

OS: 2 OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE

Oppsummering ved

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

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

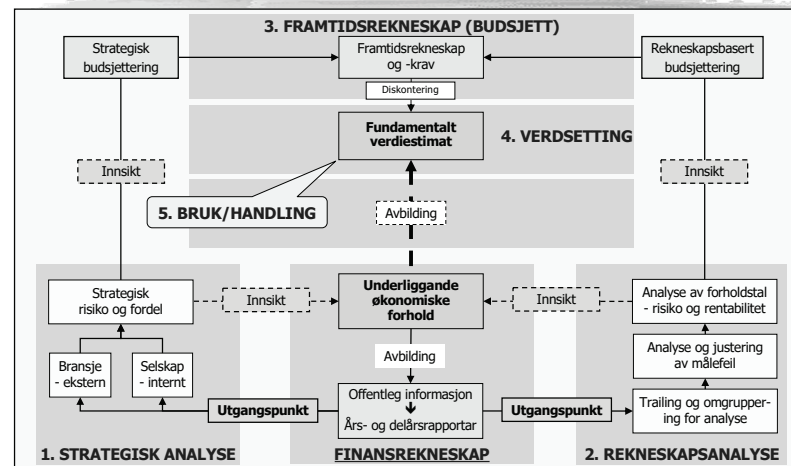
X: @KjellKnivsfla



OS2-1

RAMMEVERK

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING



OS2-2

INNHALD OPPSUMMERING 2

Førre gong: INTRODUKSJON OG RAMME

0) Utgangspunkt - informasjon
1) Strategisk analyse:

- 2) Rentabilitetsfordel
- 3) Vekstfordel
- 4) Kravfordel
- 5) Over tid

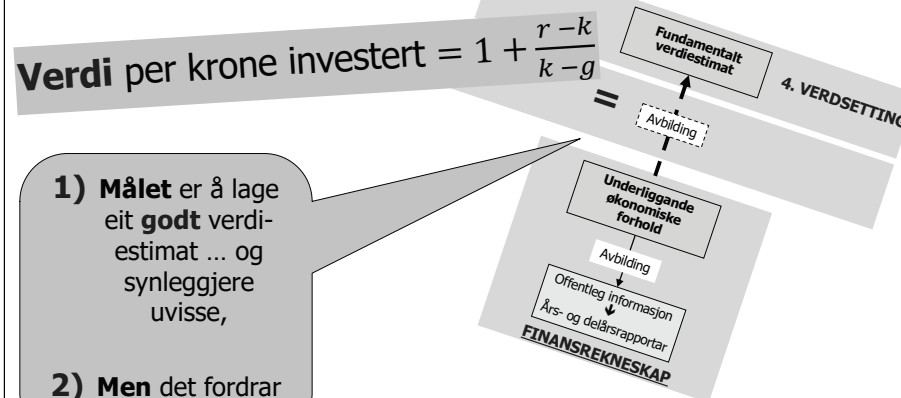
Neste gong: REKNESKAPSANALYSE

Trailing og omgruppering

OS2-3

0.

«STEG 0» MÅL – UTGANGSPUNKT



GORDONS FORMEL

Etter **dividende- eller utbytemodellen** er verdien av egenkapitalen i eit selskap:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

der D_t er netto betalt utbytte. Dersom veksten g er **konstant**, så er $D_t = (1+g) \cdot D_{t-1}$. Dette gjev $V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} x^t \cdot D_0$ der $x = (1+g)/(1+k)$. $\sum x^t = x + x^2 + \dots$, som er summen av ei **uendeleg geometrisk rekkje** med formel: $\sum x^t = x/(1-x)$, der $k > g$. Dermed får vi $V_0 = \frac{x}{1-x} \cdot D_0 = \frac{1/(1+k)}{1-(1+g)/(1+k)} \cdot (1+g) \cdot D_0$, og

Gordons formel:

$$V_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

1)

OS2-5

EKVIVALENTE MODELLAR

2)

$$Verdi = \frac{\text{fri kontantstrøm}}{k-g}, \quad \text{der kontant} = (r-g) \cdot \text{kapital}$$

3)

$$Verdi = \left(1 + \frac{r-k}{k-g}\right) \cdot \text{investert kapital}$$

4)

$$Verdi = \frac{1}{k} \cdot \left(1 + \frac{g \cdot (r-k)}{r \cdot (k-g)}\right) \cdot \text{resultat}, \quad \text{der res} = r \cdot \text{kapital}$$

FØRESETNAD: KONSTANT VEKST

OS2-6

1)

VERDIVURDERING KVA ER RELEVANT?

