

ACC421A: VERDIVURDERING

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/>

Kursansvarleg:

Professor Kjell Henry Knivsflå,
Institutt for rekneskap, revisjon og rettsvitenskap,
NHH



E-post: kjell.knivsfla@nhh.no;

Twitter: @KjellKnivsfla



01-1

1)

VERDIVURDERING KVA ER DET?

1) MÅL

«FINNE EIT GODT ESTIMAT PÅ **VERDIEN**»

HER: VERDIEN TIL EIGENKAPITALEN I EIT SELSKAP

Å kalle ACC421A for verdi-
vurdering er **betre** enn
verdsetting/verdsettelse?

$$EK - VERDI_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{KONTANTSTRAUM_t}{(1 + krav)^t} - GJELD_0$$

DVS: EK-VERDI = NOVERDI
AV KONTANTSTRAUMEN TIL
SELSKAPET MINUS GJELD

01-2

VERDIVURDERING FRAMGANGSMÅTE

2) FRAMGANGSMÅTE

LAGE **PROGNOSE** PÅ FRAMTIDIG KONTANTSTRAUM TIL SELSKAPET,

DISKONTERE TIL NOVERDI MED EIT PASSANDE AVKASTINGSKRAV

– OG SÅ **TREKKJE FRÅ** VERDIEN AV GJELD

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FKD_t}{(1 + wacc)^t} - NFG_0$$

→ **SÅ ENKELT – MEN LIKEVEL SÅ VANSKELEG!**

01-3

DØME

Eit selskap med 500 i gjeld har dei tre seinaste åra skapt ein (fri) **kontant-
straum** frå drift på:

År	-2	-1	0	1	2	3	...
Kontantstraum	80	100	120	?	?	?	...

Fortid og notid

Prognose på kontantstraum

100 100 100 ...

Prognose på avkastingskrav

5% 5%
Framtid

→ **Eigenkapitalverdi**

100/0,05 - 500

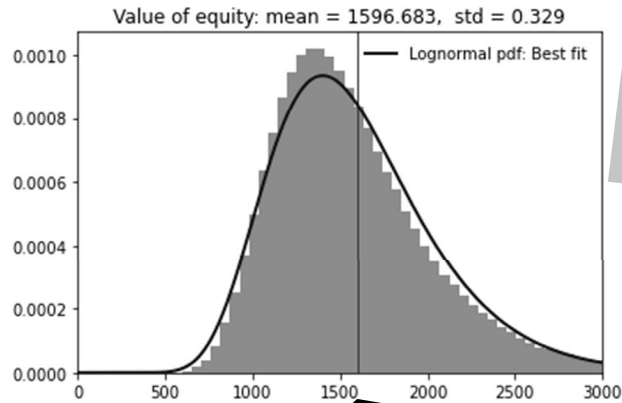
=
1500
Noverdi

Formel:
(kontantstram/(krav - vekst)) - gjeld

Vekst = 0



UVISSE → ESTIMAT



Det er viktig å synleggjere uvisse i verdiestimatet

Vanlig uvisse:
33-50%

Forventa verdi til EK = 1600;
Standardavviket = 33%

01-5

2)

ACC421A LÆREMÅL

Gjennom å ta ACC421A vil du få

KUNNSKAP

slik at du kan

- lage ein god strategisk rekneskapsanalyse, og
- bruke innsikt frå slik fundamentalanalyse til å
 - lage framtidsrekneskap, framtidskrav og eit
 - godt estimat på nettoverdien av verksemda



01-6

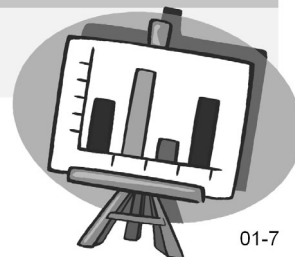
1.

INNHALD

VIDEOFØRELESING 1/FAGMØTE 1

- 1) Faget **finansrekneskap** i brei forstand
- 2) **Kursopplegget** for ACC421A våren 2023
- 3) **Rammeverk** for fundamental verddivurdering
- 4) **Møteplan**

→ FAGVIDEO 1.2 OG 1.3

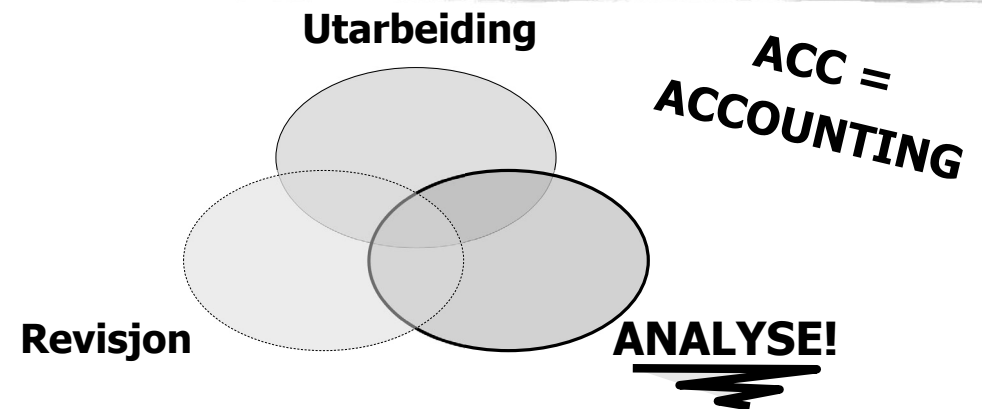


01-7

1)

FINANSREKNESKAP

= UTARBEIDING, REVISJON OG ANALYSE

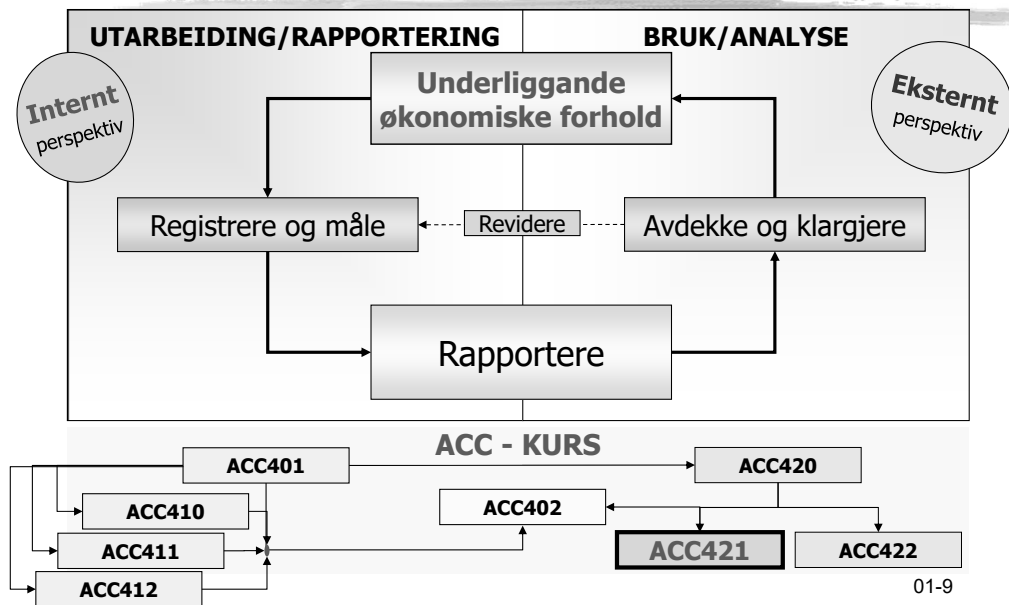


→ Utarbeiding = **produsentperspektiv**, revisjon = **kontrollperspektiv**,
analyse = **brukarperspektiv**

01-8

1.1

FINANSREKNESKAP UTARBEIDING KONTRA ANALYSE



01-9

NATURLEG FRAMDRIFT

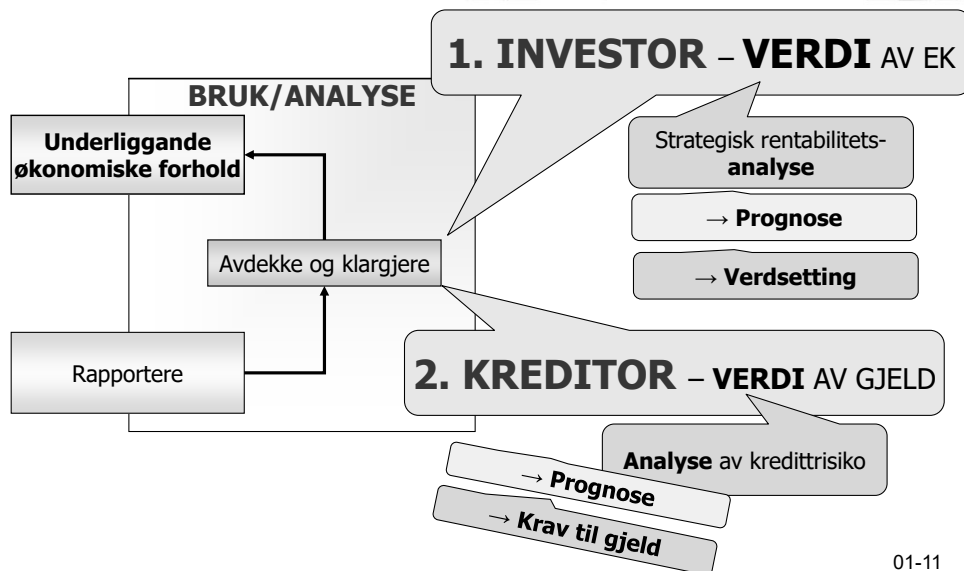
I EIN «MASTER I FINANSREKNESKAP»



01-10

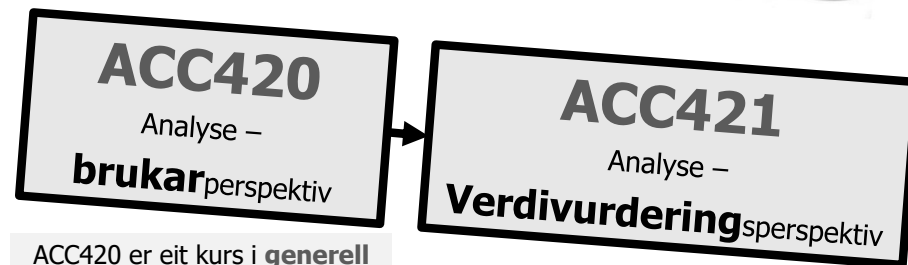
1.2

ANALYSE/VERDIVURDERING FOR INVESTOR OG KREDITOR



01-11

ACC421 KONTRA ACC420



ACC420 er eit kurs i **generell** analyse av finansrekneskapsinformasjon for fleire typar bruk (kredittvurdering, verdivurdering, styring og kontroll)

I ACC421 blir rekneskapsinformasjon analysert **spesifikt** med tanke på verdivurdering



