ME-302 – Innleveringsinformasjon som skal ligge foran forside på oppgaven:

Oppgavetittel: Verdsettelse før og etter generasjonsskifte

Forfattere: Eirik Berg Hansen og Selma Hasić

Innleveringsdato: 30.05.17

[x] Jeg/vi bekrefter at jeg/vi ikke siterer eller på annen måte bruker andres arbeide uten at dette er oppgitt, og at alle referanser er oppgitt i litteraturlisten.

Kan oppgaven brukes til undervisningsformål?

[x] Ja [ ] Nei

Inneholde oppgave bedriftsinformasjon som gjør at den må behandles konfidensielt?

[ ] Ja [x] Nei

Dersom gruppen markere «ja» til at oppgaven inneholder bedriftsinformasjon som gjør at den skal behandles konfidensielt, bes sensor om å makulere eventuelle papirkopier etter sensur og slette elektroniske kopier. Etter frist for eventuell klagesensur vil elektronisk versjon også slettes fra innleveringsmappen i fronter.

UNIVERSITETET I AGDER

Verdsettelse før og etter generasjonsskifte

EIRIK BERG HANSEN
SELMA HASIĆ

VEILEDER
Glenn Qvam Håkonsen

Universitetet i Agder, 2017
Handelshøyskolen
Institutt for økonomi

Forord

Denne hovedoppgaven er en avsluttende del av bachelorgraden i Økonomi og Administrasjon ved Handelshøyskolen, UiA.

Prosessen frem til denne ferdige oppgaven har vært lang og lærerik. Vi har tilegnet oss praktisk kunnskap i hva det vil si å estimere verdi av firmaer som ikke er børsnoterte, i tillegg til finansiell teori. Dette presset oss langt for å finne en god løsning, men det gjorde oss mer selvstendige. Vi er også en erfaring rikere, og vi ville ikke vært foruten.

Selv om det til tider har vært krevende og tungt, og det var dager da det føltes håpløst, kom vi oss i mål til slutt. Det var spesielt to personer som gjorde denne oppgaven mulig, og som hjalp oss gjennom den lange prosessen. Vår veileder Glenn Qvam Håkonsen, og regnskapsfører Arnt Steven Ropstad fra Lundens Regnskapsservice AS.

Kristiansand, 30.mai 2017

Innholdsfortegnelse

FORORD **2**

SAMMENDRAG **5**

1.INNLEDNING **6**
1.1 BAKGRUNN 6
1.2 PROBLEMSTILLING 6

2. METODE **7**
2.1 INNHENTING AV DATA 8

3. EVJE OG VENNESLA BEGRAVELSESBYRÅ AS **8**
3.1 BEGRAVELSESBYRÅMARKEDET 8
3.2 SWOT ANALYSE 9

4. REGNSKAPSANALYSE **10**
4.1 GENERELT OM REGNSKAPSANALYSE 10
4.2 BEREGNING AV NØKKELTALL 11
4.2.1 Rentabilitet og lønnsomhetsanalyse. *11*
4.2.2 Likviditet *12*
4.2.3 Soliditet *13*
4.2.4 Regnskapsanalyse av bedriften. *14*
4.3 REGNSKAPSANALYSE EVJE OG VENNESLA BEGRAVELSESBYRÅ AS 14
4.3.1 Kritisk gjennomgang av regnskapsmateriale. *14*
4.3.2 Resultat av regnskapsanalysen for Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS *15*
4.3.3 Likviditetsanalyse *17*
4.3.4 Soliditetsanalyse *17*
4.3.5 Vurdering *18*

5. VERDSETTELSE **19**
5.1 KONTANTSTRØMMETODEN 19
5.2 MARKEDSMULTIPLER 20
5.3 NORMALRESULTATMETODEN 20
5.4 DIVIDENDEMODELL 20
5.5 SUBSTANSVERDIMETODEN 21
5.6 AVKASTNINGSKRAV 21

6. VERDSETTELSE AV BEDRIFTEN **21**
6.1 VERDSETTELSE AV EVJE OG VENNESLA BEGRAVELSESBYRÅ AS 21
6.2 KONKLUSJON EVJE OG VENNESLA BEGRAVELSESBYRÅ AS. 25

7. BM SKILT AS **26**
7.1 INTRODUKSJON AV BEDRIFT OG MARKED 26
7.2 SWOT ANALYSE 27

8. REGNSKAPSANALYSE BM SKILT AS **28**
8.1.1 Kritisk gjennomgang av regnskapsmateriale. *28*
8.1.2 Resultat av regnskapsanalysen for BM Skilt AS *28*
8.1.3 Likviditetsanalyse *30*
8.1.4 Soliditetsanalyse *31*
8.1.5 Vurdering *32*

9. VERDSETTELSE AV BM SKILT AS **32**
9.1 KONKLUSJON BM SKILT AS 35
10. KONKLUSJON **35**
BIBLIOGRAFI **37**
VEDLEGG **39**
Vedlegg 1 ..... *39*
Vedlegg 2 ..... *40*
Vedlegg 3 ..... *40*
Vedlegg 4 ..... *41*
Vedlegg 5 ..... *41*
Vedlegg 6 ..... *42*
Vedlegg 7 ..... *42*
Vedlegg 8 ..... *43*
Vedlegg 9 ..... *43*
Vedlegg 10 ..... *44*
Vedlegg 11 ..... *45*
Vedlegg 12 ..... *46*
Vedlegg 13 ..... *47*
Vedlegg 14 ..... *48*
Vedlegg 15 ..... *49*
Vedlegg 16 ..... *50*

Sammendrag

Vi har i denne oppgaven verdsatt Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS og BM skilt AS før og etter et generasjonsskifte internt i bedriftene. I det første kapittelet begrunnes oppgaven, og vi forteller litt om grunnen til at vi valgte nettopp dette. I tillegg presenteres selve problemstillingen.

I kapittel to er det en gjennomgang av metodevalg og innhenting av data. Neste kapittel tar for seg Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS, hvor bedriften og markedet presenteres, og det blir foretatt en SWOT analyse. Dette er viktige deler av analysen da mange tall som skal til for en verdsettelse ikke er tilgjengelige, og vi var nødt til å ta en del antagelser basert på dette. Grunnen er at verdien må være logisk og knyttet til både interne og eksterne forhold per dags dato. I kapittel 4 finner man regnskaps- og soliditetsanalysen.

Verdsettelsen skjer i kapittel 6, men metoden blir gjennomgått i kapittel 5. Her finner man også ulike typer og metoder for verdsettelse, og vår tilnærming begrunnes. Kapittel 6 inneholder også konklusjon på verdsettelsen til Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS. Presentasjonen av BM skilt AS følger i kapittel 7, hvor SWOT analyse og en liten analyse av markedet er inkludert. I de neste kapitlene går vi rett inn på analyser og utregninger, siden redegjørelse er gjort tidligere i oppgaven. Dette kan man se i kapittel 8 som inneholder regnskapsanalysen, og kapittel 9 som omhandler verdsettelsen. Kapittel 9 inneholder også konklusjonen av verdsettelsen av BM Skilt AS.

Kapittel 10 er det siste kapittelet i oppgaven før vedlegg og bibliografi. Det ble en kort konklusjon som er i tråd med problemstillingen, og som oppsummerer de to tidligere konklusjonene vi kom frem til. Hovedjobben med oppgaven er gjort i delkonklusjonene underveis.

1.Innledning

Tidlig i prosessen om å finne en problemstilling knyttet til verdsetting av bedrifter ved et generasjonsskifte kom vi over mange oppgaver som omhandler det skatterettslige aspektet, og kun det. Det var lite å finne som tok for seg hele bedriftens verdi før og etter et skifte.

Det første man kanskje tenker og forventer kan skje i en slik situasjon, er at egenkapitalen blir betraktelig mindre, slik at tidligere eier får litt ekstra med seg når han eller hun går av. Dette var en ting vi var spesielt interessert i å sjekke, og slik ble denne oppgaven utformet. Dessverre hadde ikke bedriftene mulighet til å levere mye informasjon utover det som er offentlig tilgjengelig. Selv om regnskap ble levert fra Lundens Regnskapsservice AS, så var det ikke mye som var utilgjengelig via Proff Forvalt fordi begge selskapene er aksjeselskaper. På bakgrunn av dette valgte vi å verdsette bedriftene med et utvendig perspektiv. Med andre ord så blir bedriftene verdsatt fra en investors perspektiv, selv med delvis tilgang til regnskapstall fra Lundens Regnskapsservice AS.

1.1 Bakgrunn

Oppgaven kom som en ide gjennom å delta på kurset ME-302, og den ble mer spesifisert etter å ha vært på møte med Lundens Regnskapsfirma AS, i tillegg til veiledning med veileder. Dette kursets mål er å ta store deler av kunnskap vi har samlet opp etter å ha startet på denne utdanningen, og kombinere forskjellige fag for å kunne besvare en større oppgave. Alt vi har lært tidligere gjennom bøker og oppgaver, blir nå satt i praksis, og vi skal løse en ekte oppgave med ekte regnskapstall.

1.2 Problemstilling

I denne bacheloroppgaven vil vi se nærmere på hvilken effekt et generasjonsskifte vil ha på verdien av et selskap, og om den vil endre seg. Mer spesifikt skal vi verdsette to selskap før og etter et slikt skifte, og se om det følger med store endringer. Begge firmaene hadde et nylig skifte, og det er derfor ikke mange årsregnskap å se på etter skiftet, men det kan være nok til å se en mulig trend. Vi fant ikke mye forskning/oppgaver på denne spesifikke problemstillingen, så det er interessant å se om vi klarer å finne trender i verdiendring til bedrifter som har gjennomgått eller gjennomgår generasjonsskifter.

Problemstillingen konkret: "*Hvilken innvirkning har et generasjonsskifte i en bedrift på verdien av selskapet?*".

Siden det finnes en rekke forhold som er med på å påvirke verdien, så avgrenser vi faktorer til kun poster som finnes i årsregnskapet. Faktorer som blir sett på i denne oppgaven vil i hovedsak begrenses til endring i egenkapital, egenkapitalrentabilitet, gjeldsgrad og lignende regnskapsmessige tall.

2. Metode

I denne oppgaven er det naturlig å bruke en kvantitativ metode, som vil si at innsamlet data uttrykkes i mengde- eller tallenheter (Gripsrud, Olsson, & Silkoset, 2010, s. 79). Dette fordi vi behandler store mengder regnskap, og så foretar en regnskapsanalyse. Regnskapstall har vi fått tilsendt av Lundens Regnskapsservice AS, i tillegg til å ha hentet regnskapsdata fra forvalt.no. Etter å ha hentet inn tall, legger vi dataen inn i programmet Excel før vi regner ut verdier nødvendige for å verdsette selskapet. Dette gjorde vi for hver bedrift nevnt, og så til slutt utførte vi analysen av resultatene.

Teorien anvendt er hovedsakelig basert på tidligere lærerbøker vi har hatt her på universitetet, i tillegg til gamle verdsettingsoppgaver. Stort sett er bacheloroppgaven bygget på formler for utregning av verdi. Det finnes mange ulike lærebøker og ulike vurderinger av hvilke metoder som vil gi mest mulig korrekt svar i forhold til virkeligheten, men vi velger å bruke noen av de mer anerkjente metodene.

Konklusjonen av analysen vil kunne bekrefte eller avkrefte om det skjer store endringer i verdi av et selskap etter et generasjonsskifte. Det er viktig å påpeke at vår oppgave kun tar for seg to selskap, noe som gjør at grunnlaget for en generalisering ikke finnes. For å kunne generalisere effektene og utfallene trenger man et større utvalg av selskaper. Det kan derimot vise seg at disse firmaene viser et mønster som enten er representativt for flere bedrifter, eller at det kun er tilfeldig og bare er gjeldende for bedriftene som er tatt med i denne oppgaven som casebedrifter.

Derfor vil vår konklusjon mest sannsynlig ikke kunne brukes i andre bedrifter som en mal, men metodikken og utregningene kan være nyttige. Prosessen som ble brukt for å komme frem til svaret er universell.

2.1 Innhenting av data

Sekundærdata er det som er mest relevant for problemstillingen. Sekundærdata vil kort forklart være data tidligere samlet av andre, altså andrehåndsinformasjon (Gripsrud et al., s. 39). Årsregnskap og budsjetter er tidligere innhentet og behandlet data som regnskapsførere har satt sammen. I tillegg til regnskapstall har vi brukt tidligere masteroppgaver, lærebøker og noen webområder.

3. Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS

3.1 Begravelsesbyråmarkedet

Generelt blir bransjen sett på som litt mørk og trist, så det er ofte ikke en service en person sjekker opp og informerer seg om før det er nødvendig. Likevel utfører begravelsesbyråer nødvendige tjenester som en ikke kan unngå. Det er absolutt et lønnsomt marked siden de fleste ikke har mulighet til å investere mye tid til planlegging, innkjøp og alt annet som må med i en begravelse. I tillegg er dette en trist tid for nærmeste familie, og da kan god hjelp og veiledning være til stor hjelp.