Verdi per krone investert

$$= 1 + \frac{r-k}{k-g}$$

r = rentabilitet, **k** = krav og **g** = vekst

OS2-7

GORDON AS VERDIVURDERING

Gordon AS har eit kapitalkrav på **8%**. Selskapet har investert **10 millionar** i netto driftseigedelar og den investerte kapitalen er venta å vekse med **5%** og gje ein rentabilitet på **10%**. **Kva er verdien på egenkapitalen i Gordon**, nå netto driftseigedelane er finansierte med 40% netto finansiell gjeld?

r

$$VEK = 10 \cdot \left(1 + \frac{0,1 - 0,08}{0,08 - 0,05}\right) - 0,4 \cdot 10 = 16,7 - 4 = 12,7$$

k

g

OS2-8

ELLER VED BRUK AV DEI ANDRE MODELLANE

$$VEK = \frac{1}{0,08} \cdot \left(1 + \frac{0,05 \cdot (0,1 - 0,08)}{0,1 \cdot (0,08 - 0,05)}\right) - 0,4 \cdot 10 = 16,7 - 4 = 12,7$$

$$VEK = \frac{(0,1 - 0,05) \cdot 10}{0,08 - 0,05} - 0,4 \cdot 10 = 16,7 - 4 = 12,7$$

OS2-9

2)

