG KONTANTSTRØMOPPSTILLING FOR DIN-BIL						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KONTANTSTRØMMER FRA OPERASJONELLE AKTIVITETER						
Innbetaling fra salg av varer og tjenester	39 814 858	41 805 601	43 059 769	44 351 562	45 682 109	47 052 573
Utbetalinger for varer og tjenester for videresalg og eget forbruk	-35 188 341	-36 243 429	-36 637 170	-37 035 783	-37 439 343	-37 847 930
Utbetalinger til ansatte (lønnskostnad)	-3 167 168	-3 483 884	-3 658 078	-3 840 982	-4 033 032	-4 234 683
Innbetalinger av renter	1 064	1 091	1 118	1 146	1 174	1 204
Utbetaling av skatter og offentlige avgifter	-100 192	534	-602 339	-1 164 594	-1 120 498	-1 336 413
NETTO KONTANTSTRØM FRA OPERASJONELLE AKTIVITETER	1 360 222	2 079 912	2 163 299	2 311 309	2 099 411	2 634 751

9.13 Fremtidig avkastningskrav

Før jeg kan verdsette Din-Bil må jeg beregne de fremtidige avkastningskravene. Jeg vil benytte samme metode som i avkastningskapittelet hvor jeg beregnet de historiske avkastningskravene.

9.13.1 Fremtidig egenkapitalavkastning

Tidligere beregnet jeg risikofri rente ved hjelp av langsiktige statsobligasjoner med løpetid frem til 26.05.2021. Siden jeg trenger risikofri rente frem til 2016 benytter jeg den samme som tidligere da den uansett har løpetid til 2021. Altså er nominell risikofri rente 3,38 prosent. Markedsrisikopremien forblir også den samme som tidligere da jeg mener studien til Dimson, Marsh, & Staunon fra 2006 er god selv for fremtiden. Dermed blir markedsrisikopremien 3,5 prosent basert på geometrisk gjennomsnitt.

Betaverdien jeg opererte med under avkastningskapittelet er beregnet på historiske avkastninger for Bilia og verdensindeksen. Da jeg ikke vet den fremtidige avkastningen vil jeg benytte samme betaverdi i verdsettingen også. Dette fører til at egenkapitalavkastningskravet ikke endrer seg, altså er det på omlag seks prosent også i fremtiden.

9.13.2 Fremtidig gjeldsavkastning

Din-Bil får en annen sammensetning av gjeld og egenkapital i 2011, og dermed blir avkastningskravet til gjelden endret. Selv om det er forventet at langsiktig gjeld øker med kr 7.000.000 i 2011 er det kun kr 6.000.000 som er rentebærende. De resterende kr 1.000.000 er rentefritt frem til 2012. Jeg forutsetter at kassekreditten er den samme som i 2010. Jeg beregner gjennomsnittet av gjeldsfordelingen av 2011 og 2012 som fremtidig gjeldsfordeling og dermed blir den fremtidige gjeldsfordelingen for Din-Bil presentert i Tabell 56.

Tabell 56: Fremtidig gjeldsfordeling for Din-Bil

Gjeld	Kroner	Prosent
Langsiktig gjeld	6 674 974	85 %
Kassekreditt	1 195 938	15 %
<i>Totalt</i>	<i>7 870 912</i>	<i>100 %</i>

Den vektete fremtidige gjeldsavkastningen for Din-Bil blir dermed 7,33 prosent.

9.13.3 Fremtidig WACC

Jeg forventer at Din-Bils egenkapital øker med resultat etter skatt. I delkapittel 9.9 så vi fremtidig predikert resultat før skatt samt predikert skattekostnad. For 2011 tilsvarer dette en egenkapital på kr 2.209.523 mens egenkapitalen for 2012 blir kr 3.302.341. Jeg benytter gjennomsnittet for 2011 og 2012 slik som for gjeldsfordelingen og får dermed en egenkapital på kr 2.755.932. Fremtidig total kapital blir dermed kr 10.626.844, med 74 prosent gjeld og 26 prosent egenkapital. Det nye, fremtidige avkastningskravet og diskonteringsrenten for verdsettingen blir dermed 5,5 prosent.