Markedet i seg selv er ikke nytt, det har vært til stede i mange år. Begravelsesbyråer tilbyr tjenester, og i mange tilfeller god bistand og veiledning til pårørende. De vanligste begravelsesmetodene er vanlig kistebegravelser og kremering. Selv om begravelser stammer fra religiøse tradisjoner så er det ikke kun forbunnet med kirker, moskeer, templer osv. lenger. Det vil si at markedet er stort i dag, religiøs eller ikke, alle skal begraves eller kremeres. Det finnes til og med bistand fra stat om man ikke er i stand til å betale for dette, eller om man ikke kan lokalisere noe familie til den avdøde (NAV, 2016).

Ifølge NAV så kan man søke om å få tildelt gravferdsstønad som skal hjelpe å dekke de faktiske og nødvendige utgiftene til gravferden. Dette beløpet har en øvre grense på 22 723 NOK. Dersom avdøde har fylt 18 så kan beløpet bli avkortet. Avkortelsen er basert på

forsikringssum utbetalt som direkte følge av dødsfallet, formue, samt annen pensjon utbetalt måneden etter dødsfallet (NAV, 2016).

I et intervju med Dinside sier Gunnar Hammersmark (Direktør ved Virke Gravferd) at en begravelse i snitt koster mellom 30 000 og 50 000, men prisene varierer stort mellom 14 000 og 95 000, alt etter hvor mange tjenester en ønsker, hvor mange som deltar i begravelsen, lokasjon, dekorasjon, kistevalg osv. (Rognø, 2017). Disse prisene stemmer godt over ens med prisene Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS opererer med, hvor laveste pris er kroner 17 203 og høyeste pris er kroner 71 875 (Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS, 2017).
Når alt dette er sagt så avhenger omsetting i bransjen av dødsrate, prisøkninger, produkt mix, og lover, regler samt standarden i et bestemt land.

3.2 SWOT analyse

En SWOT-analyse er et verktøy som brukes for å få et generelt overblikk over et firmas styrker, svakheter, muligheter og trusler (Koetler, Keller, Brady, Goodman, & Hansen, 2012). For at resultatene skal gi meningsfulle svar, og være til hjelp i en analyse, må det deles inn i to deler. Den ene delen er eksterne forhold som ligger utenfor bedriften, som muligheter og trusler. Andre delen handler om firmaet internt, altså dens styrker og svakheter. Eksterne forhold er vanskelig å kontrollere og forutse da det kan ligge mange ukontrollerbare faktorer bak. Det som er mulig å analysere og forutse bør bli inkludert for å kunne identifisere muligheter og forberede bedriften på trusler.

SWOT analysis	**Helpful** to achieving the objective	**Harmful** to achieving the objective
Internal origin (Attributes of the organization)	Strengths	Weaknesses
External origin (Attributes of the environment)	Opportunities	Threats

(Koetler et.al, 2012).

Evje og Vennesla Begravelsesbyrå

- Styrker: Det er en familiebedrift stiftet på 60-tallet, og som ble et AS i 1995 (Evje og Vennesla Begravelsesbyrå, 2017). Det vil si at de har en lang tradisjon, og erfaringsmessig står disse bedriftene sterkest i markedet. De fleste begravelsesbyråene i dag har vært til stede i mange år. Sammenlignet med andre nettsider, er deres nettside veldig god. Det er en styrke fordi det er lettere å navigere seg frem til priser, døgnåpen telefon og tjenester. Folk ønsker som regel å gå med den enkleste løsningen, og en god informasjonsside hjelper med dette.
- Svakheter: Vanskelig å generere stor vekst i omsetning fordi markedet er såpass stabilt og stillestående.
- Muligheter: I Vennesla finnes det ikke konkurranse til dette firmaet. Evje og Vennesla Begravelsesbyrå er det eneste begravelsesbyrået i byen, mens det finnes to direkte konkurrenter i Evje (Gautestad Gravferdsbyrå og Evje Begravelsesbyrå). Det at det er relativt lite konkurranse i nærmiljøet kan være positivt, men for å ikke bli byttet ut med andre byråer i fylket bør de gripe alle muligheter til forbedring. Forbedring i den forstand at de forsøker å differensiere seg mer fra konkurransen.
- Trusler: Gautestad Gravferdsbyrå og Evje Begravelsesbyrå i Evje. Eventuelt kan kunder velge å benytte begravelsesbyrå andre steder, som for eksempel konkurrenter i Kristiansandsområdet. I Vest-Agder er det totalt 9 begravelsesbyråer, 2 av de ligger i Kristiansand (Proff Forvalt, 2017). Dette inkluderer ikke kirker som kan assistere med begravelsen.

4. Regnskapsanalyse

4.1 Generelt om regnskapsanalyse

I regnskapet registreres alle transaksjonene bedriften foretar seg. På grunnlag av disse registreringene beregnes periodens resultat og formuesstilling (balansen) på oppgjørstidspunktet. Regnskapet er imidlertid ikke bare et registreringsinstrument, men brukt på den riktige måten kan regnskapet gi ledelsen, og interessenter en rekke informasjon som er nødvendige for å kunne styre bedriften og gjøre inverteringer i bedriften. Eksempelvis når man skal gjennomføre budsjetteringer for kommende år bygger man i stor grad på tidligere

regnskapshistorikk. Også ved verdisetting for investeringer for utenforstående investorer er regnskapstallene en viktig del ved vurderingen av aksjekjøp (Boye, 1983, s. 7). Det er dette som skal gjøres i denne oppgaven. Vurdere et selskaps verdi ut i fra regnskapstallene funnet på forvalt.no som er offentlig tilgjengelige tall, og med regnskapstall utgitt av Lundens Regnskapsservice AS.

4.2 Beregning av nøkkeltall

Nøkkeltall lages for å finne ut av regnskapets bakenforliggende forhold. Vi kommer i denne oppgaven til å kategorisere nøkkeltallene i tre forskjellige kategorier for å sette lys på bedriftens regnskap og virksomhet:

1. Rentabilitet / lønnsomhetsanalyse
2. Likviditet
3. Soliditet

4.2.1 Rentabilitet og lønnsomhetsanalyse.

Resultatet er avgjørende for en bedrifts mulighet for overlevelse og utvikling. Analyser av resultatet er derfor meget viktige. Et av de viktigste resultatsuttrykkene er totalkapitalrentabiliteten (TKR). Dette forholdstallet er definert som den totale kapitalgodtgjørelsen i forhold til totalkapitalen. Uttrykket for TKR blir dermed slik som vist under (Kristoffersen, 2005, s. 413).

$$TKR = \frac{Driftsresultat + Finansinntekter}{Gjennomsnittlig\ totalkapital}$$

Totalkapitalen kan defineres forskjellig. Noen tar utgangspunkt i sysselsatt kapital, altså hele balansesummen med fradrag for rentefri gjeld, mens andre tar med alle balanseposter og derfor også hele balansesummen. I vår oppgave velger vi å bruke hele balansesummen. I praksis anses normalt en totalkapitalrentabilitet på 12-15% å være tilfredsstillende (Boye & Koekebakker, 2014, s. 322).

Egenkapitalrentabiliteten (EKR) er også et mål for lønnsomheten i bedriften som anvendes til analyser. I denne måleenheten settes resultatet opp som et forholdstall til egenkapitalen i bedriften. Egenkapitalen kan være egenkapitalen ved årets begynnelse eller en gjennomsnittsstørrelse. EKR er som regel vesentlig høyere enn det TKR er da man som regel tjener på gjelden når TKR er høyere enn gjennomsnittlig gjeldsrente. EKR er sterkt påvirket av hvordan bedriften er finansiert, det vil si forholdet mellom egenkapital og gjeld. Det er derfor ikke muligheter for å kunne stille et generelt krav til EKR. Av samme grunn er EKR et lite egnet måltall når man vil sammenligne inntjeningen for forskjellige bedrifter (Boye, 1999, s. 353). Egenkapitalrentabiliteten regnes ut på følgende måte:

$$Egenkapitalrentabilitet = \frac{Ordinært\ resultat}{Egenkapital}$$

4.2.2 Likviditet

Hensikten med en likviditetsanalyse er å kartlegge om bedriften kan innfri sine betalingsforpliktelser etter hvert som de forfaller. Ettersom omløpsmidler er eiendeler som transformeres til likvider i løpet av den nærmeste fremtid og kortsiktig gjeld er gjeld som forfaller om kort tid, må arbeidskapitalen si noe om bedriftens likviditet. Det absolutte beløp er imidlertid avhengig av bedriftens størrelse, noe som kan gjøre sammenligning av bedrifter vanskelig. For å oppnå en mulighet for sammenlignbarhet beregnes det i stedet forholdstall. Disse er som følger:

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

$$Likviditetsgrad\ 2 = \frac{Omløpsmidler - varer}{Kortsiktig\ gjeld}$$

I følge tradisjonell lære bør likviditetsgrad 1 minst utgjøre 2, mens likviditetsgrad 2 bør være større enn 1 i henhold til tommelfingerregelen (Boye, 1983, s. 57). Ser vi derimot til nyere kilder kan den tradisjonelle normen til likviditetsgrad 1 vanskelig forsvares og bør ikke tas

høytidelig. Dette fordi regnskapsstatistikken for aksjeselskap viser at forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld er lik 1,06 (Boye & Koekebakker, 2014, s. 274).

4.2.3 Soliditet

Soliditet er bedriftens evne til å bære tap. Bedriftens evne til å bære et tap er avhengig av hvordan bedriften er finansiert. Det er derfor interessant å se på relasjonen mellom egenkapitalen og totalkapitalen, også kjent som egenkapitalprosenten (Boye, 1983, s. 60).

$$Egenkapitalprosent = \frac{Egenkapital}{Totalkapital}$$

I følge Boye er det vanlig å ta med all kapital ved beregning av egenkapitalprosenten (Boye, 1999, s. 361). Egenkapitalprosenten i norske industribedrifter er i gjennomsnitt rundt 30%. Dette er noe lavt. Mange er av den oppfatning at større bedrifter bør ha en egenkapitalprosent på ca. 40%. Ser vi til aksjeloven §3-4 sier den:" *Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet."* Dette gjør at det er litt slingringsmonn for hva som kan ansees som høy nok egenkapitalandel. Selskapets styre er dog pålagt under aksjeloven § 3-5 å vurdere om selskapets egenkapitalsituasjon er tilfredsstillende, og om så ikke er tilfellet, må selskapet iverksette nødvendige tiltak for å endre situasjonen. Det samme gjelder om selskapets egenkapital faller under halvparten av aksjekapitalen.

I følge Boye og Koekebakker er kravet til egenkapitalprosenten sjelden lavere enn 20-25%, så som vi ser så er det litt variasjon når det kommer til hva som er kravet til egenkapitalandelen (Boye & Koekebakker, 2014, s. 146).

En annen måte å uttrykke soliditeten på er gjennom rentedekningsgraden som er definert på følgende vis (Tofteland, 2014, s. 213):

$$Rentedekningsgrad = \frac{Årsresultat + Skattekostnad + Rentekostnader}{Rentekostnader}$$

Forholdstallet er et uttrykk for hvor mange resultat-før-skatt-kroner som er tilgjengelige for å møte hver krone som er nødvendig for å innfri påløpte renteforpliktelser, eller hvor mange ganger selskapet evner å dekke årets regnskapsførte rentekostnader med utgangspunkt i resultat før skattekostnad. En rentedekningsgrad på 1 er en indikator på at selskapet befinner seg i en meget risikofylt situasjon (Tofteland, 2014, s. 213), mens en bedrift med rentedekningsgrad høyere enn 3 anses som solid (Boye, 1999, s. 361). I motsetning så ansees en rentedekningsgrad lavere enn 3 som svakt.

Forholdstallet man får her forteller hvor mange ganger resultatet før rentekostnader overstiger rentekostnaden. Des høyere forholdstallet er, desto mer solid er bedriften.

Ved vurdering av forholdstallene må man ha et sammenligningsgrunnlag. Følgende sammenligningsgrunnlag nyttes (Boye, 1999, s. 363):

1. Tilsvarende tall fra samme bedrift for tidligere perioder
2. Tilsvarende tall fra andre bedrifter i bransjen
3. Standarder. Kredittvurderere mv. har utviklet standarder på grunnlag av erfaringer.

4.2.4 Regnskapsanalyse av bedriften.

Regnskapsanalysen bygger på tallene oppgitt i regnskapene som er hentet fra forvalt.no. Her ligger tidligere årsregnskap tilgjengelig for offentligheten. Vi har også fått tilgang til årsregnskapene fra 2015 og 2016 gjennom Lundens Regnskapsbyrå AS hvor det ligger mer informasjon enn det som har vært tilgjengelig på forvalt.no.
Videre skal vi foreta en regnskapsanalyse for Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS.