START MED Å SAMLE

INFORMASJON

DVS

- FAKTA OM ØKONOMI, BRANSJE OG SELSKAP



- REGISTRER REKNESKAPSINFORMASJON I MS EXCEL

OS2-10

FINANSIELL RAPPORTERING ELLER UTARBEIDING

2.1 FINANSREKNESKAP = AVBILDING AV UNDERLIGGANDE FORHOLD

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



→ RAPPORTERT **FINANSIELL INFORMASJON** ER ALTSÅ UT GANGSPUNKTET FOR ANALYSE, DVS STEG 1 OG 2 I RAMMEVERKET

OS2-11

EIKON REKNESKAPSINFORMASJON

BØRSNOTERTE

TILGANG:
BIBLIOTEKET VED NHH

	30-09-2023	30-06-2023	31-03-2023	31-12-2022	30-09-2022	30-06-2022	31-03-2022	31-12-2021
1.2 Company Fundamentals - Income Statement								
1 Company Name	Telenor ASA (TEL, NO)							
2 Country of Exchange	Norway							
3 Country of Headquarters	Norway							
4 Ticker	TEL							
5 Ticker Industry Group	Telecommunications Services							
6 IS Template	IND							
7 Consolidation Basis	Consolidated							
8 Listing	Oslo							
9 Period	Quarter							
10 Export Date	2023-10-24							
11 Statement Type	Industrial - Operating							
12 Period End Date	30-09-2023	30-06-2023	31-03-2023	31-12-2022	30-09-2022	30-06-2022	31-03-2022	31-12-2021
13 Statement Date	30-09-2023	30-06-2023	31-03-2023	31-12-2022	30-09-2022	30-06-2022	31-03-2022	31-12-2021
14 Consolidated Currency	NOK							
15 Consolidated Currency	NOK							
16 Template Type	Industrial - Operating	Industrial - Operating	Industrial - Operating	Industrial - Operating	Industrial - Operating	Industrial - Operating	Industrial - Operating	Industrial - Operating
17 Period Start Date	01-01-2023	01-01-2023	01-01-2023	01-01-2022	01-01-2022	01-01-2022	01-01-2021	01-01-2021
18 Avg. F/R Rate	0,08773729	0,08954536	0,09121949	0,09629377	0,09957433	0,09993114	0,10083616	0,10000002
19 Income Statement - Standardized Currency - Euro								
20 Period Name	30-09-2023	30-06-2023	31-03-2023	31-12-2022	30-09-2022	30-06-2022	31-03-2022	31-12-2021
21 Revenue	1 784,2	1 788,4	1 786,2	1 490,8	1 830,7	1 801,7	1 733,5	1 511,1
22 Revenue from Goods & Services	1 784,2	1 788,4	1 786,2	1 490,8	1 830,7	1 801,7	1 733,5	1 511,1
23 Revenue from Business Activities - Total	1 784,2	1 788,4	1 786,2	1 490,8	1 830,7	1 801,7	1 733,5	1 511,1
24 Operating Expenses								
25 Cost of Operating Revenue	788,2	788,2	788,2	838,8	1 360,8	1 381,3	1 304,6	888,2
26 Cost of Revenue - Total	788,2	788,2	788,2	838,8	1 360,8	1 381,3	1 304,6	888,2
27 Depreciation in Cost of Revenue	361,2	361,4	360,8	370,0	461,2	461,3	461,3	384,0
28 Material Expenses	397,0	426,2	427,4	468,8	779,6	779,6	779,6	454,2
29 Material Expenses - Materials, Inventory, Own Work & Liberty - Unclassified	397,0	426,2	427,4	468,8	779,6	779,6	779,6	454,2
30 Other Profit - Indebtedness/Property - Total	1 006,0	1 000,2	1 008,0	652,0	469,9	420,4	428,9	622,9
31 Selling, General & Administrative Expenses - Total	108,4	223,5	223,8	226,5	205,7	211,3	205,0	222,1
32 Labor & Related Expenses including Stock Based Compensation in Selling, General & Administrative Expenses	108,4	223,5	223,8	226,5	205,7	211,3	205,0	222,1
33 Other Operating Expenses/Dividend - Total	317,2	238,0	238,8	232,7	263,3	269,0	269,4	316,0
34 Other Operating Income - Total	0	0,17	0,09	0,39	4,68	0,10	0	0,0

12

BRØNNØYSUND

```
import requests as req
import pandas as pd
from pandas import json_normalize
```

```
organisasjonsnummer = [931582062]
```

```
tekst = []
```

```
for e in organisasjonsnummer:
```

```
    res = req.get(f'https://data.brreg.no/enhetsregisteret/api/enheter/{e}', headers=req.utils.default_headers()).json()
```

```
    tekst.append(res)
```

```
df_enh = pd.DataFrame(json_normalize(tekst).T)
print(df_enh)
```

```
firms = organisasjonsnummer
```

```
accountingdata = []
```

```
for e in firms:
```

```
    response = req.get(f'http://data.brreg.no/regnskapsregisteret/regnskap/{e}').json()
    accountingdata.append(response[0])
```

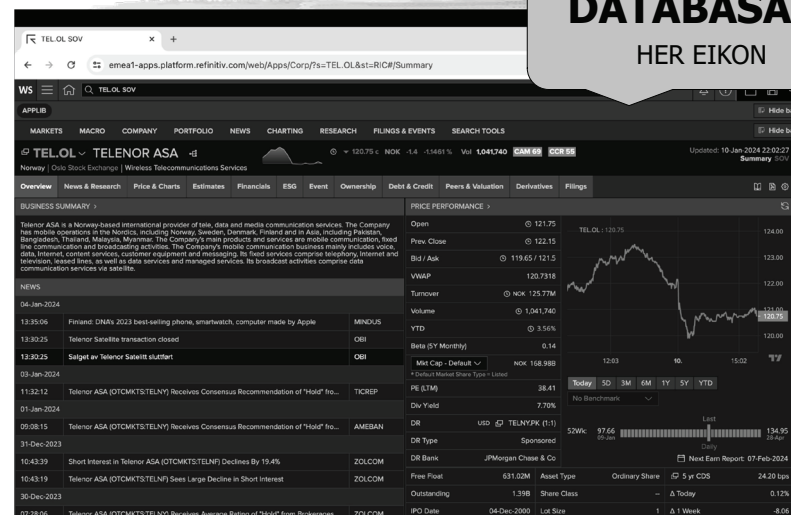
```
df_reg = pd.DataFrame(json_normalize(accountingdata).T)
print(df_reg)
```

