

ACC421A: VERDIVURDERING

<https://www.verdivurdering.info>

Kursansvarleg:

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



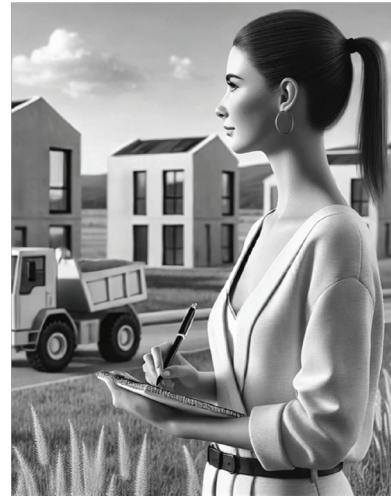
E-post: kjell.knivsfla@nhh.no;

X: @KjellKnivsfla



01-1

1) TO SPØRSMÅL



VERDIVURDERING
– KVA ER DET?

KORLEIS
GJENNOMFØRE
VERDIVURDERING?

01-2

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?

$$\text{EK - VERDI}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{KONTANTSTRAUM}_t}{(1 + \text{krav})^t} - \text{GJELD}_0$$

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

01-3

VERDIVURDERING KORLEIS GJENNOMFØRE?

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!**

DØME PÅ VV

Eit selskap med 400 i gjeld har dei tre seinaste åra skapt ein fri **kontantstraum** frå drift på:

År	-2	-1	0	1	2	3	...
Fri kontantstraum til selskapet	160	160	160	?	?	?	...

Fortid og notid

Framtid

Verdivurdering:

Kva er verdien av selskapskapitalen?

VSK_0

MÅ:

- lage prognose
- diskontere

01-5

PROGNOSE - DISKONTERE



ÅR	0	1	2	3	...
Prognose på forventa kontantstraum		160	160	160	...
... på avkastingskrav		8%	8%	8%	...

Framtid



Selskapsverdi: $160/0,08 = 2000$

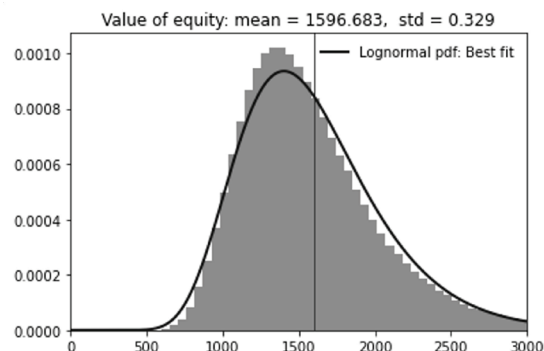
- **Gjeld** 400

= **Eigenkapitalverdi** 1600

Spesialtilfelle med enkel formel:
 $VSK_0 = \frac{FKD_1}{k}$

01-6

VERDIESTIMAT ER UVISST



Det er viktig å synleggjere uvissa i verdiestimatet

Vanlig uvisse: 20-60%

Standardavviket = 33%

01-7

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
 - og synleggjere **uvissa** i verdiestimatet



01-8

AVGRENSING

FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

DET FINST TRE VERDIVURDERINGSTEKNIKKAR:

- FUNDAMENTAL
- OPSJONSBASERT
- KOMPARATIV

I ACC421A **AVGRENSER** VI OSS AV PLASSOMSYN TIL

FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

01-9

INNHALD

FAGFØRELESING 01

Del 1: Introduksjon til ACC421A

Del 2: Videoførelesing:

2.1) Val av verdivurderingsteknikk

Fundamental, komparativ eller opsjon?

2.2) Fundamentale verdivurderingsmodellar

01-10

FØRELESING 01 DEL 1

INTRODUKSJON

- 1) Faget **finansrekneskap** i brei forstand
- 2) **Kursopplegget** for ACC421A våren 2025
- 3) Rammeverk for fundamental verdivurdering
- 4) **Førelingsplan**

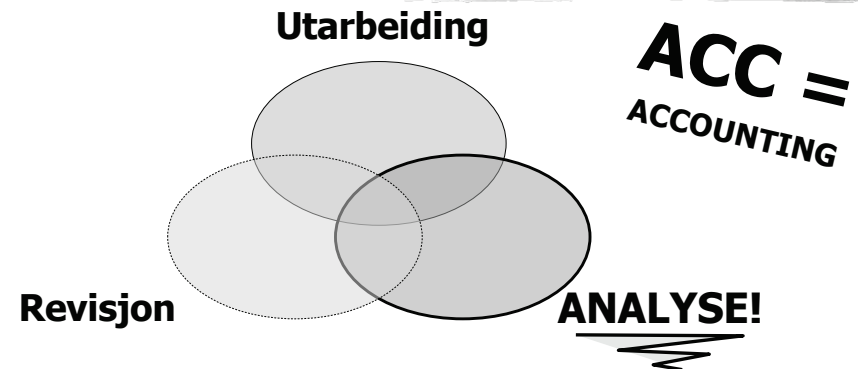


01-11

1)