4.3 Regnskapsanalyse Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS

4.3.1 Kritisk gjennomgang av regnskapsmateriale.

Ved gjennomgang av de offentlige regnskapstallene til Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS kan vi ikke finne poster som skiller seg vesentlig ut fra tidligere år, bortsett fra overføringer til/fra annen egenkapital. I 2014 er overføringene inn på kr 6 000, mens i 2015 og 2016 er overføringene ut av bedriften henholdsvis kr 1 100 000 og 255 000 (Vedlegg 16). Da

overgangen til ny generasjon har skjedd på dette tidspunkt antas det at tidligere eier har tatt ut kapital.

Vi finner det ikke nødvendig å endre regnskapspostene for analytiske formål da regnskapet er i tråd med regnskapsloven §6-1 og §6-2 og at det opplyses om at" *det ikke har inntruffet andre forhold etter regnskapsårets slutt som har betydning for det fremlagte årsregnskapet*" (Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS, 2015). Vi antar derfor at det samme gjelder for tallene de tidligere og senere år da vi ikke har tilgang til dokumenter som sier noe annet.

4.3.2 Resultat av regnskapsanalysen for Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS

Lønnsomhetsanalyse Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS

Resultatene fra lønnsomhetsanalysen ble som følger:

Nøkkeltall	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilitet										
Totalkapitalrentabilitet	21,44 %	11,04 %	60,94 %	38,51 %	37,67 %	40,93 %	21,27 %	17,44 %	21,77 %	33,10 %
Egenkapitalrentabilitet før skatt	47,84 %	30,88 %	187,48 %	80,92 %	67,21 %	65,96 %	32,25 %	26,75 %	52,31 %	229,96 %
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	34,13 %	21,89 %	134,92 %	57,78 %	48,34 %	47,36 %	23,24 %	19,31 %	38,54 %	175,31 %

Både totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten har svingt en del gjennom tidene, men som vi ser ut i fra tallene har egenkapitalrentabiliteten nådd en topp året etter egenkapitalen har blitt tatt ut (2016). Dette er å forvente da totalkapitalrentabiliteten ikke har endret seg mye. Når finansieringen endres til mer gjeld og mindre egenkapital vil egenkapitalrentabiliteten øke. Dette grunnet endret forhold mellom egenkapital og gjeld, da man for å finne egenkapitalrentabiliteten finner forholdet mellom ordinært resultat og egenkapital.

Begravelsesbyrå Sørlandet	2014	2015
Totalkapitalrentabilitet	11,9%	19,2%
Egenkapitalrentabilitet	76%	134%

(Utdrag fra vedlegg 1 og vedlegg 2)

For begravelsesbyrået på Sørlandet var gjennomsnittlig totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet etter skatt som vist ovenfor. Sammenligner vi dette med tallene til Evje

og Vennesla Begravelsesbyrå AS ser vi at totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten blir som uthevet under.

Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS	2014	2015
Totalkapitalrentabilitet	17,44%	21,77%
Egenkapitalrentabilitet	19,31%	38,54%

Som vi ser ut i fra tallene så er det relativt stor differanse mellom den gjennomsnittlige EKR til begravelsesbyråer på Sørlandet og til Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS. Dette kan skyldes forskjell i finansieringsstrukturen. Når det kommer til differansen i TKR kan dette skyldes flere faktorer, blant annet kan det være at bedriftene bruker litt forskjellige regnskapsprinsipper og vurderingsregler. Det gjør det derfor vanskelig å kunne peke på en enkelt grunn til differansen.

For å se utviklingen på kostnadene har vi beregnet forholdstallet mellom forskjellige kostnadsposter og omsetningen. De forskjellige kostnadene vi har sett på opp mot omsetningen er: Varekostnad, personalkostnad, herunder lønn, og driftskostnad. Resultatene ble som følger:

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Varekost % av omsetning	40,80 %	27,21 %	31,79 %	32,87 %	32,30 %	31,98 %	29,60 %	31,00 %	33,21 %
Andre driftskostnader % av omsetning	-0,19 %	32,06 %	32,58 %	28,99 %	39,79 %	33,48 %	32,54 %	26,59 %	36,10 %
Lønnskostnad	24,90 %	21,47 %	26,94 %	16,25 %	21,38 %	19,03 %	17,53 %	25,86 %	24,54 %
Omsetningsøkning		30,27 %	30,44 %	22,10 %	-22,25 %	34,80 %	22,64 %	18,89 %	-1,75 %

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Varekost % av omsetning	31,19 %	32,43 %	26,30 %	22,61 %	26,65 %	23,45 %	24,30 %	26,81 %	21,67 %	30,50 %
Andre driftskostnader % av omsetning	29,60 %	30,45 %	23,23 %	27,46 %	24,76 %	26,15 %	31,33 %	30,14 %	31,32 %	18,48 %
Lønnskostnad	27,36 %	28,65 %	22,56 %	24,95 %	23,30 %	20,85 %	25,09 %	26,15 %	28,50 %	28,32 %
Omsetningsøkning	23,62 %	10,60 %	28,79 %	0,10 %	14,69 %	16,00 %	-0,71 %	0,79 %	8,86 %	12,78 %

Som vi ser ut i fra tallene i tabellen har kostnadene i forhold til omsetning holdt seg relativt stabile. Dette tyder på at bedriften har hatt kontroll på kostnadene i forhold til endringer i omsetningen. Økningen i omsetningen har dog ikke vært like stabil. Dette kan skyldes flere forhold i økonomien.

4.3.3 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen gav følgende resultater:

Nøkkeltall	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Likviditet										
Likviditetsgrad 1	2,84	0,84	1,40	1,81	3,10	2,77	1,61	2,00	0,87	1,48
Likviditetsgrad 2	2,70	0,82	1,32	1,71	3,01	2,68	1,48	1,92	0,82	1,35

Ved beregning av likviditetsgradene er unyttet kassekreditt ikke tatt med for noen av årene grunnet at det ikke har vært brukt, selv med en limit på kroner 200 000 i 2016. Likviditetsgradene har variert litt opp og ned hvor de treffer laveste punkt i 2008 og stiger frem til eierskiftet som skjedde i 2015. Likviditetsgraden for begravelsesbyrå på Sørlandet hadde i 2014 en likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 på hhv. 1,19 og 1,08. Mens i 2015 hadde gjennomsnittstallene sunket til 1,04 og 0,94. Dette viser at Evje og Vennesla Begravelsesbyrå ligger over snittet i 2014 og litt under gjennomsnittet i 2015 hvor skiftet har skjedd.

Når det kommer til kravene (Boye, 1983, s. 57) stiller til likviditetsgradene er de oppfylt i årene etter 2009 frem til skiftet skjer i 2015. Likviditetsgradskravene er imidlertid oppfylt etter normen i 2016 igjen. Ser vi til nyere antagelser så er kravet til likviditetsgrad 1 lik 1,06 da dette er gjennomsnittlig likviditetsgrad for norske aksjeselskaper (Boye & Koekebakker, 2014, s. 274). Vi ser nå at likviditetsgraden kun faller under det nye kravet til likviditetsgraden i 2008 og 2015, mens den ellers ligger på et akseptabelt nivå.

4.3.4 Soliditetsanalyse

Nøkkeltall	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Soliditet									
Egenkapitalprosent	45,12 %	64,12 %	35,32 %	37,50 %	52,64 %	21,17 %	18,14 %	38,43 %	41,47 %
Gjeldsgrad	1,22	0,56	1,83	1,67	0,90	3,72	4,51	1,60	1,41
Rentedekningsgrad	-	-	13,60	16,46	-	-	258,00	239,00	-

Nøkkeltall	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Soliditet										
Egenkapitalprosent	47,56 %	21,38 %	38,30 %	56,97 %	55,42 %	67,76 %	64,00 %	66,47 %	18,78 %	9,67 %
Gjeldsgrad	1,10	3,68	1,61	0,76	0,80	0,48	0,56	0,50	4,33	9,34
Rentedekningsgrad	-	4,96	150,80	124,80	248,00	94,82	-	-	182,00	47,06

Som vi ser så har egenkapitalandelen variert en del fra år til år, hvor den når en topp i 2014 som er rett før generasjonsskiftet i bedriften forekommer. Her ser vi klart at egenkapitalen blir dratt ut av bedriften slik som vi har antatt kom til å forekomme. Egenkapitalandelen har vært relativt bra hele tiden, men de siste to årene har den som sagt vært lav. Boye og Koekebakker

sier at kravet til egenkapitalprosenten sjelden er lavere enn 20-25%, noe som betyr at egenkapitalandelen er på kanten til lav i det generasjonsskiftet forekommer (Boye & Koekebakker, 2014, s. 146). Ser vi på tallene fra gjennomsnittlig egenkapitalprosent fra begravelsesbyråene på Sørlandet i 2014 (Vedlegg 1) og 2015 (Vedlegg 2) ligger den på hhv. 28,4% og 22,0%. Dette viser også at egenkapitalprosenten til Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS er lavere enn det den kanskje burde være i år 2015 og 2016.

Ser vi på gjeldsgraden øker den kraftig fra 2014-2016 etter å ha vært relativt stabil gjennom historien til bedriften, med unntak av små topper enkelte år. Dette svekker normalt sett en bedrifts soliditet. Ser vi på det gjennomsnittlige selskapet på Sørlandet lå gjeldsgraden i 2014 og 2015 på hhv. 26,3 og 1,8. Tallet for 2014 må vi imidlertid endre, da det ene selskapet har en gjeldsgrad på 275,7 noe som gjør at å inkludere dette selskapet gir et dårlig innblikk i hvordan gjeldsgraden er for selskapene sett under ett. Trekker man bort denne ekstremverdien får vi en gjennomsnittlig gjeldsgrad på 3,6 (2014), noe som er mer representativt. Når vi da ser på gjeldsgraden til Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS er denne vesentlig høyere i 2015 og 2016 enn det den var for gjennomsnittet i 2014 og 2015, noe som tyder på en dårligere soliditet enn tilsvarende selskap.

Kravet til rentedekningsgraden er sjeldent lavere enn 2-3 (Boye & Koekebakker, 2014, s. 146). Som vi ser ut i fra tallene som er presentert ovenfor er rentedekningsgraden til Evje og Vennesla Begravelsesbyrå meget høy de fleste år. Dette kan ha en sammenheng mellom relativt høy egenkapitalprosent tidligere og en lavere gjeldsgrad i tidligere år, noe som gir lave rentekostnader og dermed også høyere rentedekningsgrad. Med økende gjeldsgrad og synkende egenkapitalandel vil det være en naturlig antagelse at rentedekningsgraden vil synke. Noe som vil være med på å svekke soliditeten til bedriften. Rentedekningsgraden er imidlertid på 47,06 noe som er å regne for meget solid, og dermed er ikke rentedekningsgraden i den forstand med på å øke risikoen til bedriften.

4.3.5 Vurdering

Omtrent alle beregningene ovenfor viser samme trenden. De viser at frem til generasjonsskifte så var soliditeten i bedriften god, mens den etter skiftet har vist en negativ

utvikling, bortsett fra rentedekningsgraden som oppfyller kravet med god margin. Hvordan utviklingen blir fremover er det vanskelig å si noe om da det ikke finnes noen offisielle budsjetter for Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS.

5. Verdsettelse

Ved et generasjonsskifte i en bedrift har en korrekt verdsettelse stor betydning om det f.eks. er andre arvinger som må løses ut. Det kan også være viktig i forhold til kjøp og salg, kapitaløkning, fusjoner osv. (Udnæs, 2015, s. 54). Det er imidlertid ikke dette vi skal se på i denne oppgaven. Vi skal se på om markedsverdien til bedriften er forskjellig før og etter et generasjonsskifte og evt. hva som er grunnen til denne endringen om det er en endring.

Verdsettelsen kan baseres på en eller flere metoder. Videre skal vi gjøre rede for forskjellige verdsettelsesmetoder som normalt benyttes. Dette er teoretiske metoder og modeller, noe som kan bety at verdien vi kommer frem til gjennom en eller flere av disse ikke er 100% korrekt verdi. Dette kan skyldes andre forhold som slår inn om bedriften skulle blitt solgt, og dermed verdsatt gjennom en forhandlingsprosess.

5.1 Kontantstrømmetoden

I følge Udnæs er dette den teoretisk mest riktige metoden for verdsettelse av en virksomhet å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med et avkastningskrav som reflekterer den forretningsmessige risikoen virksomheten har. Metoden bygger på forutsetninger knyttet til fremtidige kontantstrømmer og egner seg best for virksomheter som har et godt grunnlag for å kunne anslå sannsynlige kontantstrømmer fremover. For selskaper med stabile historiske kontantstrømmer eller selskaper hvor underliggende forutsetninger gjør det mulig å lage prognoser fremover, er dette en egnet verdsettelsesmetode. For selskaper som opererer i en tidlig fase, eller i svært sykliske markeder, hvor usikkerhet rundt fremtidige kontantstrømmer er stor, vil utsagnskraften av metoden svekkes.

De fremtidige kontantstrømmer skal neddiskonteres med et avkastningskrav som er relevant for den type virksomhet som skal verdsettes. Avkastningskravet skal reflektere den risiko en

ekstern finansieringskilde mener virksomheten har, og således vil kreve i avkastning for å investere i virksomheten (Udnæs, 2015, ss. 54-55).