... KAN LASTAST NED TIL PYTHON

OS2-13

ANNAN INFORMASJON

DATABASAR:
HER EIKON



OS2-14

2.2 INFORMASJON MARKNADSEFFISIENS

Kapitalmarknaden blir rekna for å vere

effisient i halvsterk form,

dvs at all offentlig tilgjengeleg informasjon er reflekterte i verdien på egedelar og gjeld

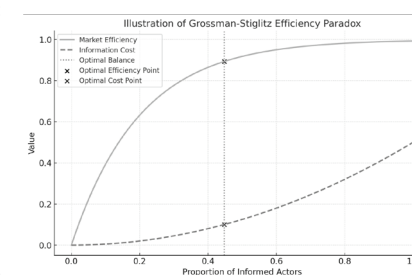
➤ KORLEIS KAN REKNESKAPSINFORMASJON
DÅ VERE RELEVANT?

OS2-15

EFFISIENSPARADOKSET Grossman og Stiglitz (1980)

Illustrasjon

- Det å ha **unik innsikt** gjennom rekneskapsanalyse gjev ei **unormal** avkastning i kapitalmarknaden, men avkastinga er **avtakande**
- **Kostnaden** for å skaffe seg **unik innsikt** aukar **tiltakande** med graden innsikt frå rekneskapsanalyse
- I **optimum** vil den unormale avkastinga akkurat bli balansert av kostnaden ved rekneskapsanalyse
- DET ER ANALYSE SOM **BAKAR** INFORMASJON INN I AKSEKURSEN – OG KAPITALMARKNADEN **KAN IKKJE VERE 100% EFFISIENT**
- – BERRE EFFISIENT OPP TIL DET PUNKTET DER AKTØRANE PÅ MARGINEN FÅR DEKT KOSTNADEN VED ANALYSE



OS2-16



INNSIKT = RELEVANS OG PÅLIT

Verdi basert på
kjent innsikt

Kvaliteten
 $= \lambda_t$

$$E(\text{VERDI}_t | \text{INFORMASJON}_t) = E(\text{VERDI}_{t-1}) + \lambda_t \cdot (\text{INFORMASJON}_t - E(\text{VERDI}_{t-1})), \quad 0 < \lambda < 1$$

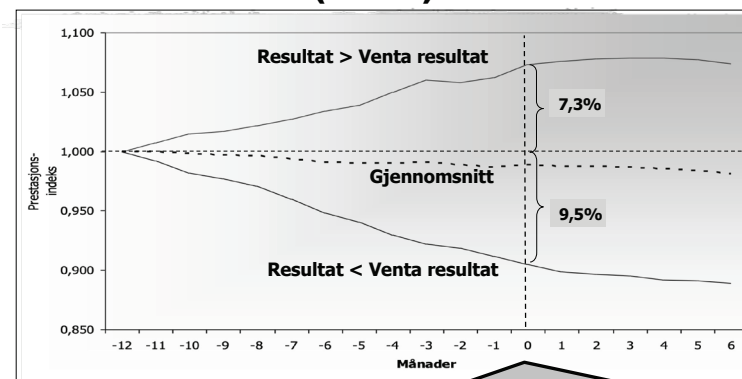
der kvaliteten på informasjon

Ny innsikt om verdi gjennom
analyse og verddivurdering

$$\lambda_t = \text{relevans} \cdot \text{pålitlegheit}$$

OS2-17

BALL OG BROWN (1968)



Offentleggjøring av resultatet fører til at børsen **reagerer** ved å sende aksjekursen opp når resultatet er større enn venta og ned når det er mindre enn venta. Rekneskapsinformasjon er **både relevant og påliteleg**

OS2-18

2.3

SPØRSMÅL

SOM DU BØR STILLE DEG

KVIFOR HAR DU BETRE INNSIKT ENN ANDRE?

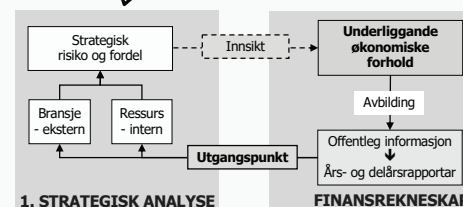
- I BETRE **INFORMASJON** OG/ELLER
- I BETRE **ANALYSE**?

OS2-19

1.