FINANSREKNESKAP

= UTARBEIDING, REVISJON OG ANALYSE

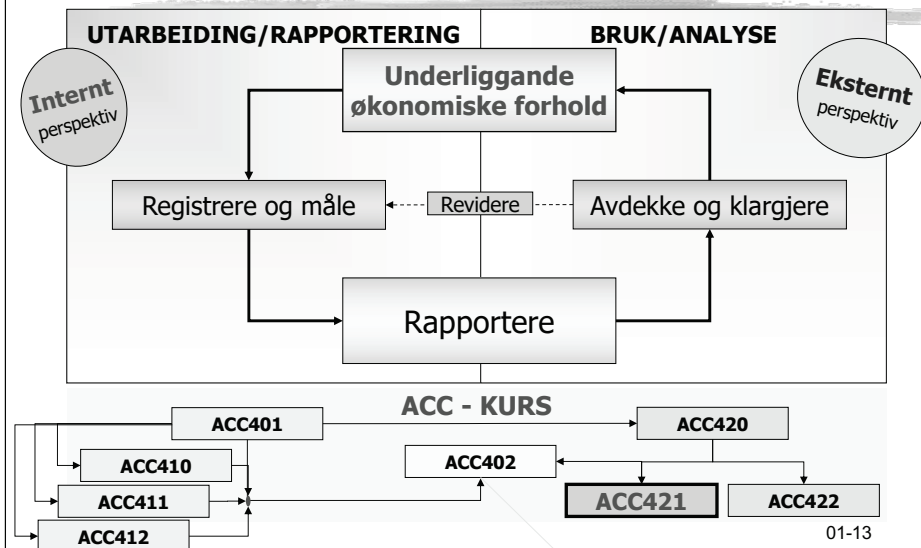


→ Utarbeiding = **produsentperspektiv**, revisjon = **kontrollperspektiv**,
analyse = **brukarperspektiv**