5.2 Markedsmultipler

Virksomheten måles mot verdsettelsen av tilsvarende virksomheter. Verdien på børsnoterte virksomheter eller transaksjoner måles opp mot inntjening (EBITDA, P/E etc.), salg, egenkapital eller andre forholdstall (multipler). Multiplene benyttes så på den virksomheten man ønsker å måle for å finne verdien (Udnæs, 2015, ss. 55-56).

Bruk av multipler har lenge vært en svært utbredt og populær metode ved verdsettelse av selskaper. Ukritisk bruk kan imidlertid lett føre til feilprising. Identifisering og valg av sammenlignbare selskaper er et av kjernepunktene ved bruk av multipler. Ofte brukes selskaper i samme bransje. Det kan imidlertid eksistere en rekke forhold som gjør at selskaper innenfor samme bransje ikke nødvendigvis er sammenlignbare. Enkelte selskaper innenfor samme bransje kan ha etablert konkurransefortrinn som medfører høyere avkastning og vekstforventninger enn gjennomsnittet for bransjen. Ulik kapitalstruktur kan også medføre at selskaper innenfor samme bransje vil ha ulik grad av finansiell risiko (Udnæs, 2015, ss. 55-56).

5.3 Normalresultatmetoden

Metoden har betydelige likheter med kontantstrømmetoden. Det legges til grunn et normalisert resultat for virksomheten som skal reflektere virksomhetens normale fremtidige resultat i et evighetsperspektiv. Dette normaliserte resultatet neddiskonteres med et estimert avkastningskrav som skal reflektere risikoen knyttet til oppnåelse av det normaliserte resultatet (Udnæs, 2015, s. 56).

5.4 Dividendemodell

Metoden tar utgangspunkt i diskontering av fremtidig utbytte. Denne metoden er egnet i virksomheter som har stabil inntjening og en forutsigbar utbyttepolitikk (Udnæs, 2015, s. 56).

5.5 Substansverdimetoden

Substansverdi defineres som markedsverdien av virksomhetens eiendeler fratrukket markedsverdi på virksomhetens gjeld basert på fortsatt drift. Verdivurderingsmetoden er mest relevant for selskaper med eiendeler som relativt enkelt lar seg omsette i et etablert annenhånds marked, og hvor eiendelenes verdi er uavhengig av den virksomheten som drives i selskapet, eller hvis virksomheten som sådan har spesielle risikoforhold (Udnæs, 2015, s. 56).

5.6 Avkastningskrav

For å kunne regne verdien på et selskap må det estimeres et avkastningskrav. Dette gjøres i form av en weighted average cost of capital (WACC), altså et vektet gjennomsnitt av kapitalkostnaden. Denne må estimeres med grunnlag i markedsmessige parametere for risikofri avkastning, markedspremie, beta, finansieringskostnad og finansieringsgrad (Udnæs, 2015, s. 56).

6. Verdsettelse av bedriften

I denne delen av oppgaven skal vi se på om verdien til selskapet endrer seg etter generasjonsskiftet forekom. Vi har her valgt å estimere verdien til selskapet ved å bruke kontantstrøm metoden. Dette fordi det er den metoden som skal gi det teoretisk beste estimatet av selskapets verdi. Den tar også høyde for de forskjellige risikoene som fremkommer i de ulike markedene, og ved et generasjonsskifte generelt. Fordi det ikke er en konkret mal eller fasit, så vurderte vi at kontantstrøm vil være den beste fremgangsmåten.

6.1 Verdsettelse av Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS

For å kunne foreta en verdsettelse av Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS må vi først utarbeide budsjetter for de neste fem årene (Vedlegg 5). Grunnen til dette er at kontantstrøm metoden krever diskontering av fremtidige estimerte kontantstrømmer. Vi velger en budsjettperiode på 5 år på bakgrunn av Titman og Martins forklaring som sier at normalen ligger på 3-5 år. Terminalverdien bygges på det året selskapet er i stabil vekst (Titman & Martin, 2014, s. 204). Aswath Damodaran er en profilert professor og forfatter av finansbøker, og han støtter opp under påstanden over. I sin bok «Damodaran on Valuation»

forklarer han at det er standard praksis å bruke slutten på budsjettperioden for å estimere terminalverdien. Argumentet er at selskapet i konstant vekst vil få best mulig estimat på dette tidspunktet (Damodaran, 2006, ss. 36-39).

Da budsjettet ikke finnes som vi har fått bekreftet av regnskapsfører til selskapet, blir vi nødt å ta noen forutsetninger. Det eneste vi har å gå på budsjettmessig er at regnskapet for 2016 er antatt å være budsjettet for 2017. Følgende forutsetninger tar vi for årene etter 2017:

- Omsetningen øker i takt med funksjonen $Y = (233{,}12 * x) - 465590$ (Vedlegg 6), de første 5 årene hvor x er årstallet eksempelvis 2017. Denne funksjonen er funnet ved å lage en trendlinje fra tidligere omsetning og har en $R^2 = 0{,}96631$. Etter dette (f.o.m. 2022) antar vi at omsetningen øker med 2,0 % som rapporten til PWC legger til grunn som vekst (PWC, 2016)
- Varekostnad settes til gjennomsnittlig varekostnad av driftsinntekter de siste 5 årene: 25,34%
- Lønnskostnad settes til gjennomsnittlig lønnskostnad av driftsinntekter de siste 5 årene: 25,78%
- Annen driftskostnad settes til gjennomsnittlig annen driftskostnad av driftsinntekter de siste 5 årene: 27,48%
- Avskrivninger settes til gjennomsnittlig avskrivninger av driftsinntekter de siste 5 årene: 4,6%
- Skattesats holdes lik som dagens sats på 24% (Regjeringen, 2016)

Før vi kan beregne verdien av selskapet må vi beregne et avkastningskrav. For å finne dette tar vi følgende forutsetninger:

- Egenkapitalbeta før generasjonsskifte (2013) = 1,3
- Egenkapitalbeta etter generasjonsskifte (2016) = 1,6
- Risikofri rente i statsobligasjoner i 2016 med 10 års løpetid = 1,33% (Norges Bank, 2017)

- Risikofri rente i statsobligasjoner i 2013 med 10 års løpetid = 2,58% (Norges Bank, 2017)
- Markedets risikopremie etter skatt = 5% (PWC, 2016)
- Small stock premium = 4% (PWC, 2016)

β er den systematiske risikoen til aksjen i selskapet. Og er et mål på hvor mye aksjen svinger i forhold til markedet. Er aksjens beta lik 1, vil aksjen svinge like mange prosent som markedet. Er aksjens beta større (mindre) enn 1, vil aksjen bevege seg mer (mindre) enn markedet i prosent. Mer spesifikt kan man si at den prosentvise endringen i markedet multiplisert med aksjens beta er lik prosentvis endring i aksjen. Dersom markedet er opp (ned) 10% og aksjens beta er 1.2, vil aksjen være opp (ned) 12% (Oslo børs, 2017). Da vi ikke har med et børsnotert selskap å gjøre er vi derfor nødt å anta hva betaen til selskapet er slik som vi har gjort ovenfor basert på regnskapet og den antatt økte risikoen grunnet endret finansieringsmåte, og forhold i SWOT analysen.

Alternativet ville vært å kjøre en regnskapsregresjon for å finne" accounting beta" eller regnkapsbeta (Damodaran, 2012, s. 205). Dette lar seg imidlertid bare gjøre om man har tilsvarende selskap på børsen man kan analysere og sammenligne med. Dette finnes ikke, og dermed blir valget av egenkapitalbeta lik 1,3 og 1,6 begrunnet med at bedriften var relativt solid i år 2013 med gode framtidsutsikter, mens i 2016 øker risikoen da selskapet blir mer gjeldsbasert enn tidligere.

I følge (Damodaran, 2012, s. 68) regnes avkastningskravet ut på følgende vis:

$$Avkastningskrav = Risikofri\ rente + \beta * (Markedsrisikopremie)$$

Dette vil da gi oss et avkastningskrav på $2{,}58\ \% + 1{,}3 * 5\% = 9{,}08\%$ i 2013 og $1{,}33\% + 1{,}6 * 5\% = 9{,}33\%$ i 2016. Vi ser her at avkastningskravet til egenkapitalen ikke har endret seg mye selv om antatt risiko har økt i selskapet grunnet endret finansiering. Legger vi da til small stock premium på 4% blir avkastningskravet til egenkapitalen i 2013 og 2016 hhv. 13,08% og 13,33%. Vi velger å legge til en small stock premium på grunn av undersøkelsen

gjennomført av PWC viser at 83% mener dette bør brukes i estimatene. Valget falt på 4% da egenkapitalen til selskapet er lavere enn 0-0.1 mrd. Som er i tråd med undersøkelsen (PWC, 2016).

Vi ser her at avkastningskravet til bedriftens egenkapital er tilnærmet lik hverandre selv om den antatte risikoen har økt i bedriften. Dette forklares med at den risikofrie 10 årlige statsobligasjonsrenten nesten har halvert seg fra 2013 til 2016 noe som gir utslag i avkastningskravet.

Etter budsjettperioden forutsetter vi at kontantoverskuddene vil øke med 2,0% årlig. Dette fordi undersøkelsen PWC gjennomførte viser at det er normalen å bruke i 2016 (PWC, 2016). Vi velger å begrense tidshorisonten til 15 år, da begravelsesmarkedet kan endres når babyboom generasjonen blir eldre.

For å kunne regne ut selskapsverdien må vi finne WACC, et vektet gjennomsnitt av kapitalkostnadene ref. 5.6 Avkastningskrav. Dette regnes ut på følgende vis (Damodaran, 2012, s. 220):

$$WACC = Cost\ of\ equity * \frac{E}{E+D} + Cost\ of\ debt * (1-t) * \frac{D}{E+D}$$

Diskonteringsraten blir da lik 8,37% i 2013 og 3,93% i 2016. Årsaken til at diskonteringsraten blir så lav i 2016 er at gjeldsandelen er meget høy og dermed blir den gjennomsnittlige kapitalkostnaden skiftet mot rentekostnadene bedriften har, som igjen er lavere enn det avkastningskravet til egenkapitalen er.

Verdien til Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS blir i 2016 tilnærmet lik NOK 6,9 millioner (Vedlegg 3). Verdien er her tillagt bankinnskudd på kroner 1 174 000 og fratrukket rentebærende gjeld på kroner 1 097 000. Vi har her sett bort i fra restverdien på omløpsmidlene om 15 år da det blir vanskelig å spå.

For å vurdere om den beregnede verdien for selskapet i 2016 er realistisk beregner vi også P/E som regnes ut på følgende måte i følge (Damodaran, 2012, s. 468):

$$P/_E = \frac{Selskapsverdi\ per\ aksje}{Årsresultat\ per\ aksje} * Antall\ Aksjer$$

P/E for den beregnede verdien til selskapet blir 11,02. Dette er et noe lavt tall som tyder på at det er høyere risiko i bedriften (Damodaran, 2012, s. 472).

Til sammenligning blir verdien til Evje og Vennesla begravelsesbyrå tilnærmet lik 4,22 millioner i 2013 (Vedlegg 4). Vi har her brukt regnskapstallene f.o.m. 2013 t.o.m. 2016 som" budsjett" og brukt estimert budsjett i 2017 når vi regnet ut kontantstrømmene til bedriften. Vi ser her at verdien til selskapet har økt med omlag kr 2,7 millioner etter generasjonsskiftet. P/E ratioen var i 2013 = 10,63. Dette er heller ikke en høy P/E ratio, og som vi ser har den ikke endret seg betraktelig Det at P/E ratioen var lav i 2013, altså før generasjonsskiftet, har mest sannsynlig noe med størrelsen på bedriften å gjøre. Det er normalt sett høyere risiko i mindre bedrifter enn det er i større og veletablerte bedrifter med stabil vekst.

6.2 Konklusjon Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS.

Som vi har vist har antatt verdi til Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS økt. Dette skyldes at formelen for diskontering favoriserer en gjeldsfinansiert bedrift så lenge gjeldskostnaden er lavere enn kravet til avkastning på egenkapitalen. Verdien øker selv om deler av selskapets egenkapital har blitt trukket ut av bedriften og dertil økt den antatte risikoen.

Vi antar at bedriften i fremtiden vil klare å redusere gjeldsgraden ved videre stabil drift og at verdien til selskapet vil fortsette å stige i fremtiden, dette fordi man antar at det vil være en stabil vekst som det har vært i bedriften gjennom historien. Dette vil også være med på å redusere bedriftens risiko noe som bedrer utsiktene til fremtidig drift.
Andre faktorer som kan spille inn på selskapets verdi som vi ikke har turt å spekulere i, men som kan være relevante, er babyboom generasjonen (født mellom 1946 og 1960) begynner å bli eldre, noe som kan være med på å påvirke fremtidige resultater positivt.