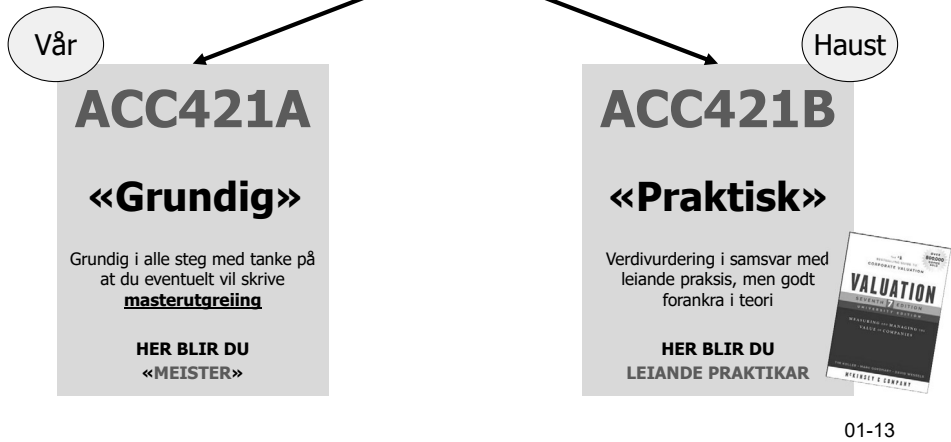
01-12

ACC421

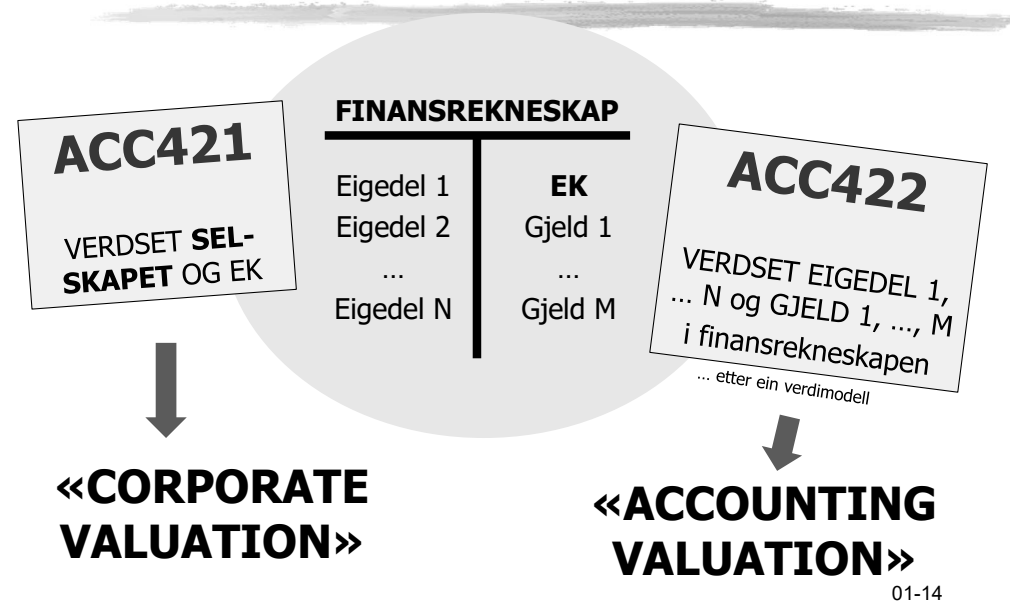
= ACC421A, ACC421B ELLER ACC421E

Engelsk

«Same» kurs, men litt forskjellig vinkling



ACC421 ↔ ACC422



ACC421: KVIFOR ACC – OG IKKJE FINANS (FIE)?

1) Kontantstrømmen blir prognostisert basert på innsikt frå **strategisk rekneskapsanalyse ...**

... eller altså **fundamental analyse**

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FKD_t}{(1 + wacc)^t} - NFG_0$$

2) Kravet til avkasting bør analyserast i samsvar med moderne finans = «Corporate finance»

→ Teljaren er «viktigare» enn nemnaren – og dermed er verdivurdering mest rekneskap og økonomisk analyse – altså ACC

2) ACC421A KURSOPPLEGGET



ACC421A

ER

80% DIGITALT



01-17

2.1

OPPLEGG VIDEOAR → FAGMØTE

VIDEOFØRELESING 1

Delt opp i flere videosnuttar

VIDEOFØRELESING 2

Delt opp i flere videosnuttar

...

VIDEOFØRELESING N

Delt opp i flere videosnuttar

FAGMØTE

VIDEOFØRELESING

med plansjar

- 20 videoførelingar, sjå 4)
- Over **100** videosnuttar!

FAGMØTE

- **Plan A:** Spørsmål, svar og fagleg diskusjon?
- **Plan B:** Oppsummering

Ver budd gjennom å setje deg godt inn i fagvideoane til kvart møte

INTRO - 6 FAGMØTE - AVSLUT

GONG	DATO, VEKE, TID OG STAD	EMNE
INT	10.01 - 02 - 08:15-10:00 AUD O	ACC421A: INTRODUKSJON – KURSOPPLEGG - RAMMEVERK
FM1	19.01 - 03 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: STRATEGISK REKNESKAPSANALYSE: SA + RA = SRA
FM2	02.02 - 05 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: RA = TRA + OMG + MF&J + FTA
FM3	16.02 - 07 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: FTA = FORHOLDSTALSANALYSE = RIS + SRA
FM4	02.03 - 09 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: VERDIVURDERING I PRAKSIS – FCFO & WACC
FM5	16.03 - 11 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV - FULLSTENDIG
FM6	30.03 - 13 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: VERDISSETTING, UVISSE OG AKSJEHANDEL
AVS	13.04 - 15 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING ACC421A – LITT OM EKSAMEN

→ Sjå førelings- og møteplanen i 4)

2.2

PENSUM ACC421A

= 100

FAGVIDEOSNUTTAR MED PLANSJAR

Video og plansjar er **detaljerte**

+ INTRO + 6 FAGMØTE + AVSLUTN

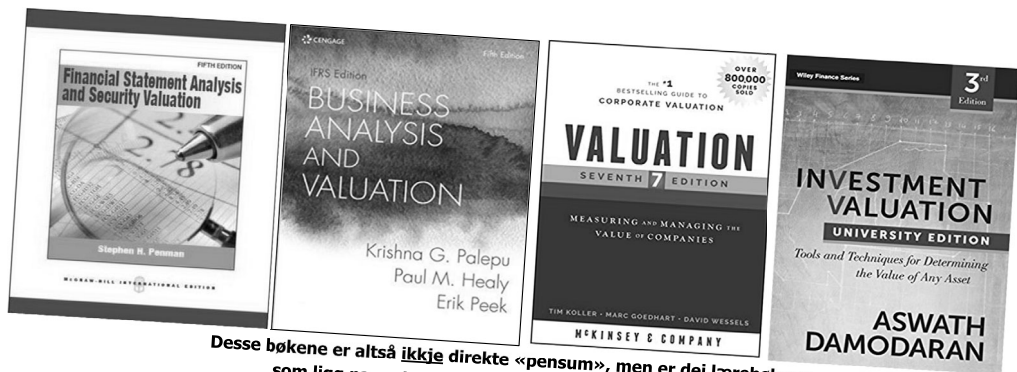
Også med video og plansjar

+ OPPGÅVER i 6 sett

Med detaljert løysingsforslag

01-20

SUPPLERANDE LITTERATUR FOR Å FÅ «KJØT PÅ BEINA»

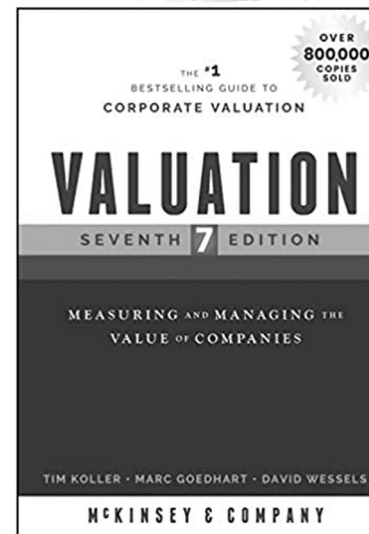


Desse bøkene er altså **ikkje** direkte «pensum», men er dei lærebøkene som ligg nærast opp til pensum på førelingsplansjane

FØRELESINGSPLANSJANE ER PÅ MANGE MÅTAR
DET BESTE FRÅ DESSE LÆREBØKENE

01-21

SAMLAT SETT ER DETTE «DEN BESTE BOKA»:



01-22

2.3 GJENNOMGANGSDØME «SELSKAP X OG TIDDER»

Konstruert eksempel
i videoførelingane
«Selskap X»

Konstruert eksempel
i fagmøta
«Tidder»

+ Excelmodell

... sjå neste plansje

01-23

EXCEL-MODELL

SELSKAP	X	BRANSJE	Y	ACC421A
FUNDAMENTAL VERDIVURDERING				
1) STRATEGISK ANALYSE				<p>An analyst works to create a model for determining the estimated value of a company's share price based on publicly available data. This value is only an estimate, the analyst's educated opinion of what the company's share price should be worth compared to the currently trading market price. Some analysts may refer to their estimated</p>
2) REKNESKAPSANALYSE	TRYKK HER			
3) FRAMSKRIVING - BUDSJETTERING	TRYKK HER			
4) VERDSETTING OG UVISSE	TRYKK HER			
5) HANDLESTRATEGI	TRYKK HER			
→ OPPSUMMERING - VERDIESTIMATET	TRYKK HER			<p>VERSION: 3.1.2</p> <p>Dette programmet er under utvikling. Finn da fel etter gar forberinger, kontakt kelli.sivola@helsinki.fi</p> <p>BU5440A er endre til ACC421A</p>

Illustrasjon av korleis verddivurdering **kan** gjennomførast i MS Excel
Alternativt: Python?

01-24

2.4

HEIMESIDE

<https://course.nhh.no/master/ACC421A>

ACC421A
(TIDLEGÅRE BUS40A)
VERDIVURDERING

KURSANSVARLEG
Kjell Henry Knivsfla

MÅL
Gjennom å ta dette kurset i rekneskapsanalyse og verddivurdering vil du få kunnskap slik at du kan lage en god strategisk rekneskapsanalyse og nytte innstikk fra slike fundamentalanalyse til å lage framside-rekneskaps- framtidstavn og et godt estimat på nettoverdiem på verkemønde – og kunne synleggjere avvika i verddivurdering.

Do file **MEIR INFORMASJON** om kurset ved å trykke på figuren eller på introduksjonsvideoen i menyen:

MENY

- **RAMMEVERK FOR VERDIVURDERING**
 - Introduksjonsforelesing
 - Tid og stid: Tysdag 10.01 kl. 08:15-10:00 i Aud O
 - Introduksjonsvideo: [sida 1.1](#) (sjå også 1.2, 1.3)
 - Tilhørande planlegg
 - 6 FAGMØTE: Fagstudieplan: Sjå planneje 38 i introduksjonen
 - Fagmøte 1: Strategisk rekneskapsanalyse
 - Fagmøte 2: Rekneskapsanalyse
 - Fagmøte 3: Fotboldrekneskapsanalyse
 - Fagmøte 4: Verddivurdering i praksis
 - Fagmøte 5: Budjettering og framtidstavn
 - Fagmøte 6: Verddivurdering og utvise i verddivurdering

1) All **faginformatjon** finn du på **heimesida** til ACC421A:

- Førelings- og møteplan
- Videoar og plansjar
- Excel-modell
- Oppgåver

2) **ACC421A ER OGSÅ PÅ CANVAS**

2.5

KURSGODKJENNING «KRAV»

SOM KURSDELTAKAR **BØR DU**

- **Delta** på fagmøta
- Gjere **oppgåvene**
- **Evaluere** kurset til slutt



→ Mot slutten av kurset **sender du ein epost** til

kjell.knivsfla@nhh.no

og rapporterer om du har vore ein aktiv kursdeltakar eller ikkje. Slik får du **kursgodkjenning**

01-26

2.6

EKSAMEN

= 4 TIMAR MED «ALLE» HJELPEMIDDEL

Praktiske rekneoppgåver

kombinert med teori- og reflekterande spørsmål

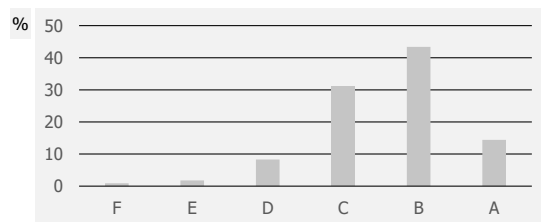
- Hektisk med mykje å gjere!

EKSAMEN

12.06.2023

KL. 9-13

→ **Typisk karakterfordeling** i ACC421A:



OPPGÅVELØYSING = GOD FØREBUING TIL EKSAMEN

Seks sett med eksamensrelevante oppgåver er **tilgjengelege**

.... Det blir presentert forslag til **løysing** på alle oppgåvene



01-28

2.7

KURSEVALUERING = DU GJEV KARAKTER TIL ACC421A

FRÅ KURS-EVALUERINGA
2022

#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Totalt sett, hvor fornøyd er du med BUS440A?	2.00	5.00	3.82	0.83	0.69	11
#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Jeg synes at Kjell Henry Knivsfå formidlet sin kunnskap på en hensiktsmessig måte	2.00	5.00	3.91	1.00	0.99	11

KURSDeltakarane gjev ACC421A

B-

01-29

SKRYT OG KRITIKK

... vel: Dette er marknadføring

Hva fungerte best i kurset?

bra slides stort sett godt forklarte løsningsforslag til oppgavene nyttige fagmatevideor som går gjennom det viktigste

Foreleser har vært svært grundig, det er tydelig at det er lagt ned mye arbeid. Setter spesielt pris på grundige løsningsforslag til de individuelle oppgavene.