01-12

1.1 FINANSREKNESKAP

UTARBEIDING KONTRA ANALYSE

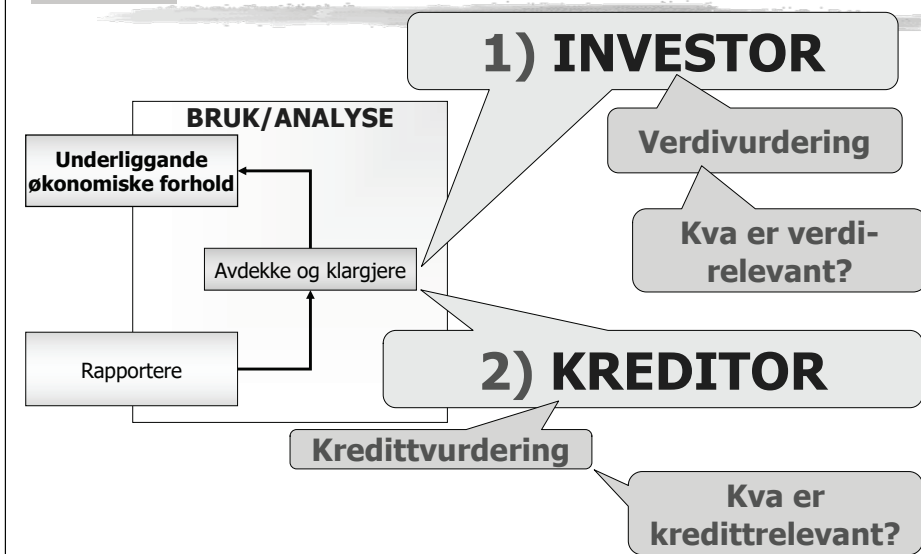


NATURLEG FRAMDRIFT

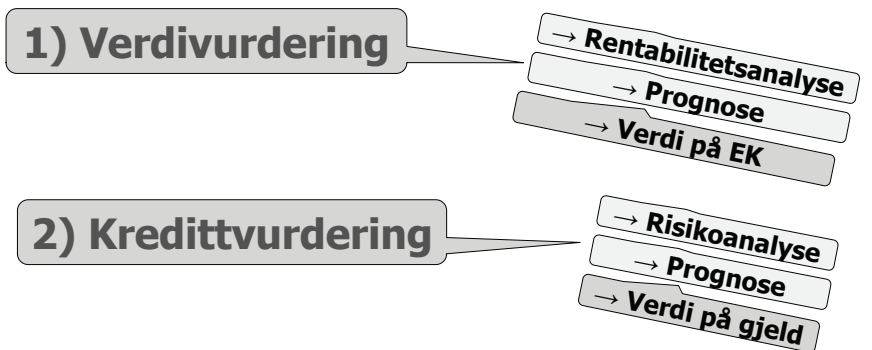
I EIN «MASTER I FINANSREKNESKAP»



1.2 TO TYPAR ANALYSE



VERDI- OG KREDITT-VURDERING



KURS I ULIKE TYPAR ANALYSE:

ACC420 KONTRA ACC421, ACC421A KONTRA ACC421B, OG ACC421 KONTRA ACC422

1) ACC421 KONTRA ACC420



ACC420
Analyse –
brukarperspektiv

ACC420 er eit kurs i **generell** analyse av finansrekneskapsinformasjon for

- kredittvurdering,
- verdivurdering,
- styring og kontroll



ACC421
Analyse –
Verdivurderingsperspektiv

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

verdivurdering

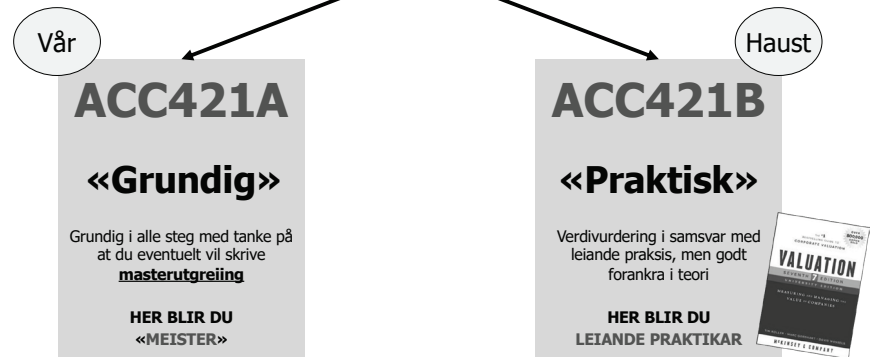


01-17

2) ACC421 = ACC421A, ACC421B ELLER ACC421E

Engelsk

«Same» kurs, men litt **forskjellig vinkling**



01-18

3) ACC421 ↔ ACC422

ACC421
VERDSET
SELSKAPET OG
EK

FINANSREKNESKAP
Balansen

Eigedel 1	EK
Eigedel 2	Gjeld 1
...	...
Eigedel N	Gjeld M

ACC422
VERDSET
EIGEDLAR og GJELD
i finansrekneskapsen
... etter ein verdmodell

«**CORPORATE VALUATION**»

«**ACCOUNTING VALUATION**»

01-19

4) ACC421: KVIFOR ACC – OG IKKJE FIE?

1) Prognose på kontantstraumen 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**

[Men det finst også kurs på FIE i verdivurdering: **FIE437**]

01-20

2)

ACC421A

KURSOPPLEGGET



01-21

2.1

FAGFØRELESINGAR = PENSUM PÅ PLANSJAR

FAGFØRELESING 1

DETALJERTE PLANSJAR MED «LYD»

FAGFØRELESING 2

DETALJERTE PLANSJAR MED «LYD»

...

FAGFØRELESING 20

DETALJERTE PLANSJAR MED «LYD»

20

FAGFØRELESINGAR
DETALJERTE PLANSJAR
MED «LYD»

DU KAN HØYRE
FØRELESINGA NÅR
DET PASSAR DEG!

01-22

OPPSUMMERINGSMØTE FYSISK

OPPSUMMERING 1

GJENNOMGANG I VEKE 2

OPPSUMMERING 2

GJENNOMGANG I VEKE 3

...