7. BM Skilt AS

I denne delen skal vi utføre verdsetting av BM Skilt AS. Dette vil foregå på tilsvarende måte som for Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS. Alle metoder er forklart tidligere i teksten.

7.1 Introduksjon av bedrift og marked

BM skilt AS er en bedrift som er etablert i Vennesla kommune. Selskapet driver sikkerhet og kontrollaktivitet i tilknytning til vei og anlegg på Sørlandet (BM Skilt AS, 2015). I Vest-Agder er det totalt 9 aktive bedrifter innenfor samme bransje inkludert BM skilt (Proff Forvalt, 2017). Det vil si at det er 8 direkte konkurrenter i regionen som tilbyr samme tjenester.

Dessverre er dette et marked det er vanskelig å finne mye informasjon om, men det som er sikkert er at det ikke er like stabilt som begravelsesbyrå-markedet. Dagbladet utførte et intervju med Saferoads konsernsjef Morten Holum hvor han nevner at det offentlige ikke lenger direkte er kunder av skiltselskap (Schultz, 2017). Teknisk sett leveres veiskilt til det offentlige, men det går via entreprenører som har kontrakt om å sette opp nye veier, og utbedre gamle. Disse entreprenørene er ansvarlig for kjøpet av veiskilt og service.

I denne bransjen er entrepenørene kraftig presset på pris fra kommunehold og dermed legges presset igjen over på leverandørene til entrepenørfirmaene. Dette gjør at kontraktene i all hovedsak går til det firmaet som kan levere det beste produktet til den beste prisen. Å konkurrere på pris er som regel utfordrende for unge firmaer.

En stor fordel med å konkurrere på dette markedet i dag er alle mulighetene som finnes (Regjeringen, 2017). Det finnes stor etterspørsel etter alle produkter og servicer som kommer med å bygge og fikse veier, slik at det er plass til flere aktører enn normalt. Det er ikke sikkert at det kommer til å se slik ut om 5 år, men akkurat nå er det mye å hente i en slik bransje. I tillegg er det en service som staten stadig etterspør siden det er livsviktig at veitrafikkskilt er oppdatert og i orden.

7.2 SWOT Analyse

SWOT Analyse

- Styrker: Store økninger i lønnsutgifter (Vedlegg 13) og flere ansatte kan tyde på at de har gode fremtidsutsikter, og at det er en del prosjekter på gang. Det ville vært uheldig med så store hopp uten at det har kommet inn nye jobber. Inntekter og varekostnader har gått opp sammen med lønnsutgifter som tyder på vekst for bedriften. Siden det er et ganske ungt firma, med nylig skifte, så ville man kanskje ikke forventet så gode resultater så tidlig. På kort tid ser det ut til at de har etablert seg fint i markedet. Dersom veksten fortsetter i samme trend som frem til nå, så er fremtidsutsiktene lyse. I tillegg har de kontroll på kostnader som holder seg stabile gjennom årene.
- Svakheter: Relativt ung bedrift med et tidlig generasjonsskifte i et marked med mange konkurrenter. Siden de er såpass unge så kan det være utfordrende å få de største kontraktene da det krever stor kapasitet. I følge et intervju med Morten Holum i Saferoad, så kjøper det offentlige lite direkte fra selskapene nå. Stort sett ansetter de entreprenører til å bygge vei, og så kontakter entreprenørene skiltselskap for å gjøre jobben.
- Muligheter: Det er omfattende veiprosjekter på gang i store deler av landet, inkludert Vest-Agder. E-18 og E-39 samt andre mindre veier utbygges, fikses og fornyes på alle kanter. Her er det gode muligheter til å skaffe seg kontrakter. Den regjeringen som sitter i dag har virkelig lagt stor vekt på at veiene i landet må forbedres og utvides. Det har de fulgt gjennom med, og det er lett å se resultatet så snart man er på veiene.
- Trusler: Som nevnt tidligere er det en del konkurrenter i Vest-agder, mer spesifikt 8 stykker. I et relativt lite geografisk område er dette ganske hard konkurranse. En annen ting er fremtidsusikkerheten. Det er mye arbeid nå, men om 5-10 år er det ikke sikkert at etterspørselen vil vedvare. Uansett vil det være nødvendig med slike tjenester i lang tid.

8. Regnskapsanalyse BM Skilt AS

8.1.1 Kritisk gjennomgang av regnskapsmateriale.

Ved gjennomgang av de offentlige regnskapstallene, og foreløpige regnskapstall fra 2016 til BM Skilt AS finner vi noen poster som skiller seg ut. Dette er dog å forvente da dette er et selskap med kort historie. Vi ser for eksempel at lønnskostnadene har økt vesentlig i fra 2013 frem mot 2016. Dette har mest sannsynlig med at selskapet startet i 2012, og at det med økt etterspørsel etter deres produkter og tjenester gjør at man må bruke mer arbeidskapasitet, noe som igjen vil øke lønnskostnadene. Tatt dette i betraktning ser vi også en økning i varekostnadene, men dette er å forvente. Vi ser også at egenkapitalen har blitt tappet i det skillet har skjedd slik som det gjorde i Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS. I 2014 utgjorde egenkapitalen kroner 910 000, mens den i 2015, etter skiftet skjedde, utgjorde kroner 175 000. Dette er en vesentlig nedgang i egenkapitalandelen, og vi antar at det er tidligere eier som har tatt ut kapital.

Vi finner det ikke nødvendig å endre regnskapspostene for analytiske formål da regnskapet er i tråd med regnskapsloven §6-1 og §6-2, og det står gjengitt i årsrapporten for 2015 at regnskapet er" *satt opp i samsvar med regnskapsloven og god regnskapsskikk for små foretak"* (BM Skilt AS, 2015). Vi antar derfor at det samme gjelder for de tidligere år da vi ikke har tilgang til dokumenter som sier noe annet.

Regnskapsanalysen bygger på tallene oppgitt i regnskapene som er hentet fra forvalt.no. Her ligger tidligere årsregnskap tilgjengelig for offentligheten. Vi har også fått tilgang til det foreløpige årsregnskapet for 2016 gjennom Lundens Regnskapsservice AS.

8.1.2 Resultat av regnskapsanalysen for BM Skilt AS

Lønnsomhetsanalyse av BM skilt AS

Resultatene fra lønnsomhetsanalysen ble som følger:

Nøkkeltall	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilitet					
Totalkapitalrentabilitet	43,97 %	61,30 %	27,10 %	43,62 %	13,03 %
Egenkapitalrentabilitet før skatt	129,38 %	150,85 %	60,99 %	441,71 %	63,14 %
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	93,17 %	108,81 %	44,51 %	323,43 %	47,21 %

Som vi ser ut i fra tallene så ser vi at totalkapitalrentabiliteten har holdt seg stabil fra 2012 frem til og med 2015 før den får ett kraftig fall i 2016. Dette skyldes ikke at omsetningen har sviktet da den har økt med ca. kroner 1 000 000. Grunnen til at totalkapitalrentabiliteten har falt skyldes mest sannsynlig at lønnskostnadene har steget med kroner 1 444 000. Vi ser også at andre driftskostnader har steget med kroner 381 000, mens varekostnadene har blitt redusert med kroner 363 000. Egenkapitalrentabiliteten på den andre siden fikk en markant økning i 2015. Dette er imidlertid å forvente da relativt store deler av egenkapitalen har blitt trukket ut av selskapet året før, noe som gjør at egenkapitalrentabiliteten vil stige (Vedlegg 14).

BM Skilt opererer i følge forvalt.no innenfor NACE-bransje 42.110 Bygging av veier og motorveier. For lignende selskap i Vest-Agder var gjennomsnittlig totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet etter skatt hhv. 16,3% og 146% i 2015 (Vedlegg 10), mens i 2014 var gjennomsnittlig totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet etter skatt hhv. 7,5% og -30% (Vedlegg 11). Tar vi derimot bort en ekstremverdi, som var -553, i gjennomsnittsberegningen på egenkapitalrentabiliteten for sammenlignbare selskaper i 2014 får vi da at egenkapitalrentabiliteten i snitt er lik 54%, noe som antas å være mer representativt. Sammenligner vi da disse tallene med tallene oppgitt for BM Skilt AS ser vi at selskapet har vesentlig høyere totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet enn det den gjennomsnittlige verdien er i 2015. Dette gjelder også for totalkapitalrentabiliteten i 2014, mens egenkapitalrentabiliteten ligger litt under gjennomsnittet dette året. Vi ser at i bransjen generelt er det en trend at totalkapitalrentabiliteten er synkende. Hvis dette også gjelder for 2016, så ser vi at BM Skilt følger markedets trend med en nedgang i totalkapitalrentabiliteten, men en fortsatt høy egenkapitalrentabilitet etter skatt. Hovedgrunnen til den store forskjellen i egenkapitalrentabiliteten i 2015 i sammenligning med markedet skyldes at finansieringen endres mer mot en gjeldsfinansiering i stedet for en finansiering med egenkapital. Dette ser ut til å jevnes ut igjen i 2016 grunnet lavere årsresultat enn tidligere år. Hadde årsresultatet vært på nivå med tidligere år ville vi sett en vesentlig høyere egenkapitalrentabilitet enn den vi ser nå.

Ser vi på kostnadsutviklingen i forhold til omsetning ser vi følgende:

	2012	2013	2014	2015	2016
Varekost % av omsetning	17,23 %	22,07 %	22,92 %	19,49 %	10,96 %
Andre driftskostnader % av omsetning	14,49 %	15,18 %	16,00 %	17,94 %	21,00 %
Lønnskostnad % av omsetning	25,67 %	38,36 %	45,38 %	43,50 %	58,85 %
Endring i omsetning %		249,79 %	-7,54 %	20,46 %	18,19 %
Avskrivning % av omsetning	2,18 %	2,71 %	3,70 %	5,00 %	5,35 %

Vi ser at kostnadene har holdt seg relativt stabile i forhold til omsetningen noe tyder på at bedriften har god kontroll på kostnadene når omsetningen øker. Endringen i omsetningen har imidlertid hatt en kraftig økning fra 2012 til 2013 før den igjen får en relativt stabil økning. Dette er alt tatt i betraktning å forvente da selskapet ble etablert sent i 2012, og ikke fikk et fult driftsår, noe som gjør at man vil få en stor omsetningsøkning.

8.1.3 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen gav følgende resultater:

Likviditet	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Likviditetsgrad 1	1,74	1,11	1,26	1,05	1,25
Likviditetsgrad 2	1,74	1,11	1,26	1,05	1,25

Som vi ser så har likviditetsgradene i 2016 sunket sammenlignet med året bedriften startet. Dette skyldes i hovedsak at den kortsiktige gjelden har steget mer enn det omløpsmidlene har gjort. Det at likviditetsgrad 1 og 2 er identiske skyldes at bedriften ikke har noen varer eller varelager som er oppført i regnskapet. Dette gjør at likviditetsgrad 1 og 2 blir lik hverandre. Ser vi på likviditetsgraden til sammenlignbare selskap i 2014 ser vi at den gjennomsnittlige likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 var hhv. 1,16 og 0,98. Dette viser at BM skilt hadde en bedre ratio mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld enn tilsvarende selskaper i Vest-Agder. I 2015 var den gjennomsnittlige likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 hhv. 2,15 og 2.02. Vi ser her at markedet i Vest-Agder nå har fått en bedre ratio mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden enn det BM Skilt AS har. Dette skyldes at et selskap rapporterer vesentlig høyere likviditetsgrader enn de andre selskapene, og fjerner man denne ekstremverdien ser vi har den gjennomsnittlige likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 blir hhv. 1,36 og 1,21 noe som gjør at BM Skilt ikke ligger langt unna gjennomsnittet i Vest-Agder. Ser vi til den tradisjonelle normen med en likviditetsgrad 1 lik 2 (Boye, 1983, s. 57) er likviditetsgraden for lav. Ser vi derimot til statistikken for aksjeselskap som viser at gjennomsnittlig likviditetsgrad

er lik 1,06 (Boye & Koekebakker, 2014, s. 274) er likviditetsgraden til BM skilt AS akseptabel.

8.1.4 Soliditetsanalyse

Nøkkeltall	2012	2013	2014	2015	2016
Soliditet					
Egenkapitalprosent	33,28 %	31,15 %	49,75 %	9,76 %	12,22 %
Gjeldsgrad	2,00	2,21	1,01	9,24	7,18
Rentedekningsgrad	95,67	56,89	556,00	78,30	5,95

Som vi ser har egenkapitalandelen vært god i årene 2012 til 2014. Følger vi da kravet til (Boye & Koekebakker, 2014, s. 146), som sier at egenkapitalandelen sjeldent bør være lavere enn 20-25%, ser vi at bedriften har god egenkapitalandel frem til skiftet skjer. Etter skiftet får vi et fall i egenkapitalandelen før den ser ut til å stige sakte fra 2015 til 2016, noe som indikerer at bedriften jobber med å få opp egenkapitalandelen etter skiftet skjedde. Hvis vi da ser til gjennomsnittlig egenkapitalandel i bransjen i Vest-Agder ser vi at egenkapitalandelen i 2013 (Vedlegg 15) var 15,9%, i 2014 (Vedlegg 11) var den 14,1% og i 2015 (Vedlegg 10) var den 32,0%. Dette viser at sammenlignet med bransjen var egenkapitalandelen god før generasjonsskiftet, og svakere etter. Dette gjør at risikoen i bedriften øker noe, men at det ser lovende ut videre da egenkapitalandelen har økt siste året.