At det er online, og at en derfor kan ta forelesningene i sitt tempo

Videoforelesninger

gode oppgavesett

Likte veldig godt hjemmesiden og det var veldig nyttig at kurset har produsert et nøye gjennomtenkt og oversiktlig rammeverk for verdsettelse. Har snakket med andre studenter som tar andre verdsettelses- kurs som syntes at dette rammeverket ga en veldig oversiktlig måte på å forstå HVA verdsettelse faktisk dreier seg om, og hvordan man går frem.

Dyktig foreleser. Interessant pensum

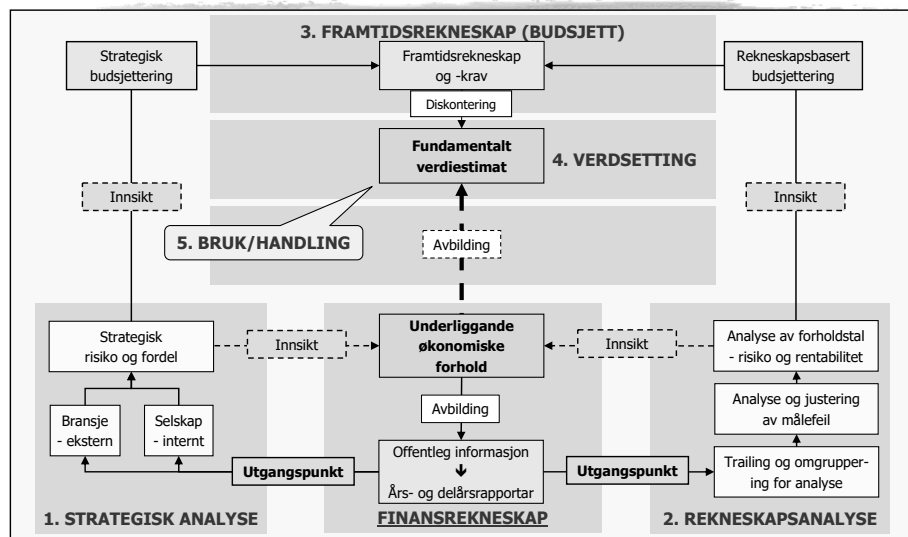
Videoene er veldig bra! Nettsiden til kurset er også veldig oversiktlig og grei å forholde seg til

01-30

3)

RAMMEVERK

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

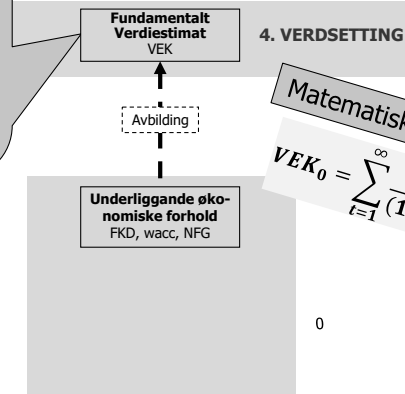


FUNDAMENTAL VERDIVURDERING MÅL

MÅLET MED RAMMEVERKET
ER Å LAGE EIT FUNDAMENTALT VERDIESTIMAT SOM GJEV EIT GODT AVBILDING AV UNDERLIGGANDE ØKONOMISKE FORHOLD I DET ANALYSERTE SELSKAPET

– ALTSÅ LAGE EIT GODT VERDIESTIMAT

... og synleggjere uvisna



Matematisk er avbildinga slik:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FKD_t}{(1 + wacc)^t} - NFG_0$$

01-32

UTGANGSPUNKT

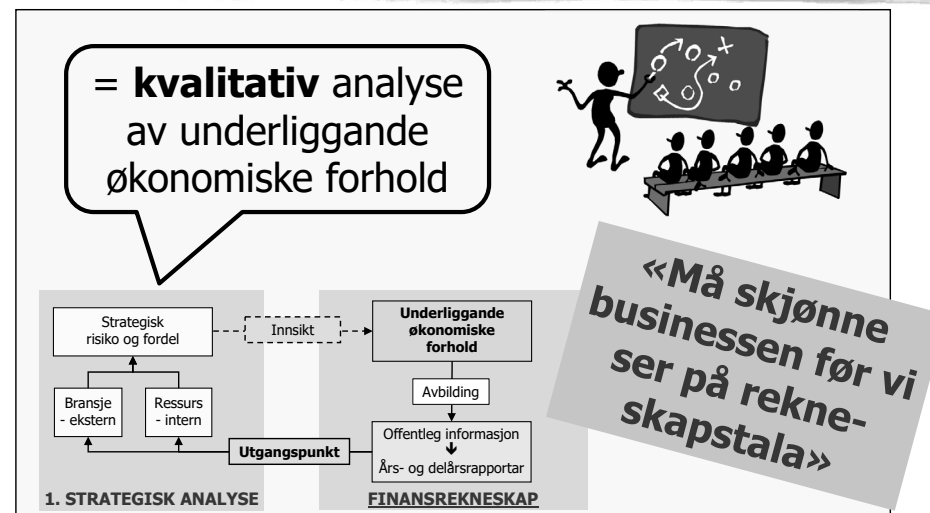
OFFENTLEG INFORMASJON, SPESIELT FINANSREKNESKAP



01-33

STEG 1

STRATEGISK ANALYSE



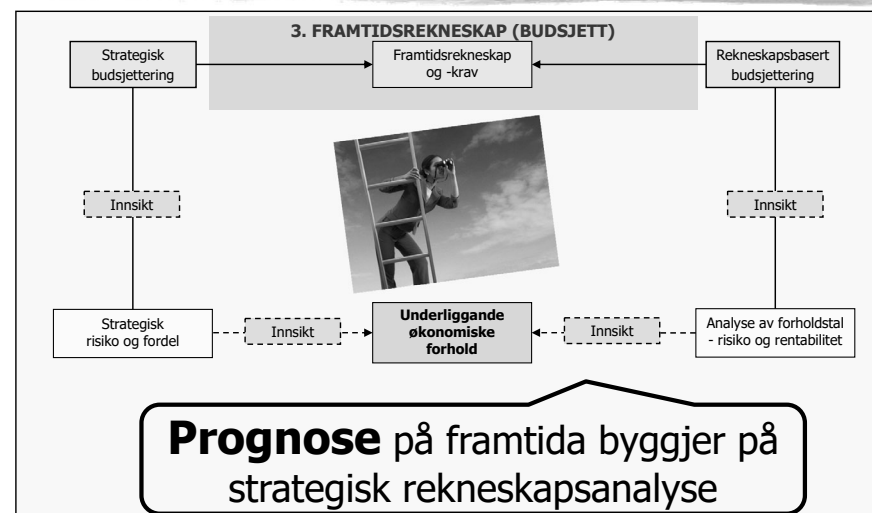
STEG 2

REKNESKAPSANALYSE



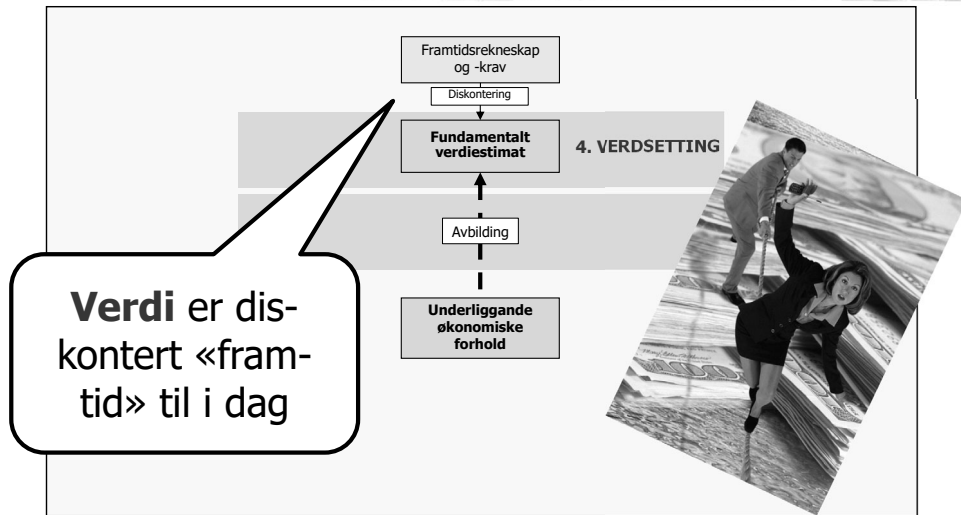
STEG 3

FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV



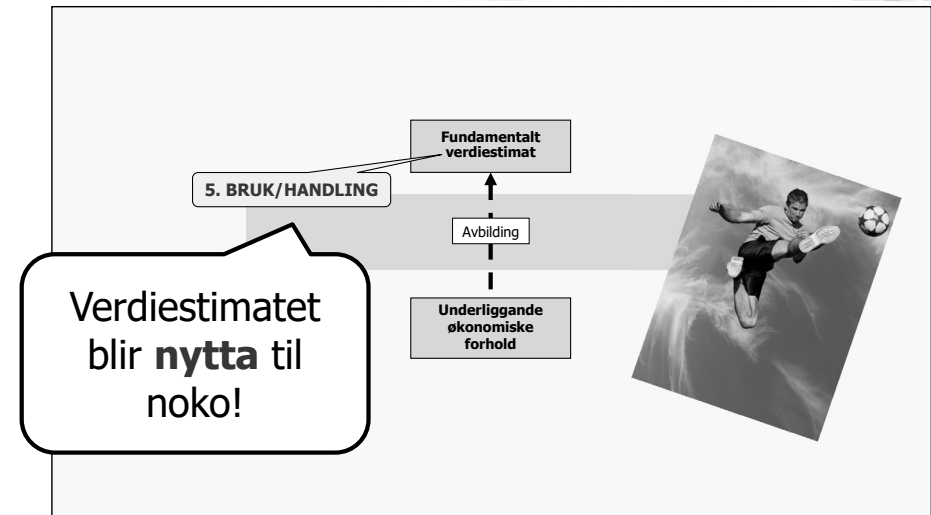
STEG 4

FUNDAMENTAL VERDSETTING



STEG 5

BRUK/HANDLING



4)

MØTE- OG VIDEOPLAN VÅR 2023

GONG	DATO, VEKE, TID OG STAD	EMNE
INT	10.01 - 02 - 08:15-10:00 AUD O	ACC421A: INTRODUKSJON – KURSOPPLEGG - RAMMEVERK
FM1	19.01 - 03 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: STRATEGISK REKNESKAPSANALYSE: SA + RA = SRA
FM2	02.02 - 05 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: RA = TRA + OMG + MF&J + FTA
FM3	16.02 - 07 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: FTA = FORHOLDSTALSANALYSE = RIS + SRA
FM4	02.03 - 09 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: VERDIVURDERING I PRAKSIS – FCFO & WACC
FM5	16.03 - 11 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV - FULLSTENDIG
FM6	30.03 - 13 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING + CASE: VERDISSETTING, UVISSE OG AKSJEHANDEL
AVS	13.04 - 15 - 10:15-12:00 AUD J	OPPSUMMERING ACC421A – LITT OM EKSAMEN

EMNE OG FAGVIDEOAR ACC421A

VF = videoførelsing

VF	STEG	INNHALD	FAGVIDIOSNUTT
01		INTRODUKSJON – TEKNIKKAR – RAMMEVERK	1.1-1.3
	1	STRATEGISK ANALYSE	
02		Bransje- og selskapsanalyse – og kopling til rekneskap og verdi	2.1-2.7
	2	REKNESKAPSANALYSE	
03	2.1	- Ramme; praktiske val, rapporterte tal og «trailing»	3.1-3.4
	2.2	OMGRUPPERING FOR ANALYSE	
04		- Omgr. resultat , drift kontra finans, normalisering og fordeling av skatt	4.1-4.8
05		- Omgruppert balanse , endring i ek og fri kontantstrøm	5.1-5.8