OPPSUMMERING 10

GJENNOMGANG I VEKE 15

10

OPPSUMMER-
INGAR

FYSISK GJENNOM-
GANG i auditoriet

01-23

1)

FAGFØRELESINGAR + OPPSUMMERING

INTRO

FF01

OS01 – 7/1

SA

FF02

OS02 – 14/1

RA

FF03, FF04, FF05

OS03 – 21/1

FF06, FF07, FF08

OS04 – 28/1

FF09, FF10, FF11, FF12

OS05 – 11/2

01-24

2)

FAGFØRELESINGAR + OPPSUMMERING

BUD

FF13, FF14, FF15

OS06 – 4/3

VERD

FF16

OS07 – 11/3

FF17, FF18

OS08 – 18/3

TOP

FF19

OS09 – 1/4

AVS

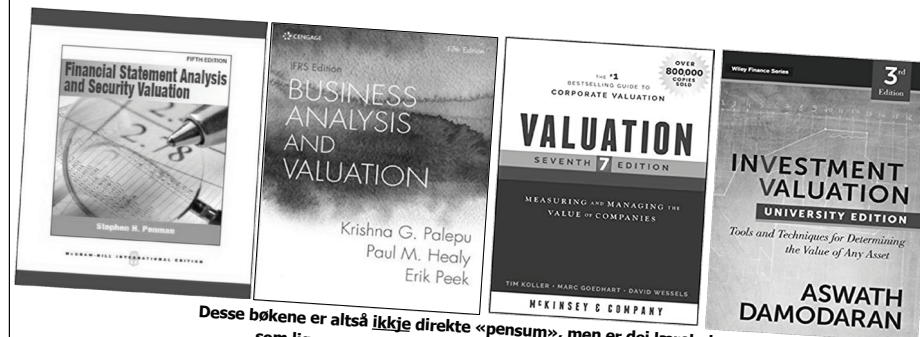
FF20

OS10 – 8/4

01-25

2.2

SUPPLERANDE LITTERATUR FOR Å FÅ «KJØT PÅ BEINA»



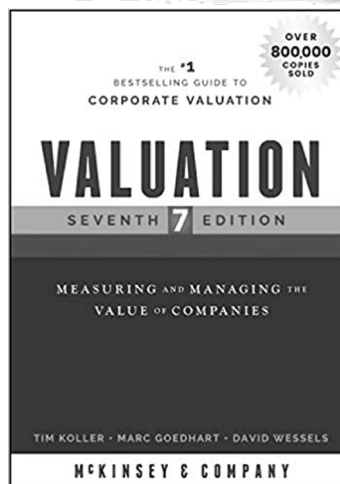
Desse bøkene er altså ikkje direkte «pensum», men er dei lærebøkene som ligg nærast opp til pensum på førelesingsplansjane

FØRELESINGSPANSJANE ER PÅ MANGE MÅTAR

DET BESTE FRÅ DESSE LÆREBØKENE

01-26

SAMLA SETT ER DETTE «DEN BESTE BOKA»:



Eit godt alternativ på norsk

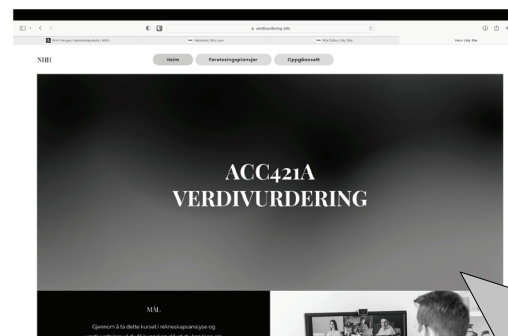


01-27

2.3

HEIMESIDE

<https://www.verdivurdering.info>



1) All faginformatjon finn du på heimesida til ACC421A:

- Førelings- og møteplan
- Plansjar med lyd
- Excel-modell
- Oppgaver

2) ACC421A ER OGSÅ PÅ **CANVAS**

2.4 KURSGODKJENNING «KRAV»

= OPPMØTE PÅ MINIMUM

5 AV 10

OPPSUMMERINGAR



Elles må du ha «**spesial-løyve**» for ikkje å møte

01-29

2.5 DIGITAL SKULEEKSAMEN = 4 TIMAR MED «ALLE» HJELPEMIDDEL

Praktiske rekneoppgåver

kombinert med teori- og reflekterande spørsmål

- Hektisk med mykje å gjere!