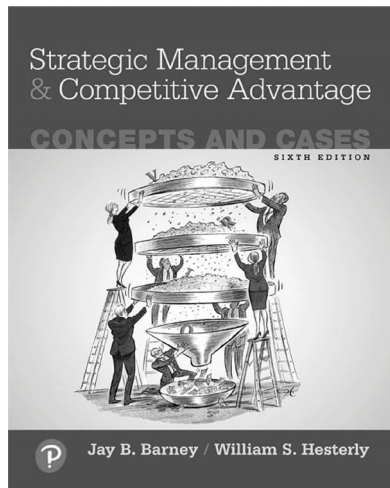
STEG 1 STRATEGISK ANALYSE

= **kvalitativ** analyse
av underliggende økonomiske
forhold



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

GOD LÆREBOK I STRATEGI



OS2-21

INNHALD I EI TYPISK STRATEGIBOK

Part 1: THE TOOLS OF STRATEGIC ANALYSIS

CHAPTER 1 What Is Strategy and the Strategic Management Process? 2

CHAPTER 2 Evaluating a Firm's External Environment 26

CHAPTER 3 Evaluating a Firm's Internal Capabilities 62

End-of-Part 1 Cases PC 1-1



- Kva er strategi?
- Ekstern analyse
- Intern analyse

OS2-22

METODEN FOR STRATEGISK ANALYSE

= «BENCHMARKING»

1) EKSTERN STRATEGISK ANALYSE

«Target»

«Benchmark»

Innsikt om **bransjen** = bransjen - økonomien

2) INTERN STRATEGISK ANALYSE

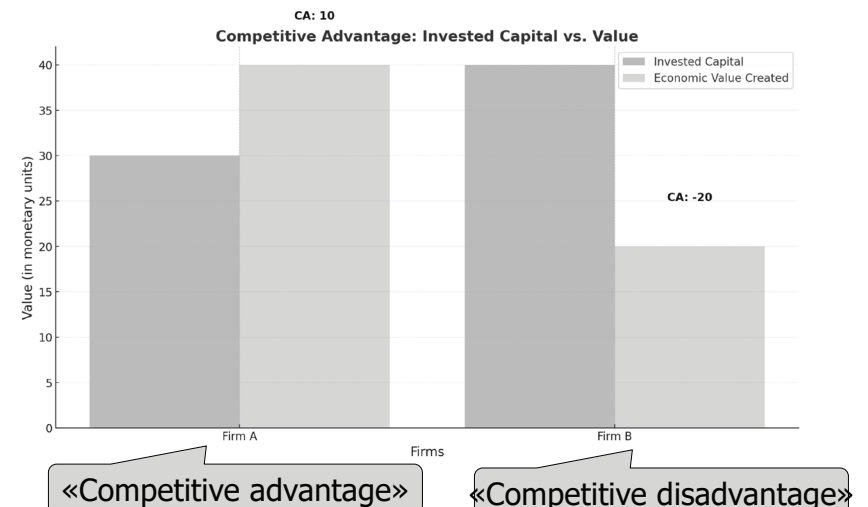
«Target»

«Benchmark»

Innsikt om **selskapet** = selskapet - bransjen

OS2-23

«COMPETITIVE ADVANTAGE» = STRATEGISK FORDEL



KVA KAN STRATEGI SEIE OM DET SOM SKAPER VERDI?

Verdi per krone investert

$$= 1 + \frac{r - k}{k - g}$$

r = rentabilitet, k = krav og g = vekst

OS2-25

STRATEGISK ANALYSE = ANALYSE AV TRE FORDELAR

1) Rentabilitetsfordel:

$$r - k = r_B - k_B + r - r_B + k_B - k$$

2) Vekst: $g = g_B + (g - g_B)$

3) kravfordel

Vekstfordel

OS2-26

2. STRATEGISK FORDEL ER KOPLA TIL SUPERRENTABILITET

STRATEGISK FORDEL

= evne til å generere **ein** rentabilitet utover kravet

➤ Mål på strategisk fordel

= **superrentabilitet**

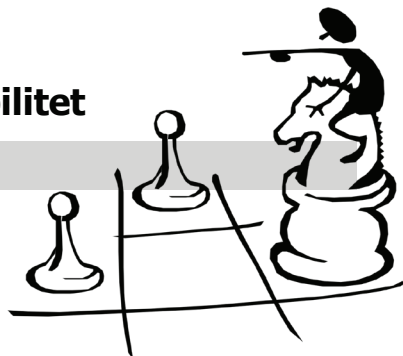
$$= r - k,$$

der

r = rentabilitet

k = krav til rentabilitet

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



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

OS2-27

TO KJELDER TIL STRATEGISK FORDEL

STRATEGISK FORDEL

$$= r - k$$

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

r_B = rentabiliteten i bransjen

1) **EKSTERN**
bransjeorientert strategisk fordel

dvs bransje-fordel

Bransjen har ein rentabilitet større enn kravet

2) **INTERN**
ressursbasert strategisk fordel

dvs selskaps-fordel

eller «competitive advantage»

Verksemnda har ein rentabilitet større enn bransjen eller eit krav mindre enn bransjen

OS2-28

FORDEL ELLER ULEMPE = ER VERKSEMDA EIN AVVIKAR?

$$\frac{P}{B} = 1 + \frac{r-k}{k-g} = 1 + \frac{r_B - k_B + r - r_B + k_B - k}{k-g}$$

$$= 1 + \frac{r_B - k_B}{k_B - g_B} \times \frac{k_B - g_B}{k-g} + \frac{r - r_B + k_B - k}{k-g}$$

Bransjefordel

Ressursfordel

Avkasting + krav

VEKTA REFLEKTERER DET VEKSTJUSTERTE KRAVET I BRANSJEN
I HØVE TIL SELSKAPET

Vekstfordel: $g > g_B$ fører OFTAST til $(k_B - g_B)/(k - g) > 1$

OS2-29

1)

BRANSJEANALYSE RAMMEVERK

VERKTØY 1:
PESTEL-ANALYSE

OMGJEVNAD/
ØKONOMI

SPØRSMÅL
Korleis verkar makro-
faktorar inn på
bransjen?

BRANSJE

VERKTØY 2:
PORTER-ANALYSE

SPØRSMÅL
Korleis er konkurranseforholda
i bransjen?

**BRANSJE-
FORDEL?**

OS2-30

2)

RESSURSANALYSE RAMMEVERK

VERKTØY 1:
**RESSURS-
KARTLEGGING**

RESSURSAR

i verksemda

SPØRSMÅL
Har verksemda res-
sursar som bransjen
ikkje har?

«RESSURSAVVIK»

=
Ressurs - Ressurs_B

VERKTØY 2:
**RESSURSFOR-
DELSANALYSE**

**RESSURS-
FORDEL?**

SPØRSMÅL
Gjev ressursavvika
ein fordel?

OS2-31

3)

OPPSUMMMERING AV STRATEGISK FORDEL

DØME PÅ STRATEGISK
POSISJON

FØR

NO

BF

Stor

Mindre

+

RF

Negativ

Liten

=

SF

Moderat

Stor

OS2-32

GORDON AS KJELDER TIL MEIRVERDI

Gordon AS har som bransjen eit kapitalkrav på **8%**. Selskapet har investert **10 millionar** i netto driftseigedelar og er venta å ha denne veksten og rentabiliteten i høve til bransjen:

	<u>Gordon</u>	<u>Bransjen</u>
Rentabilitet	10%	9%
Vekst	5%	5%

→ **BF = 0,09 – 0,08 = 1% Liten!**

+ **RF = 0,10 – 0,09 = 1% Liten!**

= **SF = 0,10 – 0,08 = 2% Liten til moderat**

OS2-33

GORDON AS KJELDER TIL MEIRVERDI

Gordon AS har som bransjen eit kapitalkrav på **8%**. Selskapet har investert **10 millionar** i netto driftseigedelar og er venta å ha denne veksten og rentabiliteten i høve til bransjen:

	<u>Gordon</u>	<u>Bransjen</u>
Rentabilitet	10%	9%
Vekst	5%	5%

$$\frac{\text{Selskapsverdi}}{\text{Investert kapital}} = 1 + \frac{0,09 - 0,08}{0,08 - 0,05} + \frac{0,1 - 0,09}{0,08 - 0,05}$$

$$= 1 + 0,333 + 0,333 = 1,67$$

HER ER VERDIEN AV BF OG RF LIKE STORE

OS2-34

3.