EMNE OG FAGVIDEOAR ACC421A

VF	STEG	INNHALD	FAGVIDEOSNUTT
	2.3	MÅLEFEIL OG JUSTERING	
06		- Rekneskapsbasert måling : NGRS og IFRS; innrekning og måling	6.1-6.5
07		- Målefeil av type 1, 2 og 3 : «The good, the bad, and the ugly»	7.1-7.4
08		- Justering av forskning og utvikling, marknadsføring og nedskrivning?	8.1-8.4
	2.4	FORHOLDSTALSANALYSE	
09		- Ramme; analyse av risiko og syntetisk rating	9.1-9.6
10		- Historisk avkastingskrav = målestokk for rentabilitet	10.1-10.6
11		- Strategisk rentabilitetsanalyse ; finansieringsfordel	11.1-11.3
12		- Analyse av driftsfordel – bransje og selskap; margin og omløp; gearing	12.1-12.5



EMNE OG FAGVIDEOAR ACC421A

VF	STEG	INNHALD	FAGVIDEOSNUTT
	3	FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV	
13		- Ramme; analyse og framskriving av vekst og driftsinntekter; horisont T	13.1-13.5
14		- Driftsbudsjettet, finansbudsjett og forenkling i praksis	14.1-14.3
15		- Enkel WACC ; fullstendige framtidskrav ; strategisk fordel	15.1-15.6
	4	FUNDAMENTAL VERDSETTING	
16		- Praktisk verdivurdering ; oversikt over metodar; EK-metoden ; 3-4 modellar	16.1-16.7
17		- SK-metoden – og verdikonvergens til eitt verdiestimat	17.1-17.6
18		- Analyse av uvisse og strategisk fordel i verdiestimatet	18.1-18.4
19	5	- Handling på basis av verdiestimatet – og nokre Emne i verdivurdering	19.1-19.4
20		Oppsummering og litt om eksamen	20.1-20.5

EKSAMEN

12.06.2023

KL. 9-13

103 VIDEOSNUTTAR!

5)

FØRELESING 1 TILHØYRANDE FAGVIDEOAR

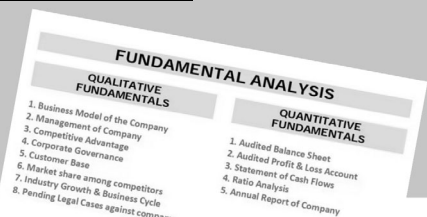
...

1.2 Oversikt over verdsettingsteknikkar

→ **VIDEO**

1.3 Meir om rammeverket for fundamental verdivurdering

→ **VIDEO**



2.

VERDIVURDERING TRE HOVUDTYPAR!

Videopresentasjon ved

Professor Kjell Henry Knivsflå,
Institutt for rekneskap, revisjon og rettsvitenskap,
NHH



E-post : kjell.knivsfla@nhh.no



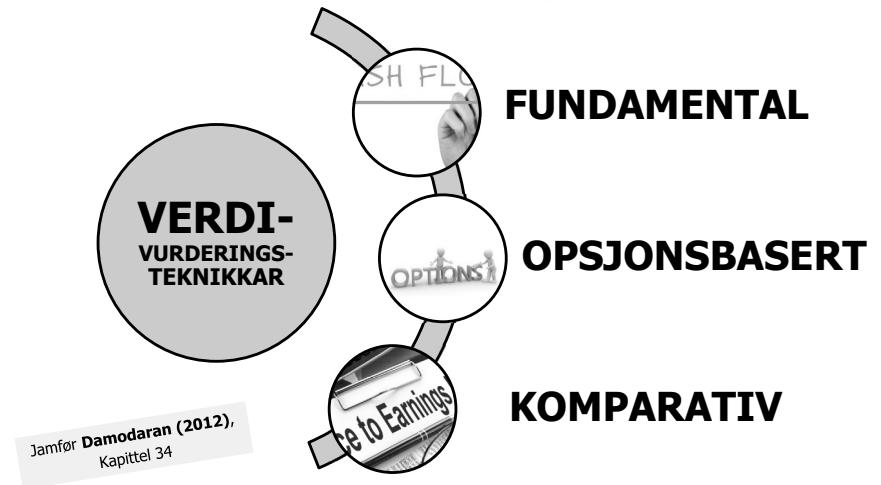
INNHALD

- 1) Verdivurdering – **tre** hovudteknikkar
- 2) Kva for teknikk er **best**?
- 3) **Val** av fokus i ACC421A

01-45

1)

VERDIVURDERING TRE TEKNIKKAR

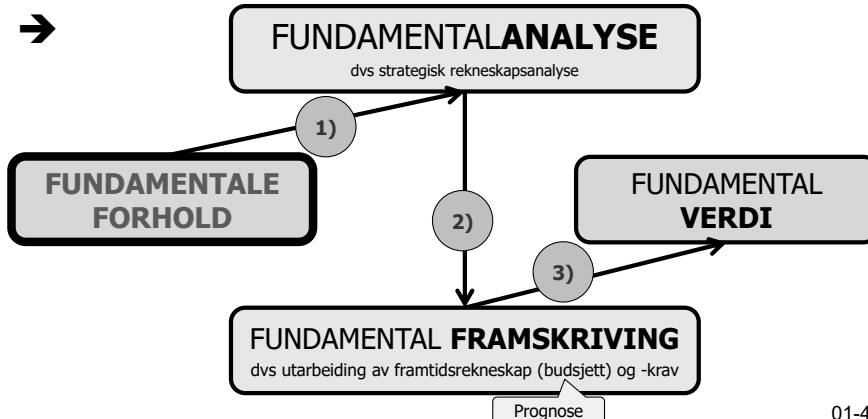


01-46

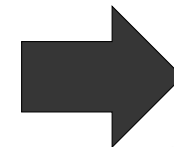
1)

FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

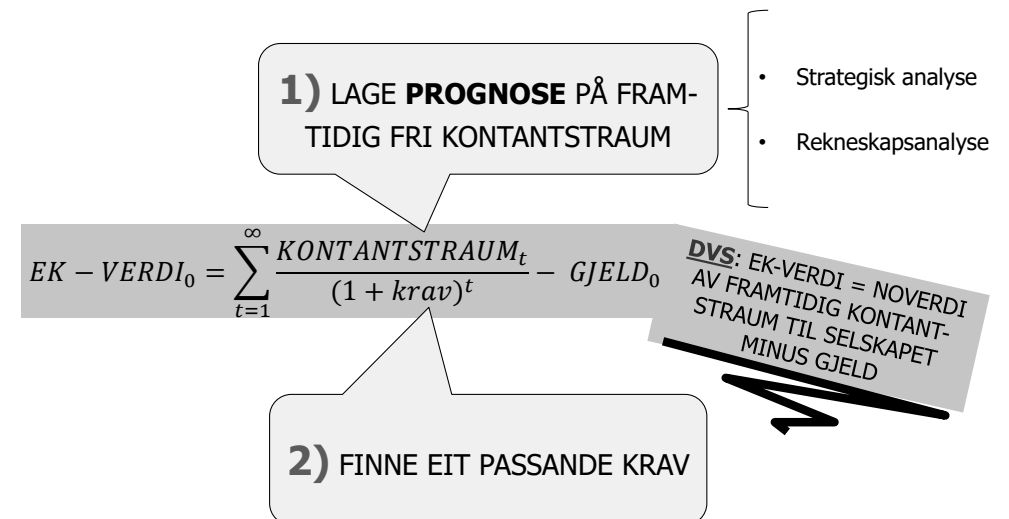
Fundamental verdivurdering er **1)** strategisk rekneskapsanalyse, **2)** utarbeiding av framtidsrekneskap og framtidskrav og **3)** verdsetting



01-47



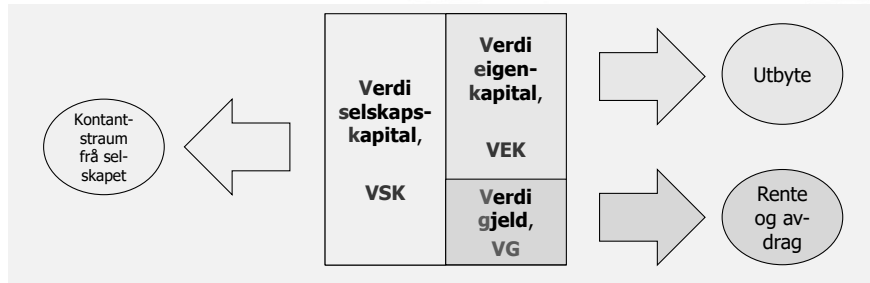
FUNDAMENTAL VERDI



01-48

1.1)

TO METODAR



→ TO MÅTAR Å FINNE VERDIEN TIL EIGENKAPITAL

1) **VEK** = Noverdi av kontantar til eigarane **EK-METODEN**
EIGENKAPITALMETODEN

2) **VEK** = VSK - VG **SK-METODEN**
SELSKAPSKAPITALMETODEN

SK = selskapskapital og EK = eigenkapital

01-49

1.2)

TRE-FIRE MODELLAR

1) **FRI KONTANTSTRAUMMODELL**

$$VERDI_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FRI KONTANTSTRAUM_t}{(1 + krav)^t} \quad [ELLER UTBYTE]$$

2) **SUPERPROFITMODELL**

$$VERDI_0 = BALANSEFØRT_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{SUPERPROFIT_t}{(1 + krav)^t}$$

3) **SUPERPROFITVEKSTMODELL**

$$VERDI_0 = \frac{RESULTAT_1}{krav} + \sum_{t=2}^{\infty} \frac{SUPERPROFITVEKST_t}{krav \cdot (1 + krav)^{t-1}}$$



01-50

2)

OPSJONSBASERT VERDIVURDERING

Opsjonsbasert verdivurdering er separat verdsetting av **fleksibilitet** og andre opsjonar i drift og finansiering gjennom opsjonsprising

→ ALTSÅ:

Verdi = «statisk verdi» + verdi av særleg fleksibilitet

Statisk verdi er gjerne basert på **fundamental verdivurdering** (utan opsjonar)

Verdien blir funnen ved hjelp av **opsjonsprising**



01-51

SÆRLEG FLEKSIBILITET

... I FORM AV RETTEN, MEN IKKJE PLIKTA TIL Å KUNNE

1) **VEKSE/EKSPANDERE**

2) **VENTE/UTSETTE**

3) **SKALERE NED/AVVIKLE**

DØME

Eit **tomteselskap** har to tomter. Den eine tomta har verdi 100. Den einaste forskjellen på den andre tomta er at ho ikkje kan utnyttast før tomta blir utbetra, noko som kostar 120. **Kva er verdien av tomteselskapet?**

SVAR: 100 + opsjonsverdien av å kunne utnytte den andre tomta ved ei eventuell verdistiging på tomter

01-52

3)

KOMPARATIV VERDIVURDERING

Komparativ eller relativ verddivurdering er basert på samanliknande prising i høve til tilsvarande verksemdar eller eigdeklar

RELATIV SAMANLIKNING ELLER PRISING:

$$\frac{\text{VERDI SELSKAP eller EIGEDEL A}}{\text{SAMANLIKNINGSGRUNNLAG A}} = \frac{\text{VERDI K}}{\text{GRUNNLAG K}}$$

K =
Komparativ selskap eller eigdeklar

Dvs verdien til A **relativt** til eit samanlikningsgrunnlag = verdien til K relativt til grunnlaget

→ **MULTIPLIKATORMETODEN:**

$$\text{VERDI A} = \frac{\text{VERDI K}}{\text{GRUNNLAG K}} \cdot \text{GRUNNLAG A}$$

DØME PÅ GRUNNLAG:
BOK OG FORTENESTE

Komparativ multiplikator

01-53

MODELLAR

FOR KOMPARATIV VERDIVURDERING AV EK

EK-MULTIPLIKATORAR

SK-MULTIPLIKATORAR

1) Pris/bok

$$\text{VEK i A} = (\text{VEK/EK})_K \cdot \text{EK i A}$$

1) Pris/bok

$$\text{VEK i A} = (\text{VSK/SK})_K \cdot \text{SK i A} - \text{Gjeld i A}$$

2) Pris/forteneste

$$\text{VEK i A} = (\text{VEK/RES})_K \cdot \text{RES i A}$$

2) Pris/forteneste

$$\text{VEK i A} = (\text{VSK/SRES})_K \cdot \text{SRES i A} - \text{Gjeld i A}$$

3) ...