Ser vi på gjeldsgraden øker den markant fra 2014 til 2015. Dette er å forvente da det er på dette tidspunktet egenkapitalen blir trukket ut av bedriten. Når gjeldsgraden øker og egenkapitalandelen minker, blir bedriftens soliditet redusert og risikoen for videre drift øker. Videre ser vi vi at i 2016 er gjeldsgraden redusert og egenkapitalandelen økt, noe som gir bedre utsikter for videre drift enn om situasjonen hadde blitt værende med lav egenkapitalandel og høy gjeldsgrad.

Kravet til rentedekningsgraden er sjeldent lavere enn 2-3 i følge (Boye & Koekebakker, 2014, s. 146). Vi ser da at BM Skilt AS ligger godt over dette kravet, selv om rentedekningsgraden har krympet betraktelig de siste årene. Dette skyldes at selskapet har tatt opp langsiktig lån som kompensasjon for den egenkapitalen som ble trukket ut av selskapet da skiftet skjedde.

Dette leder til høyere rentekostnader relativt til ordinært resultat før skatt noe som senker rentedekningsgraden, som igjen med på å redusere soliditeten til bedriften.

Rentedekningsgraden forteller hvor mange resultat-før-skatt-kroner som er tilgjengelige for å møte hver krone som er nødvendig for å innfri påløpte renteforpliktelser. Selv om soliditeten har sunket i forhold til rentedekningsgraden relativt til tidligere år, er den fortsatt å regne som solid.

8.1.5 Vurdering

Som vi ser av beregningene ovenfor så er det litt større risiko bundet til bedriften etter generasjonsskiftet forekom. Dette er i all hovedsak på grunn av lavere egenkapital og høyere gjeldsgrad i kombinasjon med lavere totalkapitalrentabilitet. Vi ser også at selskapet tilsynelatende bygger opp egenkapitalen igjen, noe som vil gjøre at gjeldsgraden sannsynligvis vil synke og dermed gjøre bedriften mer solid. Hvordan utviklingen blir fremover er vanskelig å spå da det ikke finnes noen offisielle budsjetter tilgjengelige for BM Skilt AS. Dermed blir det vanskelig å si noe om hvordan lønnsomheten vil være i fremtiden.

9. Verdsettelse av BM Skilt AS

Som tidligere nevnt har en verdsettelse betydning for flere forhold ved et generasjonsskifte. Vi skal i denne oppgaven kun se på om markedsverdien til bedriften er før og etter skiftet skjedde og evt. hva som er grunnen til endringen, hvis en endring har forekommet.

Verdsettelsen av bedriften kan som tidligere nevnt baseres på forskjellige metoder. Vi kommer til å benytte kontantstrømmetoden på samme måte som under verdsettelsen av Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS.

For å kunne foreta en verdsettelse av BM skilt AS må vi først utarbeide budsjetter for de neste fem årene (vedlegg 7). Da dette ikke er tilgjengelig offentlig blir vi nødt til å ta noen forutsetninger. Vi tar følgende forutsetninger for budsjettene:

- Omsetningen øker i takt med funksjonen $Y = (1081{,}8 * x) + 1371{,}2$, hvor år 2012 er lik x = 1. Denne funksjonen er funnet ved å lage en trendlinje fra tidligere omsetninger og har en $R^2 = 0{,}78456$ (Vedlegg 12). Etter dette (f.o.m. 2022) antar vi at omsetningen øker med 2,0% som rapporten til PWC legger til grunn som vekst (PWC, 2016)
- Varekostnad settes til gjennomsnittlig varekostnad av driftsinntekter: 18,53%
- Lønnskostnad settes til gjennomsnittlig lønnskostnad av driftsinntekter: 42,35%
- Annen driftskostnad settes til gjennomsnittlig annen driftskostnad av driftsinntekt: 16,92%
- Avskrivninger settes til gjennomsnittlig avskrivninger av driftsinntekter: 3,79%
- Skattesats holdes lik som dagens sats på 24% (Regjeringen, 2016)

Før vi kan beregne verdien av selskapet må vi beregne et avkastningskrav. For å finne dette tar vi følgende forutsetninger

- Egenkapitalbeta før generasjonsskiftet (2013) = 1,6
- Egenkapitalbetaen etter generasjonsskiftet (2016) = 2,0
- Risikofri rente i statsobligasjoner i 2016 med 10 års løpetid = 1,33% (Norges Bank, 2017)
- Risikofri rente i statsobligasjoner i 2013 med 10 års løpetid = 2,58% (Norges Bank, 2017)
- Markedets risikopremie etter skatt = 5% (PWC, 2016)
- Small stock premium = 4% (PWC, 2016)

Da vi ikke har med et børsnotert selskap er vi nødt til å anta hva betaen til selskapet er. Dette har vi gjort basert på regnskapet og den antatt økte risikoen grunnet endret finansieringsmåte. Vi har valgt en høyere beta for BM Skilt AS ut i fra markedets framtidsutsikter i forhold til begravelsesbyråmarkedet. Vi har også tatt høyde for at dette er et nyetablert selskap hvor det er forbundet en antatt høyere risiko enn ved begravelsesbyrået som har lang historie.

Som tidligere nevnt regnes avkastningskravet ut på følgende vis:

$$Avkastningskrav = Risikofri\ rente + \beta * (Markedsrisikopremie)$$

Dette vil da gi oss et avkastningskrav til egenkapitalen på 2,58% + 1,6 * 5% = 10,58 % i 2013 og 1,33% +2,0 * 5% = 11,33% i 2016. Vi ser her at avkastningskravet til egenkapitalen ikke har endret seg mye selv om risikoen i selskapet har økt grunnet endret finansiering. Legger vi til small stock premium på 4% blir avkastningskravet til egenkapitalen i 2013 og 2016 hhv. 14,58% og 15,33%.

Vi ser her at avkastningskravet til egenkapitalen, akkurat som for Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS holder seg ganske likt som tidligere. Dette skyldes at selv om risikoen har økt noe så har den 10 årlige statsobligasjonsrenten blitt tilnærmet halvert, noe som gir utslag i avkastningskravet.

Etter budsjettet forutsetter vi på samme måte som tidligere at kontantoverskuddene vil øke med 2,0% årlig. Dette basert på undersøkelsen PWC gjennomførte, som viser at det er normalen å bruke i 2016 (PWC, 2016). Vi velger å begrense tidshorisonten til 15 år da markedet kan endres brått på grunn av blant annet politiske endringer. Dette er også et nytt selskap noe som gjør det vanskelig å forutse hvordan utsiktene lengre frem i tid er.

For å kunne regne ut selskapsverdien må vi finne (WACC) et vektet gjennomsnitt av kapitalkostnadene ref. Kapittel 5.6. Dette regnes ut på følgende vis (Damodaran, 2012, s. 220):

$$WACC = Ke * \frac{E}{E + D} + Kd * \frac{D}{E + D} * (1 - t)$$

Diskonteringsraten blir da lik 5,76% i 2013 og 4,57% i 2016.

Verdien til BM Skilt AS blir da i 2016 tilnærmet lik NOK 21,34 millioner (Vedlegg 8). Verdien her er tillagt bankinnskudd på kroner 635 000 og fratrukket rentebærende gjeld på kroner 1 046 797. Vi velger her å se bort i fra restverdien til omløpsmidlene om 15 år da dette

blir vanskelig å spå. Verdien i 2013, som var før generasjonsskiftet, ble beregnet til omtrent NOK 13,06 millioner (Vedlegg 9). Verdien her er tillagt bankinnskudd på kroner 859 000 og fratrukket rentebærende gjeld på kroner 818 000. Vi har her brukt regnskapstallene f.o.m 2013 t.o.m. 2016 som" budsjett" og brukt estimert budsjett i 2017 da vi beregnet kontantstrømmene til bedriften. Vi ser her at bedriftens verdi har økt betraktelig i fra år 2013 til 2016. Dette skyldes at kontantoverskuddene tilført totalkapitalen har vært stabilt økende noe som fører til høyere nåverdi av selskapet. Diskonteringsraten har også blitt redusert da formelen favoriserer finansieringen med lavest kostnad, som i dette tilfellet er gjeld.

9.1 Konklusjon BM Skilt AS

Som vi har vist har antatt verdi til BM Skilt AS økt etter generasjonsskiftet tok plass. Dette skyldes som tidligere nevnt at kontantoverskuddene tilført totalkapitalen har vært stabilt økende og ser ut til å være økende i fremtiden. Den beregnede verdien til selskapet har økt på tross av at antatt risiko har økt noe grunnet endret finansiering. Selskapet trakk ut en vesentlig del av egenkapitalen omkring da generasjonsskiftet forekom. Dette var med på at selskapet ble nødt til å ta opp mer lån noe som økte bedriftens risiko. Vi ser imidlertid at selskapet har startet en økning av egenkapitalen i 2016 og dermed også redusert gjeldsandelen. Dette er med på å gi mer lovende framtidsutsikter sammenlignet med om bedriften ikke hadde iverksatt dette tiltaket.

Vi antar at bedriften i fremtiden vil fortsette å redusere gjeldsgraden ved fortsatt vekst og stabil drift og at verdien til selskapet vil fortsette å øke i fremtiden.

10. Konklusjon

Målet med denne oppgaven var å se på innvirkningen et generasjonsskifte har på verdien til bedrifter. Vi fikk tildelt regnskap fra Lundens Regnskapsservice AS, samt tall fra forvalt.no, slik at vi kunne utføre verdisettingen og analysen av selskapene vi valgte. Bedriftene som har blitt undersøkt i denne oppgaven var Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS og BM Skilt AS.

Etter å ha estimert verdien til begge selskapene, både før og etter generasjonsskiftet, har vi fått samsvarende utvikling. Både Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS og BM Skilt AS har

økt sin estimerte markedsverdi etter generasjonsskiftet. Vi ser at samme mønster inntreffer, og utfallet blir likt. Dette viser at tapping av egenkapitalen til bedriften på kort sikt, som minker verdien midlertidig, ikke nødvendigvis har kraftig innvirkning på bedriftens verdi på lang sikt.

Med utgangspunkt i tallene vi har hatt tilgang til, og de estimerte budsjettene, så ser det ut til at begge bedriftene klarer å snu en situasjon som har negativ innvirkning på bedriftens sikkerhet. Tross redusert egenkapital så blir resultatet vi finner motsatt av det vi antok kom til å skje da vi startet på denne oppgaven.

Til slutt velger vi å konkludere med at den estimerte verdien til et selskap går opp etter et generasjonsskifte i samsvar med beregningene gjort i oppgaven. Det er imidlertid viktig å presisere her at svarene i denne oppgaven mest sannsynlig ikke vil være universelle, og kan dermed ikke brukes som en generalisering. Et generasjonsskifte har mindre innvirkning på en bedrifts fremtidige estimerte verdi enn det vi tidligere antok. Den estimerte markedsverdien avhenger i større grad av fremtidig vekst og framtidsutsikter.

Bibliografi

BM Skilt AS. (2015). *Årsregnskap 2015 For BM Skilt AS.* Vennesla: Lundens Regnskapsservice AS.

Boye, K. (1983). *Regnskapsanalyse.* Oslo: Tanum-Norli.

Boye, K. (1999). *Kostnads- og inntektsanalyse* (7. utg.). Oslo: Tano Aschehoug.

Boye, K., & Koekebakker, S. (2014). *Finansielle Emner* (14. utg.). Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Damodaran, A. (2006). Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2nd Edition. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valutation* (3. utg.). New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS. (2015). *Årsregnskap for 2015.* Evje: Lundens Regnskapsservice AS.

Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS. (2017). *evbegravelse.no.* Hentet mai 26, 2017 fra Priseksempel: http://cpanel5.proisp.no/~evbegopt/images/Artikkeldata/Priseksempel.pdf

Evje og Vennesla Begravelsesbyrå. (2017, Mars 29.). *http://www.evbegravelse.no*. Hentet fra Evje og Vennesla Begravelsesbyrå: http://www.evbegravelse.no/index.php/ct-menu-item-3

Gripsrud, G., Olsson, U. H., & Silkoset, R. (2010). *Metode og dataanalyse* (2. utg.). Trondheim: Høyskoleforlaget.

Koetler, P., Keller, K. L., Brady, M., Goodman, M. R., & Hansen, T. (2012). *Marketing management* (2. utg.). Harlow: Pearson Education Limited.