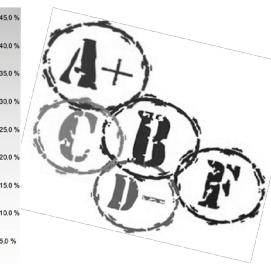
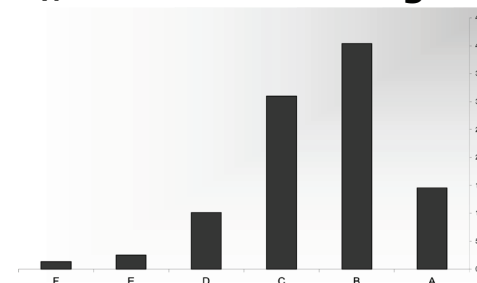
EKSAMEN

08.05.2025

Kl. 9-13



Typisk karakterfordeling:



01-30

OPPGÅVELØYSING = GOD FØREBUING TIL EKSAMEN

Seks sett med eksamensrelevante oppgåver er **tilgjengelege**

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



01-31

2.6 KURSEVALUERING = DU GJEV KARAKTER TIL ACC421A

FRÅ KURS-EVALUERINGA
2024

1 - Totalt sett, hvor fornøyd er du med dette emnet?

Svaralternativ	Vekt	Frekvens	Prosent	Prosent svar	Midler	
Veldig misfornøyd	(1)	0	0,00%		4,20	3,97
Misfornøyd	(2)	0	0,00%			3,93
Nøytral	(3)	2	20,00%			
Fornøyd	(4)	4	40,00%			
Veldig fornøyd	(5)	4	40,00%			

Svarprosent	Mener	Median	Programme Level	Mener	Median	Programme Level	Mener	Median
100% (10,01%)	4,20	0,79	4,00	1565	3,97	0,98	4,00	3033

4.2 = B+

2 - Jeg kan se at dette emnets innhold er nyttig og relevant for studiet mitt.

Svaralternativ	Vekt	Frekvens	Prosent	Prosent svar	Midler	
Helt uenig	(1)	0	0,00%		4,20	4,27
Delvis uenig	(2)	0	0,00%			4,22
Nøytral	(3)	2	20,00%			
Delvis enig	(4)	4	40,00%			
Helt enig	(5)	4	40,00%			

Svarprosent	Mener	Median	Programme Level	Mener	Median	Programme Level	Mener	Median
100% (10,01%)	4,20	0,79	4,00	1565	4,27	0,94	4,00	3033

4.2 = B+

3 - Kjell Henry Knivsfå formidlet sin kunnskap på en hensiktsmessig måte. -

Svaralternativ	Vekt	Frekvens	Prosent	Prosent svar	Midler	
Helt uenig	(1)	0	0,00%		4,30	4,22
Delvis uenig	(2)	0	0,00%			4,17
Nøytral	(3)	2	20,00%			
Delvis enig	(4)	3	30,00%			
Helt enig	(5)	5	50,00%			
Ikke relevant	(0)	0	0,00%			

Svarprosent	Mener	Median	Programme Level	Mener	Median	Programme Level	Mener	Median
100% (10,01%)	4,30	0,82	4,00	2727	4,22	0,99	4,00	5072

4.3 = B+

01-32

3) FUNDAMENTAL VV FORMEL OG PROSESS

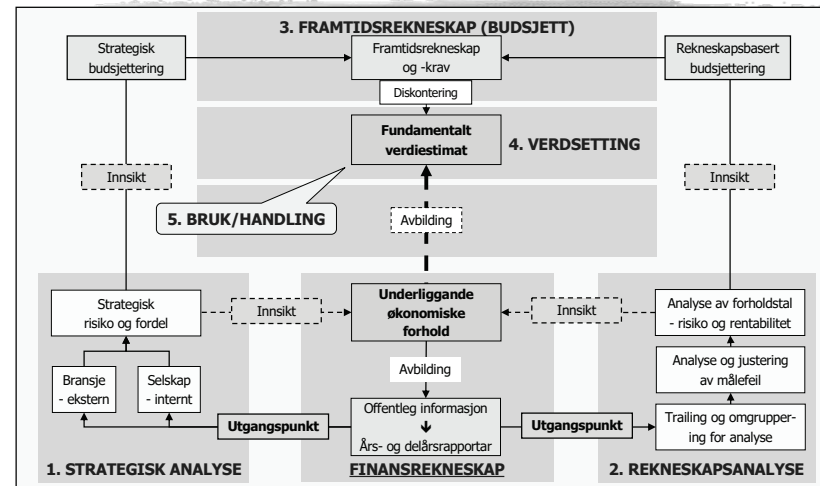
Verdivurdering er **meir** enn
formlar – og prosessen blir
 gjerne summert opp gjennom