3) ...

Verdien til egenkapital i A er lik pris/forteneste-forholdet i komparative verksemdar (K) multiplisert med forteneasta eller altså resultatet i selskap A

01-54

→ SPESIALTILFELLE

SAMANLIKNINGSGRUNNLAGET = **1**

1 til 1 samanlikning kan vere aktuelt for eigdeklar

→ 1) **ABSOLUTT SAMANLIKNING = SUBSTANSVERDIMETODEN**

VERDI PÅ EIGEDEL A = **SALSVERDI** KOMPARATIV EIGEDEL K

2) **SUBSTANSVERDI TIL EK:**

Verdi **tomt** av A ≈ verdi av tomt av K, som er like stor og ligg i nabolaget og er nettopp blitt omsett

VEK = SUM SUBSTANSVERDIAR PÅ EIGEDELAR - VERDI GJELD

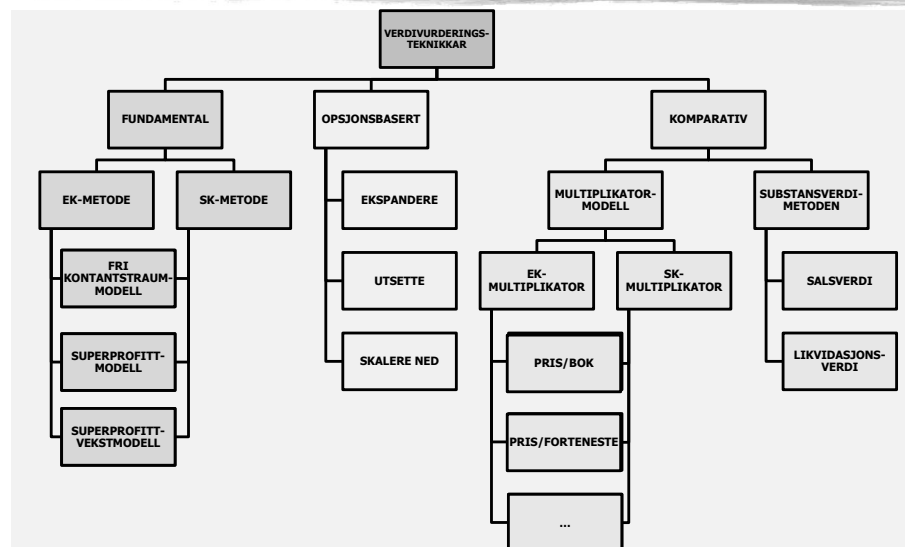
Kan passe for eit eigeomsselskap eller eit shippingselskap?

→ RASK AVVIKLING eller SAL = **LIKVIDASJONSVERDI**

01-55

4)

VERDSETTINGSTEKNIKKAR OPPSUMMERING



01-56

2)

KVA FOR TEKNIKK ER «BEST»?



...

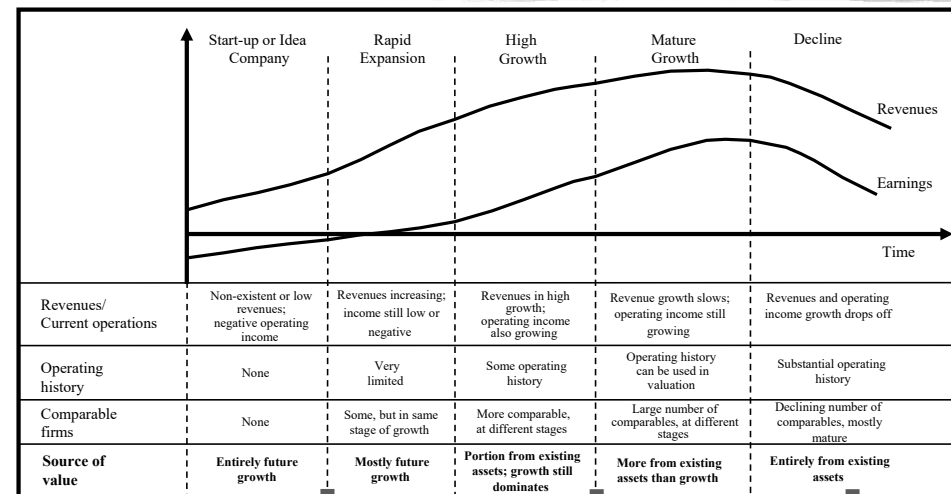
DET AVHENG AV EIGENSKAPAR VED SELSKAPET OG BRANSJEN, MELLOM ANNA:

- 1) FASE I LIVSSYKLUSEN,
- 2) UNIKHEIT OG
- 3) DRIFT ELLER AVVIKLING

[Flere forhold, sjå Damodaran (2012), sidene 925-929]

01-57

VALUATION ISSUES ACROSS THE LIFE CYCLE



Damodaran (2012, p. 645)

TEKNIKK:

OPSJON/KOMPARATIV/FUNDA?

FUNDAMENTAL/KOMPARATIV?

FUNDA/OPSJON/SUBSTANS?

1)

FUNDAMENTAL NÅR ER TEKNIKKEN BEST?

FUNDAMENTAL VERDIVURDERING HØVER «**ALLTID**»

MEN TEKNIKKEN ER BEST NÅR

- det er **godt med fundamental informasjon** om selskapet og bransjen, noko som vil vere tilfellet for **modne** selskap og bransjar
- det **ikkje** er **særskild fleksibilitet** med stor verdi
- det **ikkje** er **stor fare for avvikling**

01-59

2)

OPSJONSBASERT NÅR ER TEKNIKKEN BEST?

OPSJONSBASERT VERDIVURDERING ER OFTAST BEST SOM EIT **SUPPLEMENT** TIL FUNDAMENTAL VERDIVURDERING,

SPESELT

- **tidleg eller seint i livssyklusen** dersom det er spesiell fleksibilitet knytte til ekspansjon eller avvikling, og elles
- i den modne fasen dersom der er særleg fleksibilitet av **stor** verdi

01-60

3)

KOMPARATIV NÅR ER TEKNIKKEN BEST?

KOMPARATIV VERDIVURDERING ER TRULEG DEN **MEST**
NYTTA TEKNIKKEN I PRAKSIS

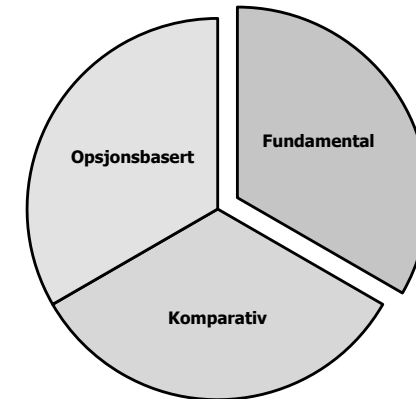
MEN BØR KANSKJE BERRE VERE HOVUDTEKNIKK NÅR

- der er **lite fundamental informasjon** om selskapet, men godt med komparative bransjeselskap
 - det **ikkje ligg føre spesielle selskapsfordelar**
- **Substansverdimetoden** er velegna når det **eksisterer salsverdiar** på egedelane (shipping og eigedom) – og ved **avvikling** i form av likvidasjonsverdiar

01-61

3)

VAL AV FOKUS I ACC421A



01-62

VAL AV FOKUS I ACC421A

Då ACC421A er eit kurs innanfor ACC vil fokuset vere på

FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

Komparativ og opsjonsbasert verdivurdering

blir omhandla i eigne presentasjonar, som **ikkje** er pensum i ACC421A

01-63

3.

RAMMEVERK

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

Videopresentasjon ved

Professor Kjell Henry Knivsflå,
Institutt for rekneskap, revisjon og rettsvitenskap,
NHH

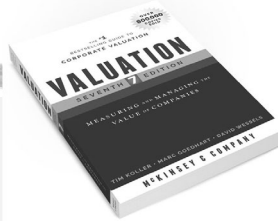


E-post: kjell.knivsfla@nhh.no; Twitter: @KjellKnivsfla



01-64

INNHALD



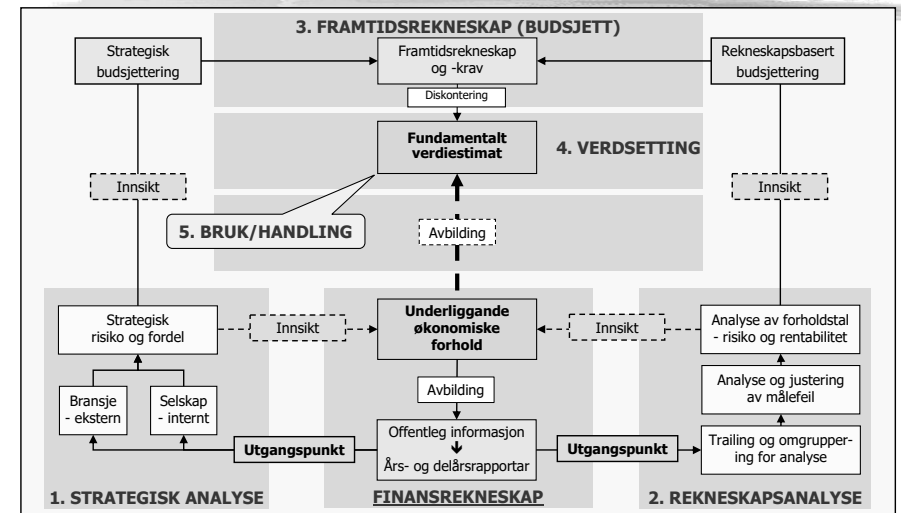
STEG 0: Mål og utgangspunkt

- 1) **STEG 1:** Strategisk analyse
- 2) **STEG 2:** Rekneskapsanalyse
- 3) **STEG 3:** Framtidsrekneskap og -krav
- 4) **STEG 4:** Verdsetting og uvisse
- 5) **STEG 5:** Bruk av verdiestimatet

01-65

RAMMEVERK

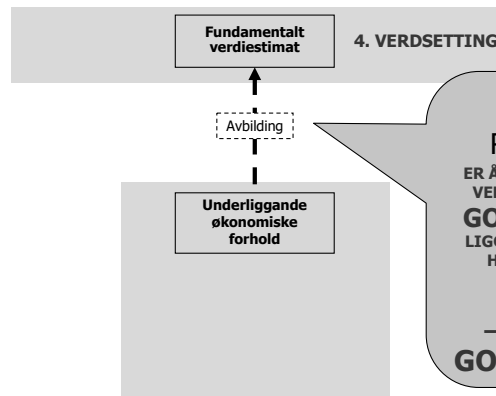
FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING



01-66

0.1

FUNDAMENTAL VERDIVURDERING MÅL



MÅLET MED RAMMEVERKET
ER Å LAGE EIT FUNDAMENTALT VERDIESTIMAT SOM GJEV EI **GOD** AVBILDING AV UNDERLIGGANDE ØKONOMISKE FORHOLD I DET ANALYSERTE SELSKAPET

– ALTSÅ LAGE EIT **GODT** VERDIESTIMAT

01-67

ACC421A-VERDIESTIMATET ≠ «FAIR VALUE»

I ACC421A ER MÅLET Å LAGE **DITT** VERDIESTIMAT – **IKKJE** Å FINNE «FAIR VALUE», DVS VERDIESTIMATET SOM AKSJEMARKNADEN VILLE HA FUNNE («BØRSKURS»)

For å estimere «fair value» kan vi til dømes nytte **IFRS 13**, som seier at «fair value» for eit børsnotert selskap er børskursen

- ESTIMATET BYGGJER PÅ **DIN** ANALYSE OG **DINE** FØRESETNADER – OG IKKJE NØDVENDIGVIS EI REPLIKERING AV «MARKNADEN» SIN ANALYSE

For ei børsnotert verksemd vil dermed ACC421A-estimatet kunne **avvike** frå børskurs, og slik danne grunnlaget for ein handlestrategi, sjå steg 5 i rammeverket