Kristoffersen, T. (2005). *Årsregnskapet : en grunnleggende innføring* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

NAV. (2016, September 9.). *Stønad ved gravferd og båretransport*. Hentet April 1., 2017 fra Webområde for NAV: https://www.nav.no/no/Person/Pensjon/Andre+pensjonsordninger/Nynorsk/st%C3%B8nad-ved-gravferd-og-b%C3%A5retransport

Norges Bank. (2017, Mai 2). *Norges Bank*. Hentet Mai 2, 2017 fra Statsobligasjoner Årlig gjennomsnitt: http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/

Oslo børs. (2017, mai 12). *Oslo børs*. Hentet fra Minileksikon: https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Minileksikon

Proff Forvalt. (2017, mai 26). *Segmentering*. Hentet mai 27, 2017 fra Avansert segmentering: https://www.forvalt.no/foretaksindex2/segmentering.aspx?show_advanced=1&search_type=segmented&search_result_type=stacked#searchresult

Proff Forvalt. (2017, mai 30). *Segmentering*. Hentet mai 30, 2017 fra Avansert segmentering: https://www.forvalt.no/foretaksindex2/simpelsegmentering.aspx

PWC. (2016, Desember). *PWC Norge*. Hentet Mai 2, 2017 fra Risikopremien i det norske markedet: http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-2016.html

Regjeringen. (2016, Desember 20). *Regjeringen.no*. Hentet April 27, 2017 fra Skattesatser 2017: https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2017/id2514837/

Regjeringen. (2017). *Aktuelt*. Hentet fra www.Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/veireform-fremmet-i-statsrad-mer-effektiv-og-helhetlig-veiutbygging/id2406982/

Rognø, L. (2017, februar 11). *DinSide.no*. Hentet mai 26, 2017 fra Økonomi/Begravelse: http://www.dinside.no/okonomi/kan-bli-dyrt-a-ta-farvel/66931235

Schultz, J. (2017, 05 02). *Dagens næringsliv*. Hentet fra www.dn.no: https://www.dn.no/nyheter/2017/05/02/1707/Finans/skiltselskap-viser-vei-til-borsen

Titman, S. J., & Martin, J. (2014). Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions. Prentice Hall.

Tofteland, A. (2014). *Finansregnskap - Vurdering og analyse* (4. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Udnæs, G. (2015, 1). Generasjonsskifte – verdivurderinger og finansiering. *Praktisk økonomi & finans*(31), ss. 50-63.

Vedlegg

Vedlegg 1

Nøkkeltall Begravelsesbyrå Sørlandet

Alle tall i hele 1000, fra regnskapsår 2014	
RESULTATREGNSKAP	**Snitt**
Konsernregnskap	
Valutakode	
Sum driftsinntekter	4 625
Lønnskostnader	1 797
Sum driftskostnader	4 285
Driftsresultat	340
Netto finans	-36
Ordinært resultat før skattekostnad	305
BALANSEREGNSKAP	**Snitt**
Sum omløpsmidler	1 411
Sum gjeld	1 957
Sum egenkapital og gjeld	2 797
ØVRIG INFORMASJON	**Snitt**
Ansatte	3
Lederlønn	397
LØNNSOMHETSANALYSE	**Snitt**
Lønnsomhet (Totalkap. rentabilitet i %)	11,9
Resultat av driften i %	1,6
Bruttofortjeneste i %	66
Egenkapital rentabilitet før skatt i %	97
Egenkapital rentabilitet etter skatt i %	76
Omsetning/ansatt (hele 1000)	1 580
LIKVIDITETSANALYSE	**Snitt**
Likviditetsgrad I	1,19
Likviditetsgrad II	1,08
SOLIDITETSANALYSE	**Snitt**
Egenkapitalandel i %	28,4
Gjeldsgrad	26,3

Vedlegg 2

Nøkkeltall Begravelsesbyrå Sørlandet

Alle tall i hele 1000, fra regnskapsår 2015	
RESULTATREGNSKAP	**Snitt**
Konsernregnskap	
Valutakode	
Sum driftsinntekter	5 117
Lønnskostnader	1 825
Sum driftskostnader	4 568
Driftsresultat	549
Netto finans	-50
Ordinært resultat før skattekostnad	499
BALANSEREGNSKAP	**Snitt**
Sum omløpsmidler	1 287
Sum gjeld	2 173
Sum egenkapital og gjeld	2 641
ØVRIG INFORMASJON	**Snitt**
Ansatte	3
Lederlønn	489
LØNNSOMHETSANALYSE	**Snitt**
Lønnsomhet (Totalkap. rentabilitet i %)	19,2
Resultat av driften i %	17,8
Bruttofortjeneste i %	67
Egenkapital rentabilitet før skatt i %	182
Egenkapital rentabilitet etter skatt i %	134
Omsetning/ansatt (hele 1000)	1 682
LIKVIDITETSANALYSE	**Snitt**
Likviditetsgrad I	1,04
Likviditetsgrad II	0,94
SOLIDITETSANALYSE	**Snitt**
Egenkapitalandel i %	22,0
Gjeldsgrad	1,8

Vedlegg 3

Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS

Verdiberegning 2016	2017	2018	2019	2020	2021
Kontantstrømmer	324,46	470,98	479,75	487,19	493,38
Terminal verdi	6392,89				
Bankinnskudd	1174,00				
Rentebærende gjeld	1097,00				
Verdi selskap	6 963 261,29				
P/E Ratio	11,02				

Vedlegg 4

Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS

Verdiberegning 2013	2013	2014	2015	2016	2017
Kontantstrømmer	1201,43	154,10	31,37	771,43	311,16
Terminal verdi	1321,42				
Bankinnskudd	512,00				
Rentebærende gjeld	84,00				
Verdi selskap	4 218 906,15				
P/E Ratio	10,63				

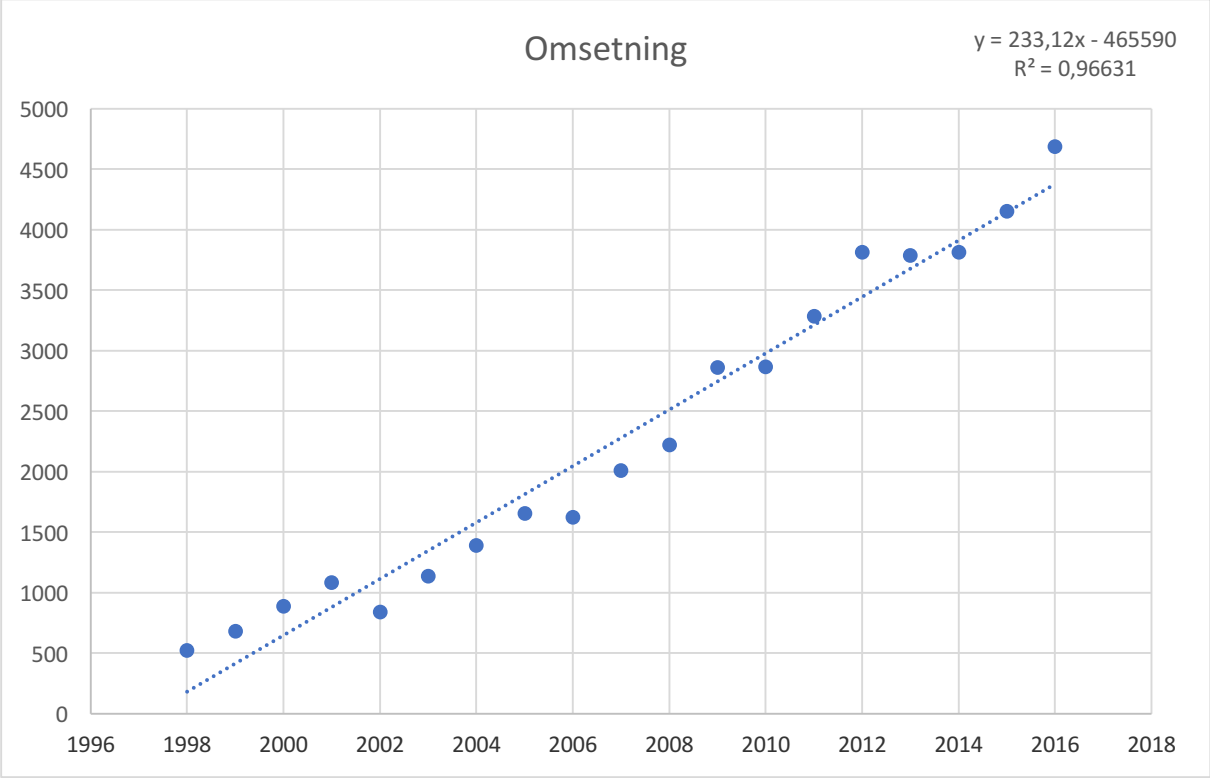
Vedlegg 5

Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS

Budsjett	2017	2018	2019	2020	2021
Sum driftsinntekter	4685	4846	5079	5312	5546
Varekostnad	1429	1228	1287	1346	1405
Lønnskostnad	1327	1250	1310	1370	1430
Herav kun lønn	1157				
Avskrivnig varige driftsmidler/im.eiend.	217	221	232	242	253
Tap på fordringer	0				
Andre driftskostnader	866	1332	1396	1460	1524
Sum driftskostnader	3838	4031	4225	4418	4612
Driftsresultat	847	816	855	894	933
Sum annen renteinntekt	1	1			
Sum finansinntekter	1	1			
Sum annen rentekostnad	18	18			
Sum annen finanskostnad	0	0			
Sum finanskostnader	18	18			
Netto Finans	-18	-18	-18	-18	-18
Ordinært resultat før skattekostnad	829	798	837	876	915
Skattekostnad på ordinært resultat	197	191	201	210	220
Ordinært resultat	632	606	636	666	696
Årsresultat	632	606	636	666	696
Kontantoverskudd til totalkapital	337,202	509	539	568	598
EBITDA	1064	1037	1086	1136	1186

Vedlegg 6

Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS



Vedlegg 7

BM Skilt AS

Budsjett	2017	2018	2019	2020	2021
Sum driftsinntekter	7 862,00	8 943,80	10 025,60	11 107,40	12 189,20
Varekostnad	1 457,18	1 657,69	1 858,20	2 058,70	2 259,21
Lønnskostnad	3 329,71	3 787,87	4 246,03	4 704,19	5 162,36
Avskrivning varige driftsmidler/im.eiend.	297,82	338,80	379,78	420,76	461,74
Tap på fordringer	-	-	-	-	-
Andre driftskostnader	1 330,44	1 513,51	1 696,58	1 879,64	2 062,71
Sum driftskostnader	6 415,15	7 297,87	8 180,59	9 063,30	9 946,02
Driftsresultat	1 446,85	1 645,93	1 845,01	2 044,10	2 243,18
Sum annen renteinntekt	-	-	-	-	-
Sum finansinntekter	-	-	-	-	-
Sum annen rentekostnad	-	-	-	-	-
Sum annen finanskostnad	-	-	-	-	-
Netto finans	-	-	-	-	-
Ordinært resultat før skattekostnad	1 446,85	1 645,93	1 845,01	2 044,10	2 243,18
Skattekostnad på ordinært resultat	347,24	395,02	442,80	490,58	538,36
Ordinært resultat	1 099,60	1 250,91	1 402,21	1 553,52	1 704,82
Årsresultat	1 099,60	1 250,91	1 402,21	1 553,52	1 704,82
Kontantoverskudd til totalkapital	1 297,06	1 147,85	1 299,15	1 450,46	1 601,76
EBITDA	1 744,67	1 984,73	2 224,80	2 464,86	2 704,92

Vedlegg 8

BM Skilt AS

Verdiberegning 2016	2017	2018	2019	2020	2021
Kontantstrømmer	1 240,33	1 049,65	1 136,05	1 212,89	1 280,84
Terminalverdi	15 832,11				
Bankinnskudd	635,00				
Rentebærende gjeld	1 046,80				
Verdi selskap	21 340 088,56				

Vedlegg 9

BM Skilt AS

Verdiberegning 2013	2013	2014	2015	2016	2017
Kontantstrømmer	(85,10)	864,58	701,70	(592,67)	980,42
Terminalverdi	11 145,96				
Bankinnskudd	859,00				
Rentebærende gjeld	818,00				
Verdi selskap	13 055 886,64				

Vedlegg 10

Nøkkeltall NACE-bransje: 42.110 - Bygging av veier og motorveier Vest-Agder

Alle tall i hele 1000, fra regnskapsår 2015	
RESULTATREGNSKAP	**Snitt**
Konsernregnskap	
Valutakode	
Sum driftsinntekter	12 917
Lønnskostnader	3 786
Sum driftskostnader	17 798
Driftsresultat	-4 881
Netto finans	255
Ordinært resultat før skattekostnad	-4 626
BALANSEREGNSKAP	**Snitt**
Sum omløpsmidler	112 549
Sum gjeld	43 337
Sum egenkapital og gjeld	114 583
ØVRIG INFORMASJON	**Snitt**
Ansatte	5
Lederlønn	222
LØNNSOMHETSANALYSE	**Snitt**
Lønnsomhet (Totalkap. rentabilitet i %)	16,3
Resultat av driften i %	-369,4
Bruttofortjeneste i %	61
Egenkapital rentabilitet før skatt i %	166
Egenkapital rentabilitet etter skatt i %	146
Omsetning/ansatt (hele 1000)	1 274
LIKVIDITETSANALYSE	**Snitt**
Likviditetsgrad I	2,15
Likviditetsgrad II	2,02
SOLIDITETSANALYSE	**Snitt**
Egenkapitalandel i %	32,0
Gjeldsgrad	-27,9