Rammeverket for
fundamental verdivurdering

01-33

3.1 RAMMEVERK

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

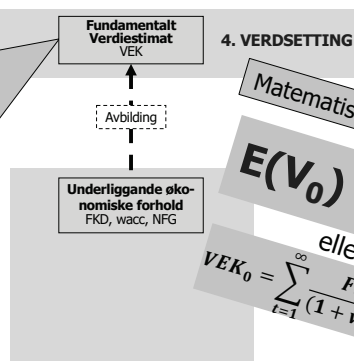


FUNDAMENTAL VERDIVURDERING MÅL

MÅLET MED
RAMMEVERKET
ER Å LAGE EIT FUNDAMENTALT
VERDIESTIMAT SOM GJEV EIT
GODT AVBILDING AV UNDER-
LIGGANDE ØKONOMISKE FOR-
HOLD I DET ANALYSERTE
SELSKAPET

– ALTSÅ LAGE EIT
GODT VERDIESTIMAT

... og synleggjere uvissa



Matematisk er **avbildninga** slik:

$$E(V_0) = E\left(\frac{Div_1}{1+k}\right)$$

eller ...

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

-35

3.2 BASISFORMEL

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

VERDI I DAG

$$= \frac{VERDI I FRAMTIDA}{1 + DISKONTERINGSRENTE}$$

$$Verdi_0 = \frac{Dividende_1 + Restverdi_1}{1 + k}$$

EINPERIODE-MODELL

Forventa **dividende** diskontert til noverdi

Forventa **no-verdi**

$$E(V_0) = E\left(\frac{Div_1}{1+k}\right)$$

Litt mate-matikk:

$$E(V) = E\left(\frac{1}{1+k}\right) \cdot E(Div) + KOV\left(\frac{1}{1+k}, Div\right),$$

$$E(V) - KOV\left(\frac{1}{1+k}, Div\right) = \frac{E(Div)}{1+r_f}, \quad \left(E\left(\frac{1}{1+k}\right) = \frac{1}{1+r_f}\right)$$

$$E(V) \cdot \left(1 - KOV\left(\frac{1}{1+k}, \frac{Div}{E(V)}\right)\right) = \frac{E(D)}{1+r_f}, \quad \left(\frac{Div}{E(V)} = 1+r\right)$$

$$E(V_0) = \frac{E(Div_1)}{(1+r_f) \cdot (1 - KOV\left(\frac{1}{1+k}, 1+r\right))}$$

01-37

FANTASTISK!!!

1) Alle fundamentale verdsetingsmodellar kan **utleiast** frå dividendemodellen:

$$E(V_0) = E\left(\frac{Div_1}{1+k}\right)$$

2) Vi har også fått ein teori for **kravet** til avkastning:

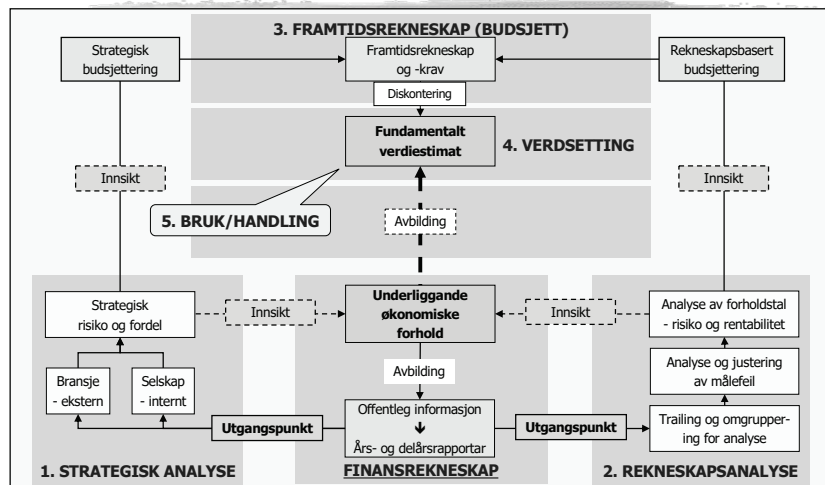
$$k = r_f - \underbrace{KOV\left(\frac{1+r_f}{1+k}, r\right)}$$

< 0 dvs risikopremie

Sjå videoførelsing for ei utdyping

3.3

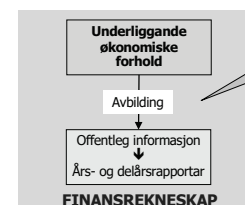
MEIR OM RAMMEVERKET



UTGANGSPUNKT

OFFENTLEG INFORMASJON, SPESIELT FINANSREKNESKAP

VI KAN IKKJE OBSERVERE UNDERLIGGANDE ØKONOMISKE FORHOLD DIREKTE, MEN VI OBSERVERER INFORMASJON OM DETTE



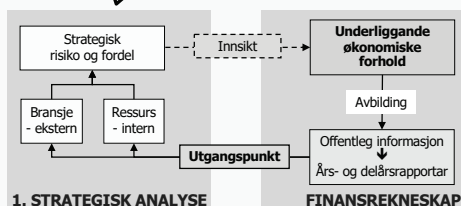
STEG 1

STRATEGISK ANALYSE

= **kvalitativ** analyse
av underliggende
økonomiske forhold



«Må skjønne
businessen før vi
ser på rekne-
skapstala»