01-68

UTGANGSPUNKT

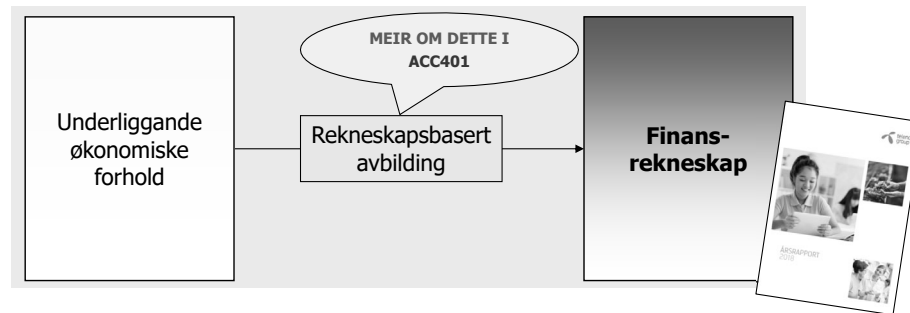
OFFENTLEG INFORMASJON, SPESIELT FINANSREKNESKAP



01-69

UTARBEIDING AV FINANSREKNESKAP = AVBILDING AV UNDERLIGGANDE FORHOLD

Finansrekneskap er eit **informasjonssystem** om underliggende økonomiske forhold

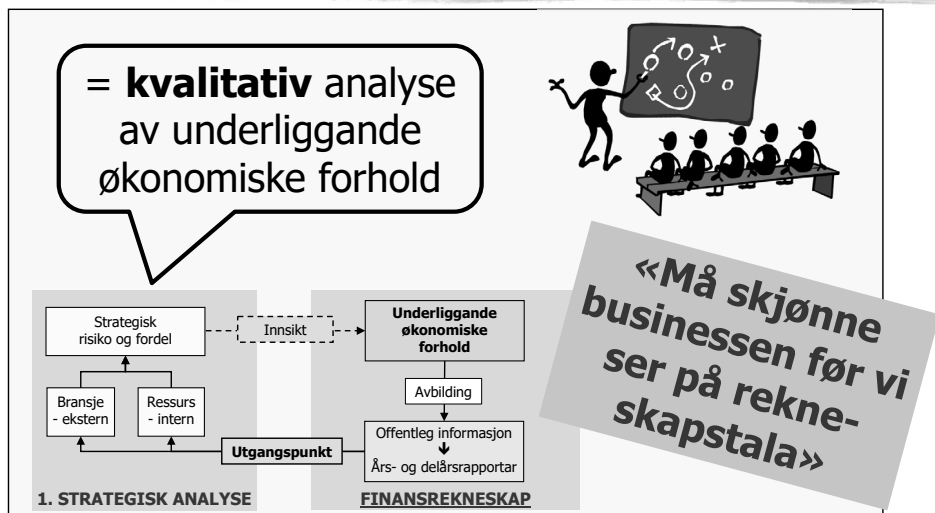


- RAPPORTERT FINANSIELL INFORMASJON ER ALTSÅ UTGANGSPUNKTET FOR ANALYSE, DVS STEG 1 OG 2 I RAMMEVERKET

01-70

1.

STEG 1 STRATEGISK ANALYSE



STRATEGI

ER KOPLA TIL SUPERRENTABILITET

STRATEGISK FORDEL

= evne til å generere ein rentabilitet utover kravet

□ Mål på strategisk fordel

= **superrentabilitet**

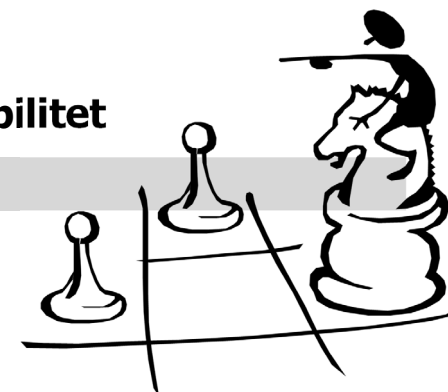
= **r - k,**

DØME: 5% rente på pengane er bra dersom du alternativt kan få 3% med same risiko

der

r = rentabilitet

k = krav til rentabilitet



(r - k < 0 er negativ strategisk fordel – eller altså ei strategisk ulempe)

01-72

TO KJELDER TIL STRATEGISK FORDEL

STRATEGISK FORDEL

$$= r - k$$

$$= (r_B - k) + (r - r_B)$$

Føresetnad: $k_B = k$

r_B = rentabiliteten i bransjen

1) EKSTERN
bransjeorientert strategisk fordel

dvs bransjefordel

Bransjen har ein rentabilitet større enn kravet

2) INTERN
ressursbasert strategisk fordel

dvs selskapsfordel

Verksemnda har ein rentabilitet større enn bransjen

01-73

1.1

EKSTERN BRANSJE-ORIENTERT ANALYSE

VERKTØY 1:
MAKRO-ANALYSE

OMGJEVNAD/
ØKONOMI

SPØRSMÅL
Korleis verkar makro-faktorar inn på bransjen?

BRANSJE

VERKTØY 2:
BRANSJE-ANALYSE

BRANSJEFORDEL
 $r_B > k?$

SPØRSMÅL
Korleis er konkurranseforholda i bransjen?

01-74

1.2

INTERN RESSURS-BASERT ANALYSE

dvs selskaps-analyse

VERKTØY 1:
RESSURS-KARTLEGGING

RESSURSAR

i verksemnda kontra bransje

SPØRSMÅL
Har verksemnda ressursar som bransjen ikkje har?

«RESSURSAVVIK»

$$= \text{Ressurs} - \text{Ressurs}_B$$

VERKTØY 2:
RESSURSFORDEL-ANALYSE

RESSURSFORDEL
 $r > r_B?$

SPØRSMÅL
Gjev ressursavvika ein fordel?

01-75

1.3

DØME PÅ KONKLUSJON FRÅ SA

VENTA PÅ BASIS AV STRATEGISK ANALYSE:	HISTORISK OVER ANALYSE-PERIODEN	FRAM-OVER
Bransjefordel	MODERAT →	Liten
+ Ressursfordel	STOR →	Mindre
= Strategisk fordel	STOR →	Mindre

KONKURRANSEKREFTENE VIL GJERE EIN STOR STRATEGISK FORDEL MINDRE

01-76

2.

STEG 2

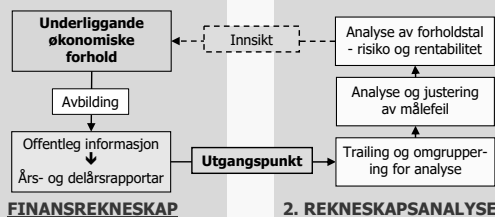
REKNESKAPSANALYSE



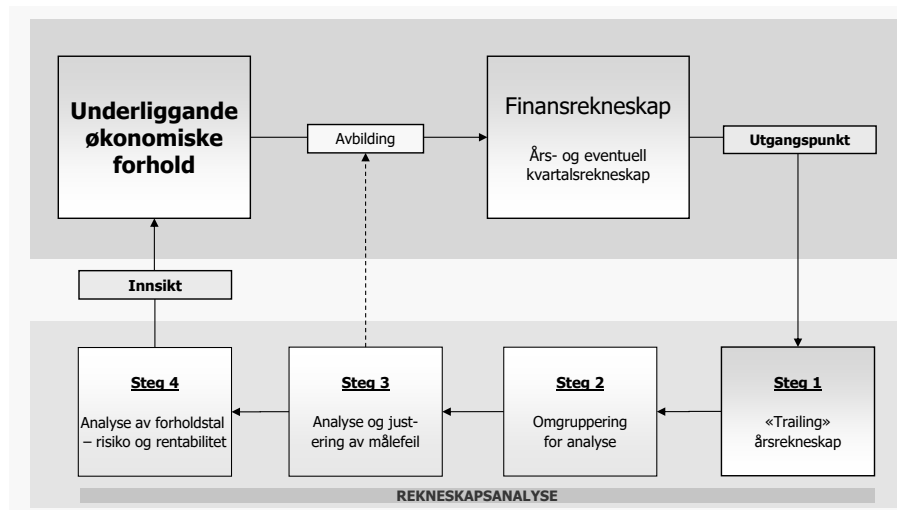
«Kva seier rekneskaps-tala?»

JAMFØR OGSÅ ACC420

= **kvantitativ** analyse av underliggende økonomiske forhold



RAMMEVERK FOR REKNESKAPSANALYSE



01-78

2.1

«TRAILING» ÅRSREKNESKAP

«TRAILING»

= Å **BYGGJE INN** KVARTALSTAL I ANALYSEN AV ÅRSREKNESKAPSTAL



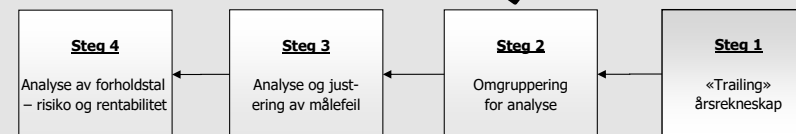
01-79

2.2

OMGRUPPERING FOR ANALYSE

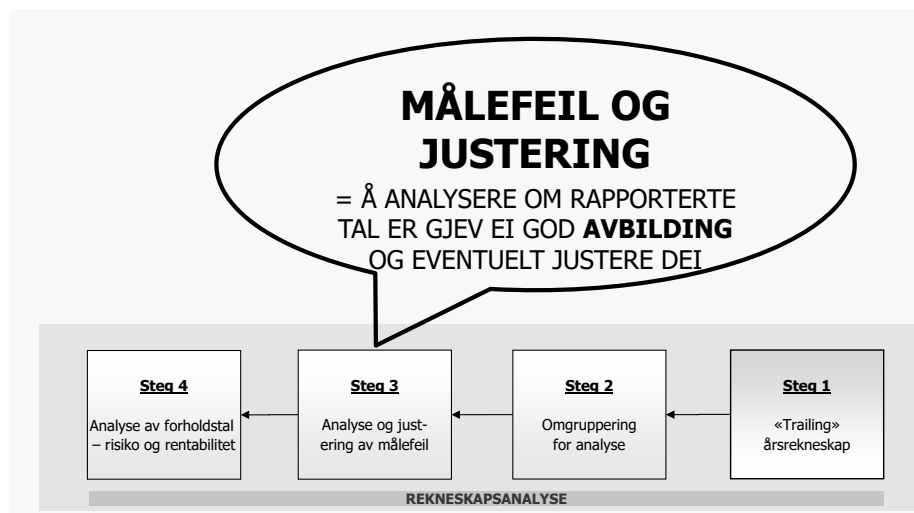
OMGRUPPERING

= Å **STOKKE OM** PÅ RAPPORTERTE TAL SLIK AT DEI HØVER FOR ANALYSE



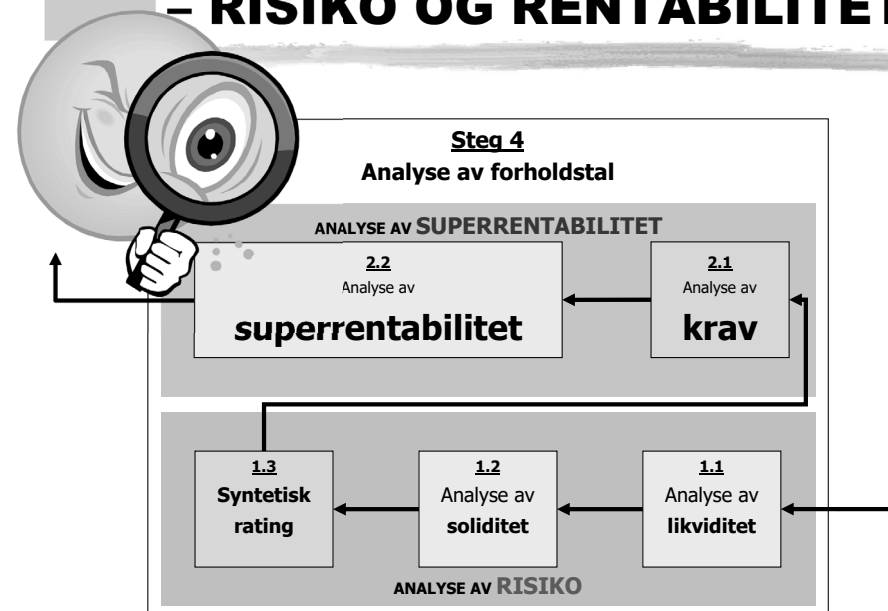
01-80

2.3 ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING



01-81

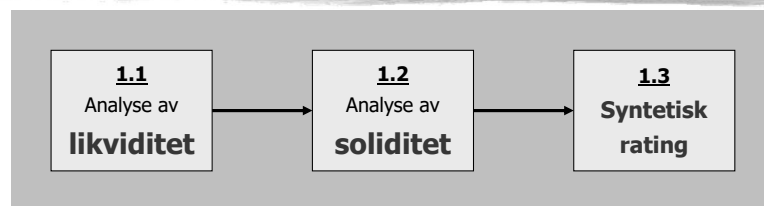
2.4 FORHOLDSTALSANALYSE – RISIKO OG RENTABILITET