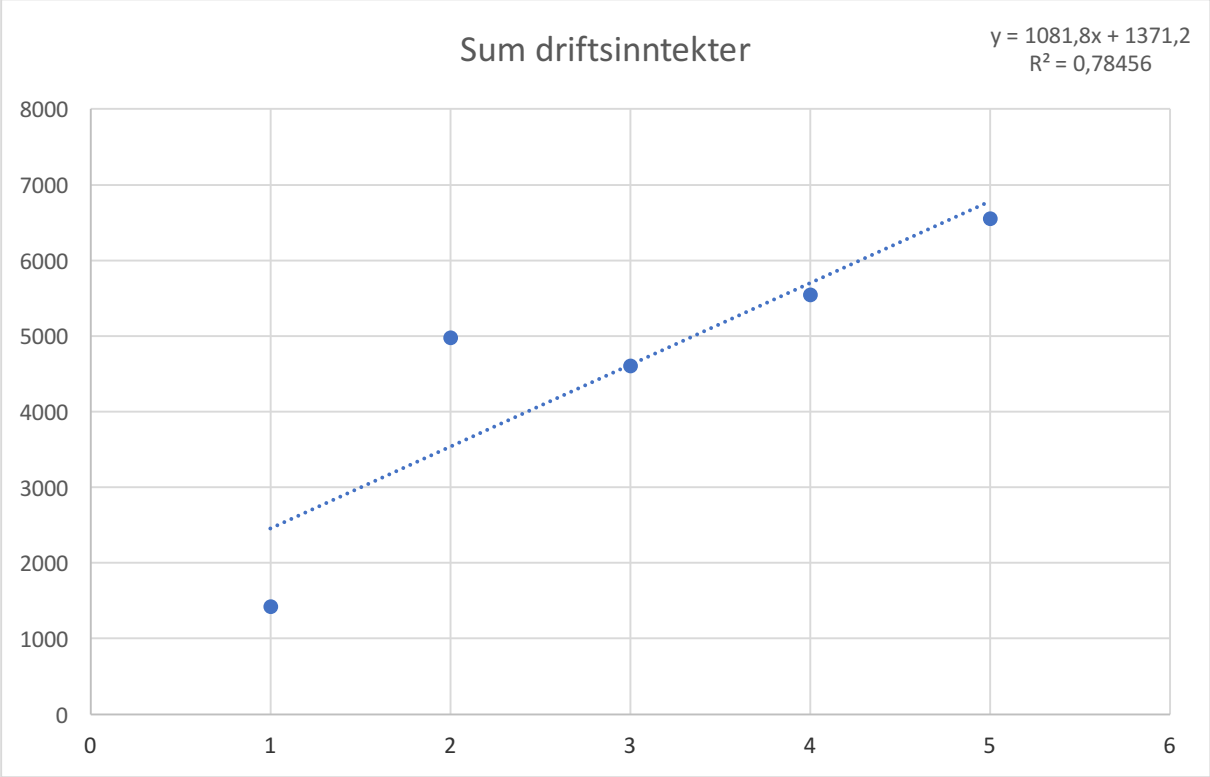
Vedlegg 11

Nøkkeltall NACE-bransje: 42.110 - Bygging av veier og motorveier Vest-Agder

Alle tall i hele 1000, fra regnskapsår 2014	
RESULTATREGNSKAP	**Snitt**
Konsernregnskap	
Valutakode	
Sum driftsinntekter	55 522
Lønnskostnader	4 332
Sum driftskostnader	54 311
Driftsresultat	1 210
Netto finans	33
Ordinært resultat før skattekostnad	1 243
BALANSEREGNSKAP	**Snitt**
Sum omløpsmidler	48 043
Sum gjeld	46 540
Sum egenkapital og gjeld	50 445
ØVRIG INFORMASJON	**Snitt**
Ansatte	8
Lederlønn	333
LØNNSOMHETSANALYSE	**Snitt**
Lønnsomhet (Totalkap. rentabilitet i %)	7,5
Resultat av driften i %	4,2
Bruttofortjeneste i %	51
Egenkapital rentabilitet før skatt i %	59
Egenkapital rentabilitet etter skatt i %	54
Omsetning/ansatt (hele 1000)	2 358
LIKVIDITETSANALYSE	**Snitt**
Likviditetsgrad I	1,16
Likviditetsgrad II	0,98
SOLIDITETSANALYSE	**Snitt**
Egenkapitalandel i %	14,1
Gjeldsgrad	102,4

Vedlegg 12

BM Skilt AS



Vedlegg 13

BM Skilt AS

	2012	2013	2014	2015	2016
Resultatregnskap	201	201	201	201	201
Sum driftsinntekter	1 422	4 974	4 599	5 540	6 548
Varekostnad	245	1 098	1 054	1 080	717
Lønnskostnader	365	1 908	2 087	2 410	3 854
Herav kun lønn	320	1 632	1 770	2 068	-
Pensjonskostnader	-	17	18	18	-
Avskriving varige driftsmidler/im. eiend.	31	135	170	277	350
Andre driftskostnader	206	755	736	994	1 375
Sum driftskostnader	847	3 897	4 046	4 760	6 296
Driftsresultat	574	1 078	553	780	252
Sum annen renteinntekt	-	3	4	3	1
Sum finansinntekter	-	3	4	3	1
Sum annen rentekostnad	6	19	1	10	42
Sum finanskostnader	6	19	1	10	42
Netto finans	(6)	(15)	2	(7)	(42)
Ordinært resultat før skattekostnad	568	1 062	555	773	210
Skattekostnad på ordinært resultat	159	297	150	207	53
Ordinært resultat	409	766	405	566	157
Årsresultat	409	766	405	566	157
Overføringer til/fra annen egenkapital	409	266	205	145	157
Sum overføringer og disponeringer	409	766	405	566	157

Vedlegg 14

BM Skilt AS

	2012	2013	2014	2015	2016
Balanseregnskap	201	201	201	201	201
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	477	562	692	920	940
Sum varige driftsmidler	477	562	692	920	940
Sum anleggsmidler	477	562	692	920	950
Kundefordringer	482	839	282	424	1135
Sum fordringer	487	839	321	446	1135
Kasse/Bank/Post	356	859	816	426	635
Sum Kasse/Bank/Post	356	859	816	426	635
Sum omløpsmidler	842	1698	1136	872	1770
Sum eiendeler	1319	2260	1829	1793	2720
Aksjekapital/Selskapskapital	30	30	30	30	30
Sum innskutt egenkapital	30	30	30	30	30
Annen egenkapital	409	674	880	145	302
Sum opptjent egenkapital	409	674	880	145	302
Sum egenkapital	439	704	910	175	332
Utsatt skatt	23	21	20	15	0
Sum avsetninger til forpliktelser	23	21	20	15	0
Pantegjeld/gjeld til kredittinstitusjoner	0	0	0	774	968
Annen langsiktig gjeld	375	0	0	0	0
Sum annen langsiktig gjeld	375	0	0	0	0
Sum langsiktig gjeld	398	21	20	789	968
Leverandørgjeld	90	217	172	96	277
Skyldige offentlige utgifter	212	321	202	275	694
Annen kortsiktig gjeld	45	199	174	245	370
Sum kortsiktig gjeld	483	1534	899	828	1420
Sum gjeld	880	1555	919	1617	2388
Sum egenkapital og gjeld	1319	2260	1829	1793	2720

Vedlegg 15

Nøkkeltall NACE-bransje: 42.110 - Bygging av veier og motorveier Vest-Agder

Alle tall i hele 1000, fra regnskapsår 2013	
RESULTATREGNSKAP	**Snitt**
Konsernregnskap	
Valutakode	
Sum driftsinntekter	37 311
Lønnskostnader	3 527
Sum driftskostnader	35 786
Driftsresultat	1 525
Netto finans	-119
Ordinært resultat før skattekostnad	1 406
BALANSEREGNSKAP	**Snitt**
Sum omløpsmidler	17 354
Sum gjeld	15 435
Sum egenkapital og gjeld	19 776
ØVRIG INFORMASJON	**Snitt**
Ansatte	7
Lederlønn	289
LØNNSOMHETSANALYSE	**Snitt**
Lønnsomhet (Totalkap. rentabilitet i %)	11,6
Resultat av driften i %	-58,2
Bruttofortjeneste i %	116
Egenkapital rentabilitet før skatt i %	-220
Egenkapital rentabilitet etter skatt i %	-222
Omsetning/ansatt (hele 1000)	2 168
LIKVIDITETSANALYSE	**Snitt**
Likviditetsgrad I	1,21
Likviditetsgrad II	1,05
SOLIDITETSANALYSE	**Snitt**
Egenkapitalandel i %	15,9
Gjeldsgrad	-144,4

Vedlegg 16

Balanseregnskap Evje og Vennesla Begravelsesbyrå AS

EVJE OG VENNESLA BEGRAVELSESBYRÅ AS																			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Balanseregnskap	19	19	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Maskiner og anlegg	0	26	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	27
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	35	0	261	210	185	160	135	303	262	221	312	264	392	758	504	1 173	951	769	757
Sum varige driftsmidler	0	26	261	210	185	160	135	303	262	221	312	264	392	758	504	1 173	951	769	784
Andre fordringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	26	26
Sum finansielle anleggsmidler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	26	26
Sum anleggsmidler	35	26	261	210	185	160	135	303	262	221	312	264	392	758	504	1173	951	795	810
Sum varer	0	0	0	0	0	0	0	17	32	39	13	70	64	48	70	107	59	103	137
Sum varelager	0	9	15	9	5	14	16	17	32	39	13	70	64	48	70	107	59	103	137
Kundefordringer	11	54	87	137	63	54	91	157	232	205	112	520	344	463	768	432	796	508	275
Sum fordringer	0	54	121	137	63	54	91	192	232	205	117	520	344	542	780	680	804	511	289
Kasse/Bank/Post	118	174	207	332	277	420	490	278	305	560	401	762	800	988	1 355	512	574	1 190	1 174
Sum Kasse/Bank/Post	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	401	762	800	988	1 355	512	574	1 190	1 174
Sum omløpsmidler	129	237	343	478	345	487	598	488	570	803	530	1352	1207	1577	2204	1299	1438	1804	1600
Sum eiendeler	164	263	604	688	530	647	733	791	832	1 024	842	1 616	1 599	2 335	2 708	2 472	2 389	2 599	2 410
Aksjekapital/Selskapskapital	50	50	50	50	50	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Sum innskutt egenkapital	0	50	50	50	50	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Annen egenkapital	0	118	163	208	229	37	33	204	245	387	80	519	811	1 194	1 735	1 482	818	388	133
Sum opptjent egenkapital	0	118	163	208	229	37	33	204	245	387	80	519	811	1 194	1 735	1 482	1 488	388	133
Sum egenkapital	74	168	213	258	279	137	133	304	345	487	180	619	911	1294	1835	1582	1588	488	233
Utsatt skatt	0	0	12	12	14	14	13	2	6	2	31	29	21	42	77	84	81	45	92
Sum avsetninger til forpliktelser	0	0	12	12	14	14	13	2	6	2	31	29	21	42	77	84	81	45	92
Pantegjeld/gjeld til kreditinstitusjoner	0	0	196	117	0	0	0	0	0	0	0	0	0	491	0	0	0	0	1 005
Ansvarlig lånekapital	0	0	0	0	0	0	0	0	252	252	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Annen langsiktig gjeld	0	0	0	0	0	50	203	252	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sum annen langsiktig gjeld	0	0	0	0	100	50	203	252	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sum langsiktig gjeld	0	0	208	129	114	64	216	254	258	254	31	29	21	533	77	84	81	45	1 097
Leverandørgjeld	60	5	38	43	18	18	9	32	36	86	49	136	141	34	52	52	77	131	143
Betalbar skatt	0	28	34	56	7	43	74	77	14	61	1	212	184	188	256	147	122	179	151
Skyldige offentlige utgifter	14	12	41	39	48	43	57	58	74	56	102	128	101	39	164	130	100	110	129
Skyldig lønn og feriepenger	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utbytte	0	0	0	100	0	303	189	0	0	0	380	100	150	150	200	350	300	1 500	500
Annen kortsiktig gjeld	4	49	69	63	64	39	55	65	105	80	99	391	91	97	123	128	122	146	159
Sum kortsiktig gjeld	90	94	182	301	137	446	384	233	228	283	631	968	667	508	796	806	720	2066	1081
Sum gjeld	90	94	390	430	251	510	600	487	487	537	662	996	688	1 041	872	890	801	2 111	2 177
Sum egenkapital og gjeld	164	262	603	688	530	647	733	791	832	1024	842	1616	1599	2335	2708	2472	2389	2599	2410