1. STRATEGISK ANALYSE

FINANSREKNESKAP

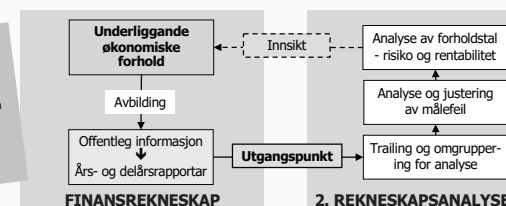
STEG 2

REKNESKAPSANALYSE

= **kvantitativ** analyse
av underliggende
økonomiske forhold



«Kva seier
rekneskaps-
tala?»

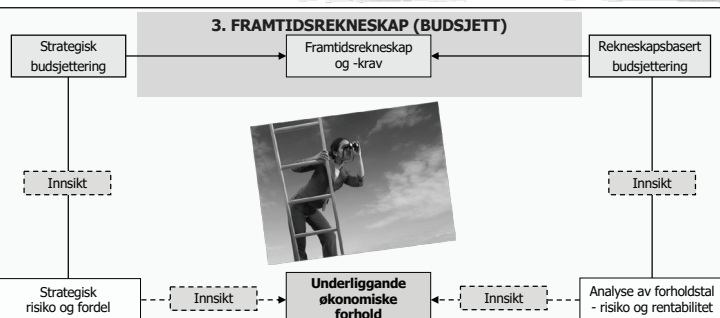


FINANSREKNESKAP

2. REKNESKAPSANALYSE

STEG 3

FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV

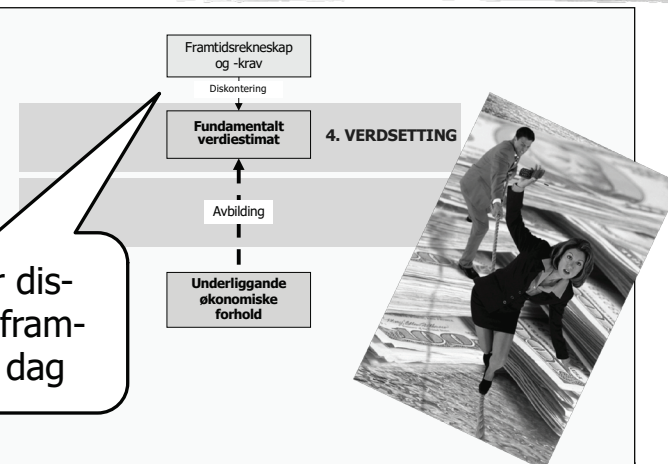


Prognose på framtida byggjer på
strategisk rekneskapsanalyse

STEG 4

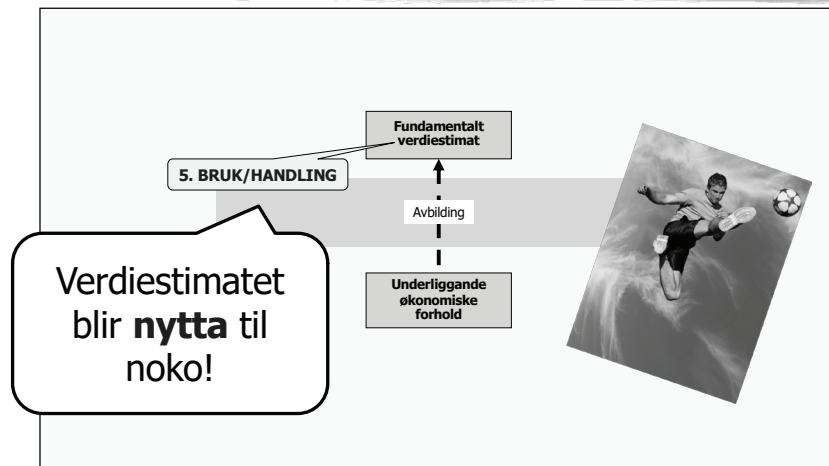
FUNDAMENTAL VERDSETTING

Verdi er dis-
kontert «fram-
tid» til i dag



STEG 5

BRUK/HANDLING



4) MØTEPLAN

VÅR 2025 – DEL 1: SRA

GONG	VEKE, DATO, TID OG STAD	EMNE
INT	02: TYSDAG 07.01 kl. 12:15-14:00 i AUD F	<u>ACC421A</u> : INTRO – OPPLEGG - RAMME
2	03: TYSDAG 14.01 kl. 10:15-12:00 i AUD F	1. SA STRATEGISK ANALYSE
3	04: TYSDAG 21.01 kl. 12:15-14:00 i AUD F	2.1 RA: TRAILING OG OMGRUPPERING
4	05: TYSDAG 28.01 kl. 12:15-14:00 i AUD F	2.2 RA: MÅLING, MÅLEFEIL OG JUSTERING
5	06: TYSDAG 04.02 Ikkje møte	
	07: TYSDAG 11.02 kl. 12:15-14:00 i AUD F	2.3 RA: FORHOLDSTAL – RISIKO OG SUPER-RENTABILITET
	08: TYSDAG 18.02 Ikkje møte	

NR	STEG	VIDEOFØRELESINGAR	FYSISK MØTE
01		INTRODUKSJON – TEKNIKKAR – <u>RAMMEVERK</u>	INT
	1	STRATEGISK ANALYSE	
02		Bransje- og selskapsanalyse – og kopling til rekneskap og verdi	
	2	REKNESKAPSANALYSE	OS2
03	2.1	- Ramme; praktiske val, rapporterte tal og «trailing»	
	2.2	OMGRUPPERING FOR ANALYSE	
04		- Omgr. resultat , drift kontra finans, normalisering og fordeling av skatt	
05		- Omgruppet balanse , endring i ek og fri kontantstraum	
			OS3

NR	STEG	VIDEOFØRELESINGAR	FYSISK MØTE
	2.3	MÅLEFEIL OG JUSTERING	
06		- Rekneskapsbasert måling : NGRS og IFRS; innrekning og måling	