STRATEGI ER KOPLA TIL VEKSTFORDEL

STRATEGISK VEKSTFORDEL

= evne til å generere **ein lønsam vekst større enn generell økonomisk vekst**

➤ Mål på strategisk vekstfordel

$$= g - g^*,$$

der

g = **growth** eller vekst i selskapet

g^* = generell økonomisk vekst på lang sikt

OS2-35

TO KJELDER TIL STRATEGISK VEKSTFORDEL

VEKST

$$= g^* + g - g^*$$

$$= g^* + (g_B - g^*) + (g - g_B)$$

g_B = veksten i bransjen

1) EKSTERN
bransjeorientert vekstfordel

Selskapet er lokalisert i ein vekstbransje der veksten er større enn generell økonomisk vekst

2) INTERN
ressursbasert vekstfordel

Verksemda har ein vekst større enn bransjen

OS2-36

OPPSUMMMERING AV STRATEGISK VEKST

DØME PÅ STRATEGISK POSISJON		FØR	NO
	BF	Stor	Mindre
+	RF	Negativ	Liten
=	SF	Moderat	Stor

OS2-37

GORDON AS KJELDER TIL MEIRVERDI

Gordon AS har som bransjen eit kapitalkrav på **8%**. Selskapet har investert **10 millionar** i netto driftseigedelar og er venta å ha denne veksten og rentabiliteten i høve til bransjen:

	Gordon	Bransjen
Rentabilitet	10%	9%
Vekst	5%	6%

$$\frac{\text{Selskapsverdi}}{\text{Investert kapital}} = 1 + \frac{0,09 - 0,08}{0,08 - 0,06} \times \frac{0,08 - 0,06}{0,08 - 0,05} + \frac{0,1 - 0,09}{0,08 - 0,05}$$

$$= 1 + 0,5 \cdot \frac{2}{3} + 0,333 = 1,67$$

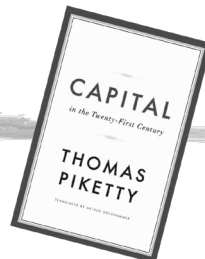
Gjennom å vekse mindre enn bransjen taper selskapet 1/3 av bransjefordelen

OS2-38

4.

KAPITAL- FORDEL

ER LITEN
...



Piketty: $r > k > g^*$

dvs

$$k_B - k \approx 0$$

OS2-39

STRATEGISK RISIKO SWOT



02-40

GORDON AS KONKURSRISIKO

Gordon AS har investert **10 millionar** i netto driftseigedelar og er venta å ha denne veksten og rentabiliteten i høve til bransjen:

	<u>Gordon</u>	<u>Bransjen</u>
- Krav	9%	8%
- Rentabilitet	10%	9%
- Vekst	5%	6%

$$\frac{SV}{IK} = 1 + \frac{0,09 - 0,08}{0,08 - 0,06} \times \frac{0,08 - 0,06}{0,09 - 0,05} + \frac{0,1 - 0,09 + 0,08 - 0,09}{0,09 - 0,05}$$

$$= 1 + 0,5 \cdot \frac{1}{2} + 0,00 = 1,25$$

OS2-41

5.

STRATEGISK FORDEL OVER TID

NULLHYPOTHESEN er at

- 1) **KONKURRANSEKREFTENE VERKAR OG DRIV RENTABILITET MOT KRAV:**

$$r \rightarrow k$$

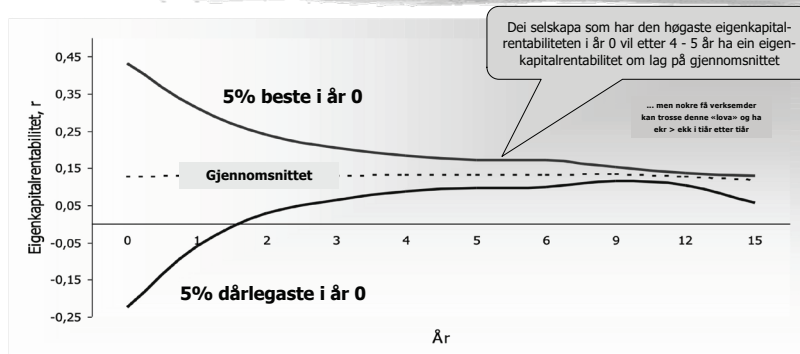
Eventuell kortsiktig strategisk fordel vil over tid forsvinne – fordelene er **mellombels**