01-82

1)

ANALYSE AV RISIKO



1) ANALYSE AV LIKVIDITET fokuserer på **kortsiktig kredittrisiko**, dvs om verksemda har likvide midlar til å dekke krav etterkvart som dei forfell til betaling

2) ANALYSE AV SOLIDITET fokuserer på **langsiktig kredittrisiko**, dvs om verksemda er finansiert slik at ho har evne til å stå imot ein relativt lang periode med tap

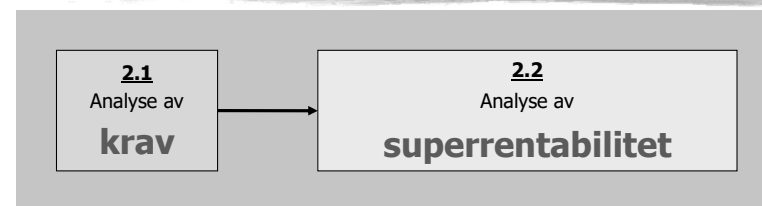
→ Kredittrisikoen blir **oppsummert** gjennom **SYNTETISK RATING** der verksemda får ein karakter i høve til underliggende selskapsspesifikk risiko:

AAA (best karakter), AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D (dårligaste karakter)

01-83

2)

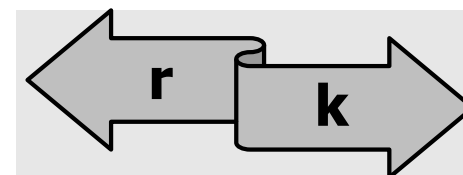
ANALYSE AV SUPERRENTABILITET



→

1) Analyse av lønsemd startar med å utvikle ein **målestokk** for kva som er god lønsemd – eller altså eit **KRAV TIL AVKASTING** på kapital

2) ANALYSE AV LØNSEMD fokuserer på om **rentabiliteten** r er større enn **kravet** til avkastning k :

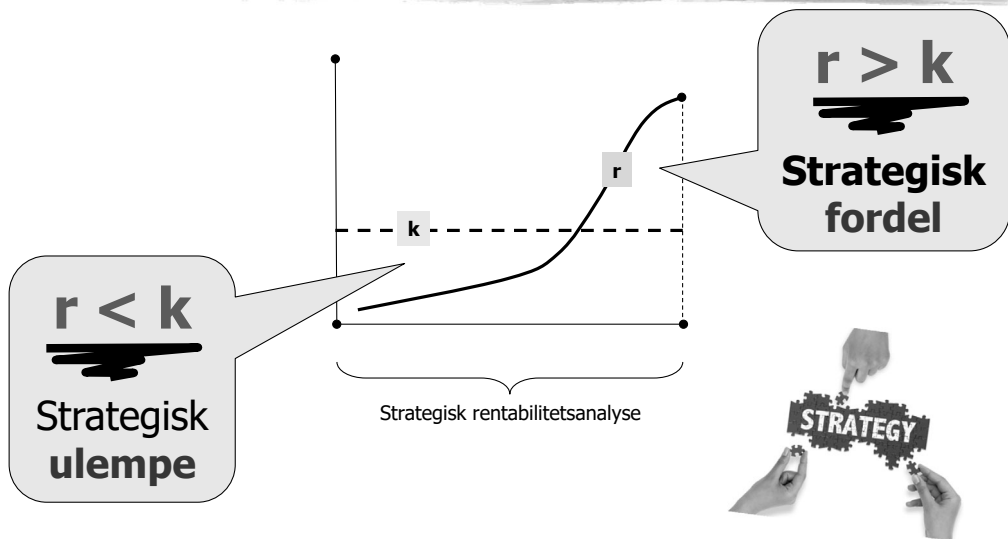


– og på å forklare underliggende **kjelder** til superrentabilitet gjennom dekomponering av $r - k$

01-84

STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE

= ANALYSE AV STRATEGISK FORDEL

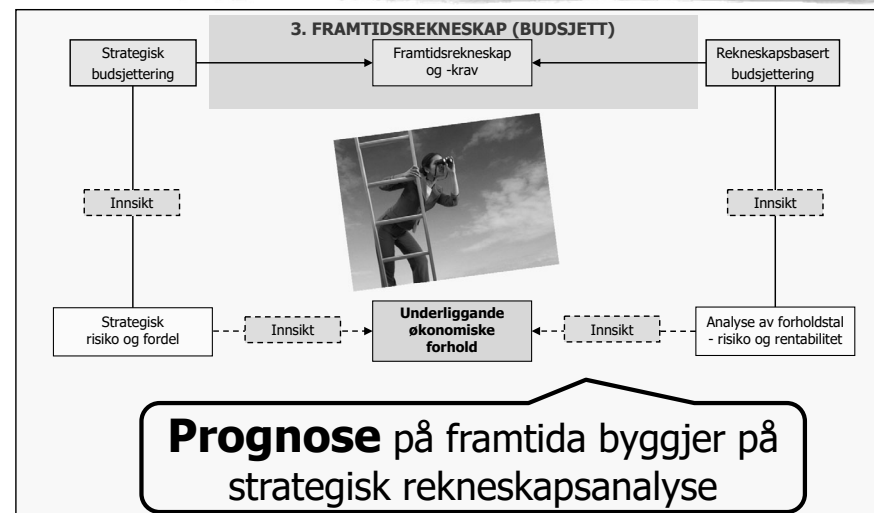


01-85

3.

STEG 3

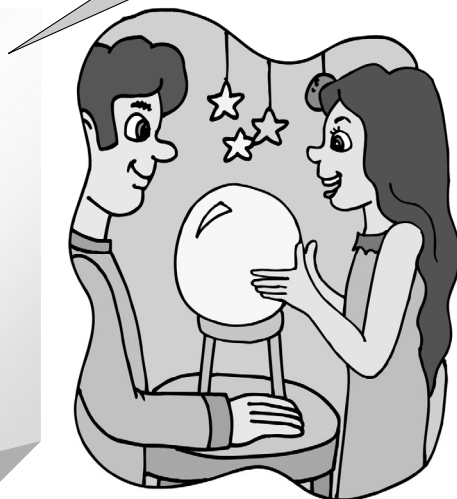
FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV



MEN

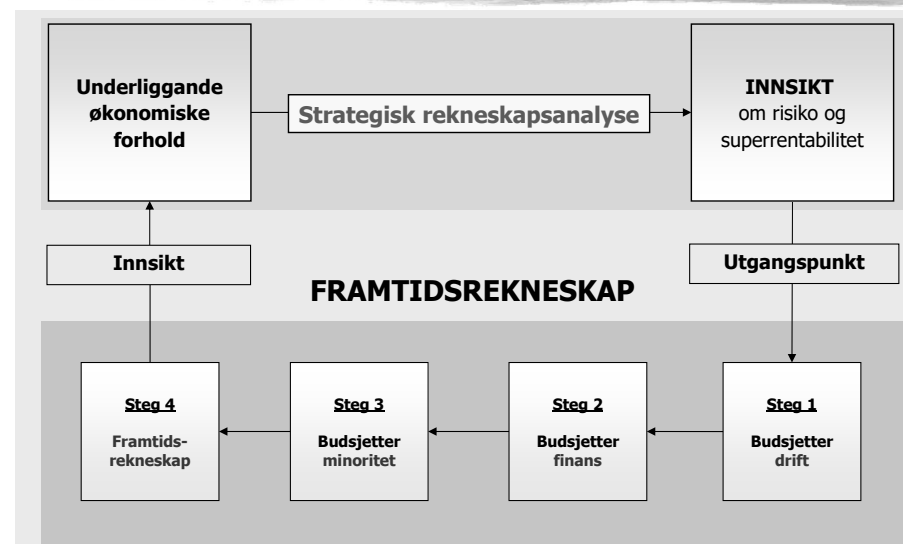
Det å mestre «kunsten» kjem med **erfaring** som «finansanalytikar»

«Budsjettering og framskriving er kanskje like mykje «kunst» som vitenskap»



01-87

RAMMEVERK FOR FRAMTIDSREKNESKAP



01-88

3.1

VEKST OG ANDRE BUDSJETTDRIVARAR

... eller altså budsjettet

FRAMTIDSREKNESKAPEN BLIR DRIVE AV **BUDSJETT-DRIVARAR:**

1) DRIFTSINNTEKTER

Framskriving av **driftsinntektsveksten**, div, «driv» driftsinntektene

$$DI_t = (1 + div_t) \cdot DI_{t-1}$$

2) NETTO DRIFTSRESULTAT

Framskriving av **andre** budsjett-drivarar, «driv» dei andre postane i framtiderekneskapen

$$NDR_t = ndm_t \cdot DI_t$$

3) NETTO DRIFTSKAPITAL

$$NDK_t = DI_{t+1} / onde_{t+1}$$

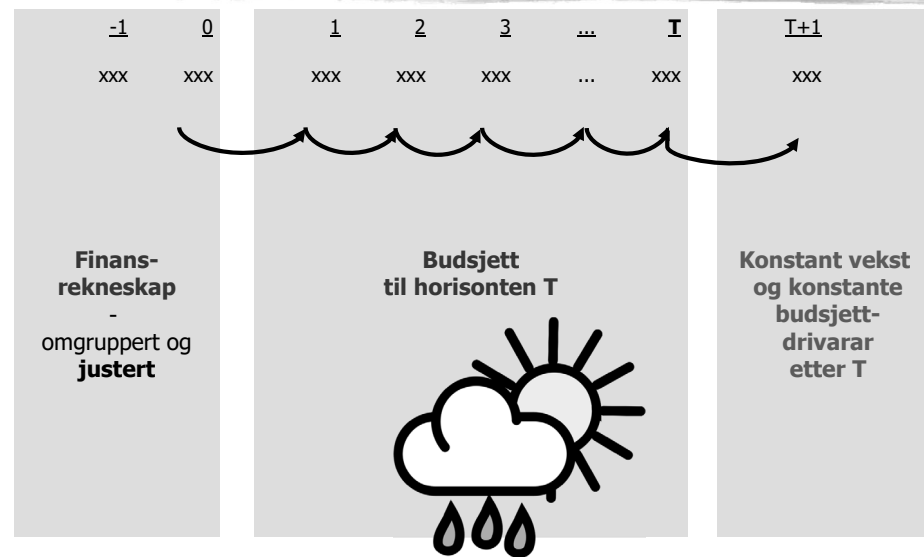
Omlopet til netto driftskapital

...