07		- Målefeil av type 1, 2 og 3: «The good, the bad, and the ugly»	
08		- Justering av forsking og utvikling, marknadsføring og nedskriving?	
			OS4
	2.4	FORHOLDSTALSANALYSE	
09		- Ramme; analyse av risiko og syntetisk rating	
10		- Historisk avkastingskrav = målestokk for rentabilitet	
11		- Strategisk rentabilitetsanalyse ; finansieringsfordel	
12		- Analyse av driftsfordel – bransje og selskap; margin og omløp; gearing	
			OS5



MØTEPLAN

VÅR 2025 – DEL 2: VV

GONG	VEKE, DATO, TID OG STAD	EMNE
	09: TYSDAG 25.02 Ikkje møte	
6	10: TYSDAG 04.03 kl. 12:15-14:00 i AUD F	3. BUD DRIFTSBUDSJETT, KAPITAL-STRUKTUR, FRAMTIDSKRAV
7	11: TYSDAG 11.03 kl. 12:15-14:00 i AUD F	4.1 VERD - VERDIESTIMAT, KONVERGENS
	12: TYSDAG 18.03 Ikkje møte	
8	13: TYSDAG 25.03 kl. 12:15-14:00 i AUD F	4.1 VERD - UVISSE OG HANDLING
9	14: TYSDAG 01.04 kl. 12:15-14:00 i AUD F	5. TOP - «TOPICS IN VALUATION
AVS	15: TYSDAG 08.04 kl. 12:15-14:00 i AUD F	OPPSUMMERING – LITT OM EKSAMEN

EKSAMEN 08.05.2025, KL. 9-13

NR	STEG	VIDEOFØRELESINGAR	FYSISK MØTE
13	3	FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV	
14		- Ramme; analyse og framskriving av vekst og driftsinntekter; horisont T	
15		- Driftsbudsjettet, finansbudsjett og forenkling i praksis	
		- Enkel WACC; fullstendige framtidskrav; strategisk fordel	
			OS6
	4	FUNDAMENTAL VERDSETTING	
16		- Praktisk verdivurdering; oversikt over metodar; EK-metoden; 3-4 mod	
17		- SK-metoden – og verdikonvergens til <u>eitt</u> verdiestimat	
			OS7
18		- Analyse av uvisse og strategisk fordel i verdiestimatet	
19	5	- Handling på basis av verdiestimatet – og nokre Emne i verdivurdering	
			OS8+9
20		Oppsummering og litt om eksamen	AVS