Kapittel 10

Verdsetting av Din-Bil

10 Verdsetting av Din-Bil

Jeg har nå gjennomført grundige analyser av den strategiske posisjonen til Din-Bil og det historiske regnskapet. Dette danner grunnlaget for vekst og prognose, herunder fremtidig kontantstrømoppstilling og fremtidig avkastningskrav. Dette betyr at jeg nå har kommet til steg fem i Demirakos, Strong, & Walkers (2004) artikkel om fundamental verdsetting og vil verdsette Din-Bils fremtidige kontantstrømmer med WACC som diskonteringsrente. I forrige kapittel så vi at fremtidig WACC ble beregnet til 5,5 prosent.

Avkastningskravet jeg har benyttet i verdsettingen er basert på den forventede sammensetningen av gjeld og egenkapital, skattesatsen samt avkastningen til gjelden og egenkapitalen. Egenkapitalavkastningen er beregnet ved hjelp av langsiktige statsobligasjoner, risikopremien fra studien til Dimson, Marsh, & Staunon (2006), samt et estimat for Din-Bils beta beregnet grunnlag av avkastningen til Bilia AB. Gjeldsavkastningen er beregnet ut i fra opplysninger jeg har fått fra daglig leder og økonomiansvarlig i Din-Bil.

Kontantstrømmen som danner grunnlaget for verdsettingen er basert på opplysninger fremkommet i den strategiske analysen samt regnskapsanalysen.

Verdiestimatet på Din-Bils fremtidige kontantstrømmer er presentert i Tabell 57.

Tabell 57: Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer for Din-Bil

År	Kontantstrøm
2011	1 360 222
2012	2 079 912
2013	2 163 299
2014	2 311 349
2015	3 090 411
2016	3 778 502
NPV	11 970 989

Vi ser at nåverdien av Din-Bils fremtidige kontantstrømmer i perioden fra 2011 til 2016 er kr 11.970.989. Dette estimatet viser total kapitalverdien, og for å få egenkapitalverdien til Din-Bil trekker jeg fra verdien av gjelden. I kapittel ni så vi at fremtidig gjeldsfordeling for Din-Bil var kr 7.870.912. Dette gir en fremtidig egenkapitalverdi for Din-Bil på kr 3.995.822, altså er verdien av Din-Bils fremtidige kontantstrømmer i underkant av fire millioner kroner.

Kapittel 11

Konklusjon

11 Konklusjon

Denne masteravhandlingen ble utført med utgangspunkt i følgende problemstilling:

Hva blir verdien til det nye fusjonerte selskapet bestående av Din-Bil AS og DS Auto Dag Strand AS? Hvilke synergieffekter kan forventes av fusjonen? Hvordan ser fremtiden til selskapet ut etter fusjonen?

For å gi svar på det første spørsmålet i problemstillingen, som kanskje var hoveddrivkraften for oppgaven, har jeg utført en rekke analyser av Din-Bils situasjon før og etter fusjonen. Jeg har gjennomført strategiske og regnskapsmessige analyser. Videre har jeg analysert avkastningskrav og historisk vekst samt predikert fremtidige verdier for å sette opp en så korrekt kontantstrøm som mulig. Kontantstrømmen ble diskontert og en nåverdi for selskaps fremtidige kontantstrømmer fremkom. Fremtidige verdier ble predikert på grunnlag av den strategiske analysen samt opplysninger fra selskapet. Den historiske veksten er analysert med bakgrunn i regnskapsanalysen. Verdien jeg kom frem til på Din-Bil etter fusjonen er i underkant av fire millioner kroner.

For å utrede den andre delen av problemstillingen tok jeg utgangspunkt i teorien om vertikal integrasjon. Denne teorien går ut på om man skal utnytte interne transaksjoner fremfor markedstransaksjoner for å oppnå økonomiske mål. I denne analysen kom jeg frem til at det var både fordeler og ulemper med vertikal integrasjon men at fordelene var flest. En mulig synergi som følge av fusjonen er tiden og kostnadene selskapet sparer på forhandling, konstruksjon og håndheving av kontrakter, som er den største ulempen den tidligere organiseringen førte med seg.