01-89

3.2

FRAMTIDSREKNESKAP FRÅ 1 TIL T+1



01-90

3.3

FRAMTIDSKRAV

WACC
Netto driftskrav, **ndk**

$$k_{NDK} = k_{EK} \cdot EK/NDK + k_{NFG} \cdot NFG/NDK$$

Eigenkapitalkrav, **ekk**

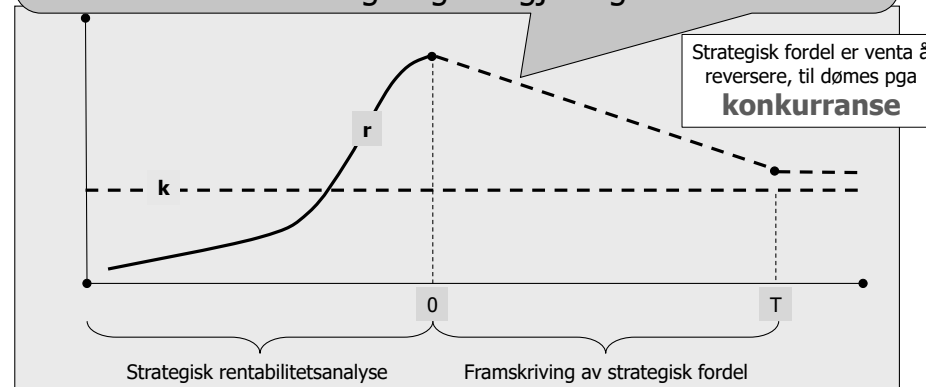
Netto finansielt gjeldskrav, **nfgk**

01-91

3.4

STRATEGISK FORDEL I FRAMTIDA

Det er viktig å ha kontroll på strategisk fordel i framtiderekneskapen – og framskriven fordel **må** ha ei strategisk grunngeving!

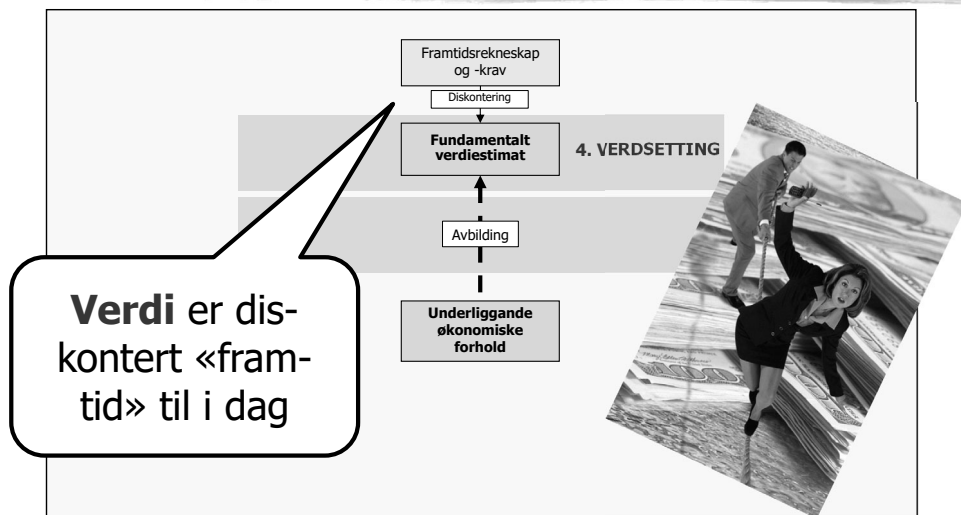


01-92

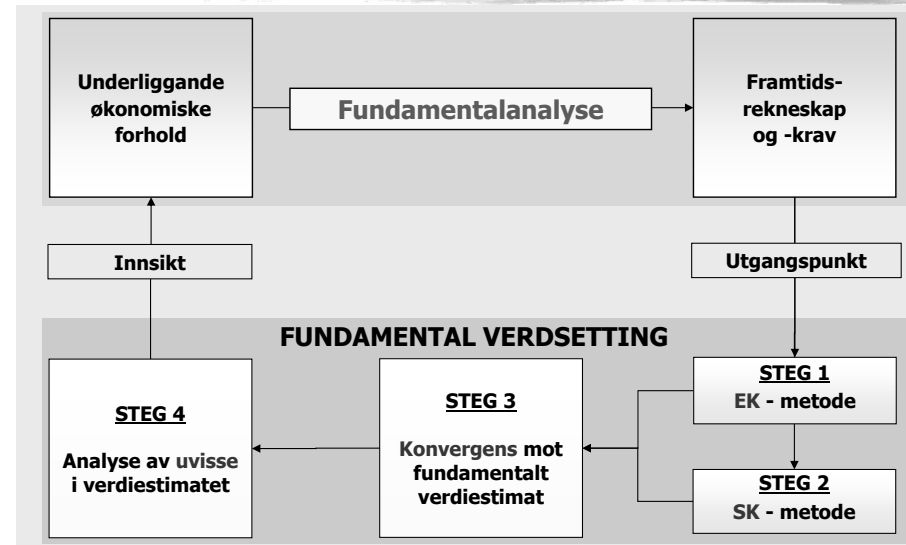
4.

STEG 4

FUNDAMENTAL VERDIVURDERING



RAMMEVERK FOR VERDIVURDERING



01-94

4.1

EIGENKAPITAL-METODEN

1) NBU-MODELLEN

VEK = Noverdi(framtidig **utbyte**)

2) FKE-MODELLEN

VEK = Noverdi(framtidig **fri kontantstrøm** til egenkapital)

3) SPE-MODELLEN

VEK = EK + noverdi(framtidig **superprofitt** til egenkapital)

4) ΔSPE-MODELLEN

VEK = NRE/ekk + noverdi(framtidig **superprofittvekst** til EK)

NBU = netto betalt utbyte, FKE = fri kontantstrøm til EK, SPE = superprofitt til EK, ΔSPE = superprofittvekst

01-95

4.2

SELSKAPSKAPITAL-METODEN

VEK = selskapsverdi - verdi av gjeld

→ FLEIRE MÅTAR Å MÅLE SELSKAPSKAPITAL OG GJELD:

1) NDK - METODEN

VEK = VNDK - VNFG

2) SSK - METODEN

VEK = VSSK - VFG

Innanfor kvar metode er det **tre modellar** som kan nyttast for å finne verdien av kapitalane:

fri kontantstrøm - modellen, superprofitt-modellen eller superprofittvekst-modellen

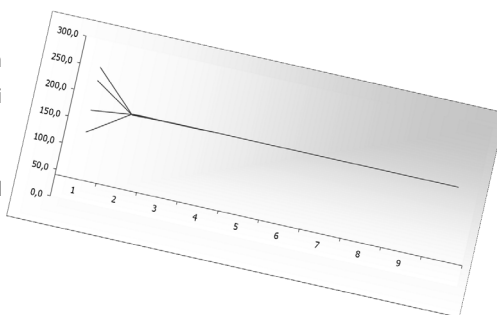
NDK = netto driftskapital, NFG = netto finansiell gjeld, SSK = sysselsett kapital, FG = finansiell gjeld

01-96

4.3 EKVIVALENS!

ALLE FUNDAMENTALE VERDSETTINGSMETODAR OG -MODELLAR GJEV **SAME** VERDIESTIMAT VED KONSISTENT BRUK

Men for å få same verdiestimat same kva metode som blir nytta, må vi nytte ei «**konvergensprosedyre**» som gjer at alle vekta krav blir rekna ut ved hjelp av **verdivekter**

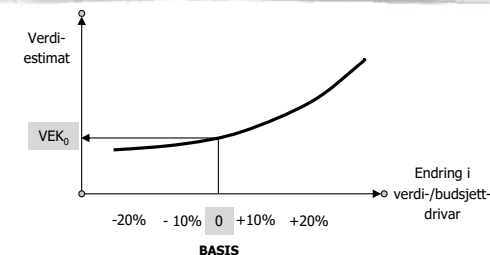


4.4 UVISSE I VERDIESTIMATET

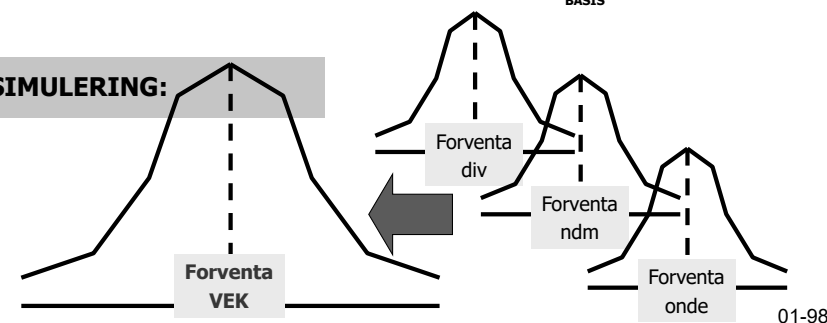
VERKTØY:

1) **SENSITIVITETSANALYSE:**

+ scenario

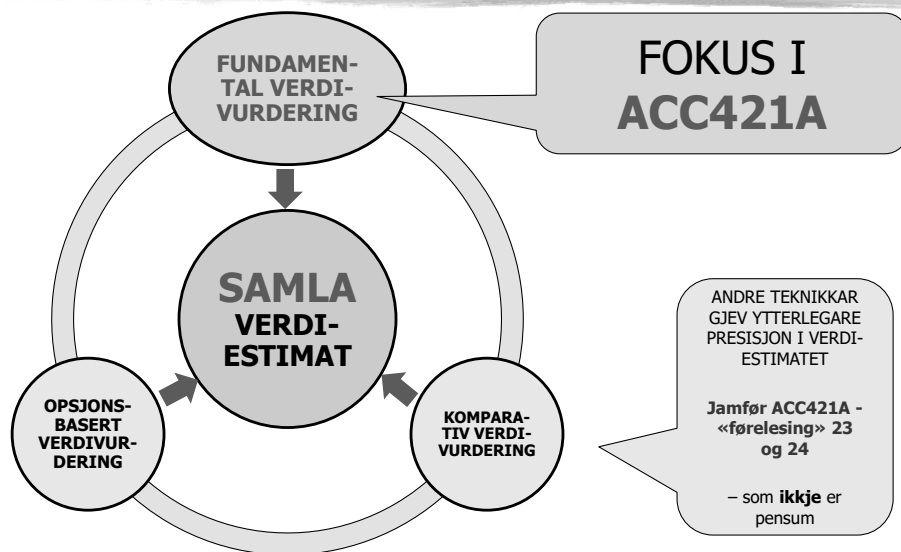


2) **SIMULERING:**



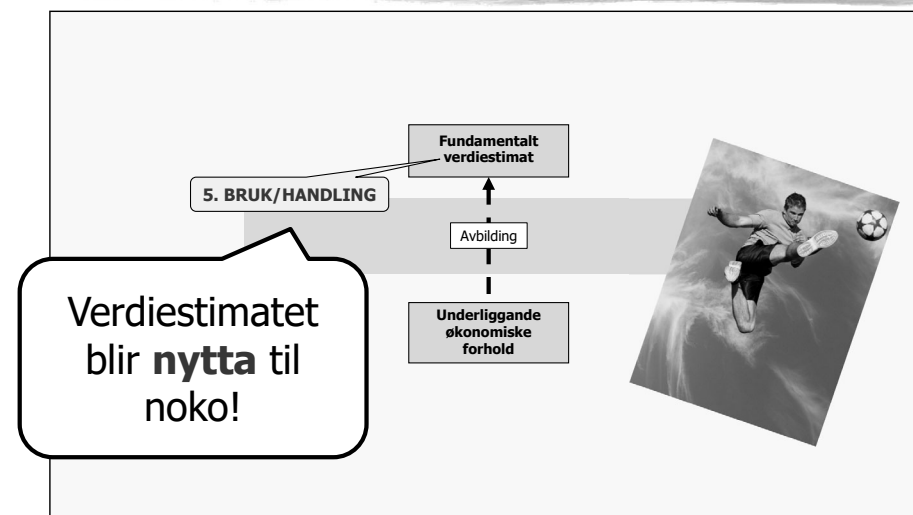
01-98

4.5 SUPPLERANDE VERDIVURDERING



01-99

5. STEG 5 BRUK/HANDLING



BRUK/HANDLING

EKSTERNT OG INTERNT

VERDIESTIMATET KAN **NYTTAST**

1) EKSTERNT,

TIL DØMES SOM GRUNNLAG FOR **AKSJEHANDEL OG OPPKJØP**
AV SELSKAP

Men uvissa i estimatet er
vanlegvis stor

2) INTERNT,

TIL DØMES SOM **STYRINGSGRUNNLAG FOR VERKSEMDA**. SLIK
STYRING VER KALLA VERDIBASERT STYRING ELLER «VALUE-BASED
MANAGEMENT»

Men også i samband med
nedskrivning, ...