Samtidig er det forventet at effektiviteten blir bedret ved fusjonen ved at daglig leder har beslutningsmyndighet til å ta avgjørelser på tvers av avdelingene. Dette fører sannsynligvis til raskere prosesser. Prosesser som ellers ville krevd mye tid da daglig leder i begge selskapene, i noen tilfeller også styret i begge selskapene, måtte engasjeres for å ta avgjørelser.

Det forventes også at konkurransesituasjonen til Din-Bil forsterkes ved at markedsføringsbudsjettet øker samtidig som selskapet kan annonsere for begge avdelingene

i én og samme annonse. I tillegg kan Din-Bil nå tilby bedre betingelser på ettermarkedstjenestene.

Faren ved fusjonen, som kan motvirke de positive synergieffektene, er lavere konkurrisiko. Dette kan føre til mindre effektive ansatte ved at de kan føle seg mindre overvåket i et større selskap. I tillegg kan kvaliteten på arbeidet de utfører bli dårligere. Disse problemstillingene mener jeg ikke vil være aktuelle i dette tilfellet da selskapet fortsatt er relativt lite.

Det siste spørsmålet i problemstillingen tar for seg fremtidsutsikter for Din-Bil etter fusjonen. Som vi har sett av regnskapsanalysen har den negative trenden vi så i tidligere år snudd. Det er ønskelig at denne gode trenden fortsetter etter fusjonen. Som nevnt flere ganger i oppgaven forventes oppkjøpet av bygget å gi store muligheter for selskapet i fremtiden. Ved å bygge ut verkstedet vil Din-Bil kunne ta imot flere kunder og på den måten møte pågangen. Samtidig vil kanskje en oppgradering av lokalene trekke nye kunder. Flere kunder på bilverkstedet vil trolig også gagne bilsalget da Din-Bil blir et alternativ når verkstedkundene skal bytte bil.

Selv om fusjonen fikk regnskapsmessig og skattemessig virkning 1. januar 2010, har ikke selve fusjonen virkning før 1. januar 2011. Første halvdel av 2011 har gått meget bra sammenlignet med tidligere år da rutiner har blitt endret og praksis skjerpet.

Regnskapet hittil i år (første halvdel av 2011) viser et underskudd i salgsavdelingen på omlag kr 90.000. Årsresultatet for samme periode er budsjettert til i overkant av kr 200.000. Likevel viser regnskapet for juni måned alene et overskudd på i underkant av kr 90.000. Dette er kr 40.000 bedre enn budsjettert for denne måneden og er et meget godt resultat for én måned. Det kan tyde på at salgsavdelingen har innarbeidet gode rutiner for salg av bil.

Tallene fra bilverkstedavdelingen ser enda lysere ut da de kan vise til et overskudd på i underkant av kr 500.000 i løpet av årets seks første måneder. Hele 60 prosent bedre enn budsjettert. I juni var resultat før skatt for bilverkstedet kr 200.000 mens budsjettet viser kr 9.000 for denne måneden. Men andre ord har bilverkstedet hatt en meget bra start på 2011.

Det samlede resultatet for begge avdelingene viser et overskudd på i underkant av kr 400.000 før skatt så langt i 2011. Første halvår viser altså et bedre resultat enn selskapet hadde for hele 2010.

Jeg konkluderer derfor med at fremtidsutsiktene etter fusjonen ser lyse ut for selskapet dersom de klarer å opprettholde dagens nivå.

11.1 Svakheter ved oppgaven

En mulig svakhet ved oppgaven kan være valg av sammenlignbare selskaper. Selv om selskapene jeg har sammenlignet med er tilfeldig utvalgt ble utvalgsprosessen begrenset på grunn av kriteriene jeg ønsket. Jeg kan dermed ha valgt selskaper som har prestert dårligere enn markedet for øvrig og på den måten overvurdert Din-Bils posisjon i markedet. På den andre siden kan jeg ha valgt selskaper som gjør det bedre enn markedet og dermed undervurdert markedsposisjonen.

En annen svakhet ved oppgaven er at synergieffektene kun blir synsing og at vi enda ikke har sett noen reell effekt som resultat av fusjonen. Som nevnt i teorikapittelet er det en utstrakt misforståelse at positive effekter av synergier er tilstrekkelige betingelser for lønnsomhet ved fusjoner. Da jeg ikke kan sette noen verdi på synergiene blir de dermed vanskelig å måle.

Variablene benyttet i utredningen av WACC kan utgjøre en svakhet for oppgaven, spesielt beta-verdien. Siden Din-Bil ikke er børsnotert og jeg ikke kunne oppdrive noen små bruktbilselskaper på Oslo Børs ble det nødvendig å benytte avkastningen til et større selskap for å beregne beta. Siden Bilia AB er Nordens største bilkjede har det naturlig nok høyere avkastning enn Din-Bil. Jeg håper å ha fanget opp noe av denne effekten ved at jeg hadde en rekke nullavkastninger i analysen som følge av manglende datapunkter. Dette har sannsynligvis ført til at beta for Bilia er noe undervurdert og at den dermed gir et forholdsvis godt estimat for Din-Bil.

Selve kontantstrømanalysen er basert på predikert vekst av fremtidige kontantstrømmer og følgelig er det fare for at disse prediksjonene er feil og at verdien av selskapet dermed over- eller undervurdert.

Bibliografi

18. juni 1965 nr. 4 vegtrafikklov.

Balakrishnan, S., & Wernerfelt, B. (1986). Technical Change, Competition and Vertical Integration . *Strategic Management Journal* , 347-359.

Boye, K., & Meyer, C. B. (1998). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economia* , 63-93.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc. .

Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2004). What Valuation Models do Analysts Use? *Accounting Horizons* , 221-240.

Dimson, E., Marsh, P., & Staunon, M. (2006). The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle.

Finansdepartementet. (2011). *Finansdepartementet*. Hentet Mars 14, 2011 fra Statsbudsjettet 2011: <http://www.statsbudsjettet.dep.no/Statsbudsjettet-2011/Artikler/Avgiftssatser-2011/>

Finansdepartementet. (2008, Mai 26). *Regjeringen.no*. Hentet Mars 14, 2011 fra

Finansdepartementet:

http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatte_og_avgifter/saravgifter/hvorfor-legges-bilavgiftene-om--engangs.html?id=512719

Gjedrem, S. (2008, September 16). *Norges Bank*. Hentet Mai 22, 2011 fra Pengepolitikk i et historisk perspektiv: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/foredrag-og-taler/2008/gjedrem-2008-09-16/>

Hamar Kommune. (u.d.). *Hamar Kommune*. Hentet mars 02, 2011 fra Hamar-regionen:

<http://www.hamar.kommune.no/hamar/www/site/hamar-regionen/>

Hamar Kommune. (2010). *Hamar Kommune*. Hentet mars 02, 2011 fra Befolkningsutvikling i Hamar:

<http://www.hamar.kommune.no/getfile.php/Bilder/Hamar/Artikkelbilder/Organisasjonen/R%E5dman%20og%20staber/Befolkningsutvikling.pdf>

Hoff, K. G., Voldsund, T., & Hansen, S. K. (2007). *Analyse av finansregnskapet*. Oslo: Universitetsforlaget.

Joskow, P. L. (1988). Asset Specificity and the Structure of Vertical Relationships: Empirical Evidence. *Journal of Law, Economics and Organization* , 95-117.

Kinserdal, A. (2001). *Finansregnskap med analyse - Del 2*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Kuznets, S. (1973). Modern Economic Growth: Findings and Reflections. *The American Economic Review* , 247-258.

Lafontaine, F., & Slade, M. (2007). Vertical Integration and Firm Boundaries: The Evidence. *Journal of Economic Literature* , 629-685.

Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven).

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 261-297.

Mintzberg, H. (1987). The Strategy Concept I: Five Ps For Strategy. *California Management Review*, 11-24.

Norstart. (2011, mars 11). *Norstart norsk elbilforening*. Hentet mars 24, 2011 fra Elbilmarkedet i stor endring: <http://www.elbil.no/elbiler/321-elbilmarkedet-i-stor-endring>

Oslo Børs. (2011, Mai 26). *Oslo Børs*. Hentet Mai 27, 2011 fra Den Norske Stat : http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/bondOverview?newt__ticker=NST474&newt__menuCtx=1.2.20

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

Roos, G., Von Krog, G., Roos, J., & Lisa, F. (2005). *Strategi - en innføring*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad og Bjørke.

Servaes, H. (1996). The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave. *The Journal of Finance*, 1201-1225.

Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 425-442.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic Management Journal*, 51-59.

Statistisk Sentralbyrå. (u.d.). *Statistisk Sentralbyrå*. Hentet mars 16, 2011 fra Registrerte kjøretøy, etter kjøretøygruppe og bilmerke (K): http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvarval/define.asp&Tabellid=07832

Statistisk Sentralbyrå. (n.d.). *Statistisk Sentralbyrå*. Retrieved mars 24, 2011, from Registrerte kjøretøy, etter kjøringens art og drivstofftype (K): http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selecttable/hovedtabellHjem.asp&KortnavnWeb=bilreg

Statistisk Sentralbyrå. (2010). *Statistisk Sentralbyrå*. Hentet mars 2, 2011 fra Tall om Hamar kommune: http://www.ssb.no/kommuner/hoyre_side.cgi?region=403

Statistisk Sentralbyrå. (2011). *Statistisk Sentralbyrå*. Hentet 05 22, 2011 fra Statistikkbanken: <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/saveselections.asp>

Statistisk Sentralbyrå. (2011, Februar 17). *Statistisk Sentralbyrå*. Hentet Mai 22, 2011 fra Konjunkturtrendene for Norge og utlandet: <http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>

Tirole, J. (1999). Incomplete Contracts: Where Do We Stand? *Econometrica*, 741-781.

Toll- og Avgiftsdirektoratet. (2011, Januar 1). *Toll Custom* . Hentet Mars 14, 2011 fra Engangsavgift på Motorvogner, mv. 2011:

<http://www.toll.no/upload/Dokumenter/avgiftsrundskriv/2011engangsavgift%20endelig.pdf>

Transportøkonomisk Institutt. (2002). *Trafikksikkerhetshåndboken*. Hentet mars 02, 2011 fra Godkjenning og kontroll av verksteder: <http://tsh.toi.no/?72261>

Wilde, O. (1892). *Lady Windermere's Fan*. St James Theatre, London.

Williamson, O. E. (1971). The vertical Integration of Production: Market Failure Considerations. *The American Economic Review* , 112-123.

Williamson, O. E. (1979). Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law and Economics* , 233-261.

Appendiks

Appendiks 1: Omgruppert balanse for DS Auto

Tabell 58: Omgruppert balanse for DS Auto

EIENDELER FOR DS AUTO							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EIENDELER							
Anleggsmidler							
Immatrielle eiendeler							
Utsatt skattefordel	-	1 400	10 640	22 960	34 518	42 168	87 590
Varige driftsmidler							
Driftløstøre, inventar, verktøy, kontorm.	163 100	167 000	150 000	102 000	114 000	278 734	437 157
Finansielle anleggsmidler							
Investeringer i aksjer og andeler	-	5 000	-	-	100 000	50 000	95 000
Obligasjoner og andre fordringer	34 000	-	-	-	-	-	-
Sum anleggsmidler	197 100	173 400	160 640	124 960	248 518	370 902	619 747
Omløpsmidler							
Minst likvide omløpsmidler							
Varer	44 820	71 800	101 000	172 900	274 411	199 600	279 390
Mest likvide omløpsmidler							
Kundefordringer	155 152	306 761	238 345	298 527	353 209	301 269	260 239
Andre fordringer	43 439	31 179	65 636	124 226	255 327	387 557	201 034
Bankinnskudd, kontanter o.l	147 640	276 145	407 090	377 190	651 484	242 940	157 144
Sum omløpsmidler	391 051	685 885	812 071	972 843	1 534 431	1 131 366	897 807
SUM EIENDELER	588 151	859 285	972 711	1 097 803	1 782 949	1 502 268	1 517 554