- 2) Verksamda **ikkje** har nokon varig strategisk fordel på budsjett-horizonten T slik at

$$r_T - k_T = 0$$

OS2-42

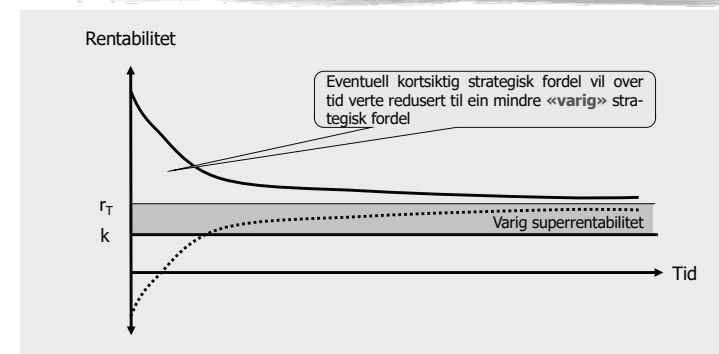
EMPIRISKE STUDIAR FINN «MEAN REVERSION»



- Eigenkapitalrentabiliteten er **tilbakevendande** til **gjennomsnittet** – eller «mean reversion»

OS2-43

VARIG STRATEGISK FORDEL = ALTERNATIVHYPOTHESEN



- Har verksamda ein **varig strategisk fordel**, til dømes gjennom effektive stengsler mot nyetablering i bransjen eller unik kjernekompetanse hjå verksamda, kan ho tene ein «varig» superrentabilitet

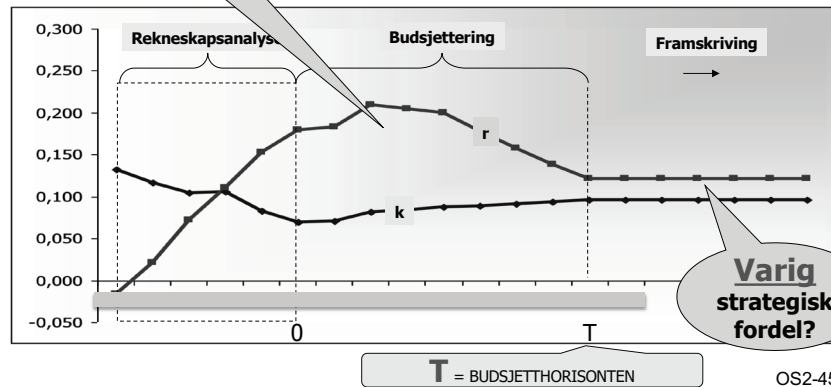
$$r_T - k_T > 0 ?$$

OS2-44

FRAMTIDSREKNESKAP OG STRATEGI

Mellombels strategisk fordel?

DET Å LAGE FRAMTIDSREKNESKAP INNEBER Å BUDSJETTERE OG FRAMSKRIVE STRATEGISK FORDEL!



TYPISK KONKLUSJON FRÅ SA

VENTA PÅ BASIS AV STRATEGISK ANALYSE:

TIDLEGARE OG NO

FRAMTIDA KORT SIKT LANG SIKT

Bransjefordel

MODERAT → MINDRE → LITEN

+ Ressursfordel

STOR → LITEN → 0?

= Strategisk fordel

SVÆRT STOR → MODERAT → LITEN

«KONKURRANSEKREFTENE» VIL GJERE EIN STOR STRATEGISK FORDEL MINDRE

Competitive Advantage Analysis:

AlphaTech Inc.

Case Study

Industry's Drivers of ROIC_i - WACC

- High-growth** consumer electronics market (+ 5% annually), profitable 10%
- Key trends:**
 - Demand: innovation & sustainability
 - Expansion of premium segments
- Opportunity** to achieve **even** higher ROIC through:
 - Product differentiation
 - Efficient capital allocation.
- Risk Management:**
 - Maintain financial stability



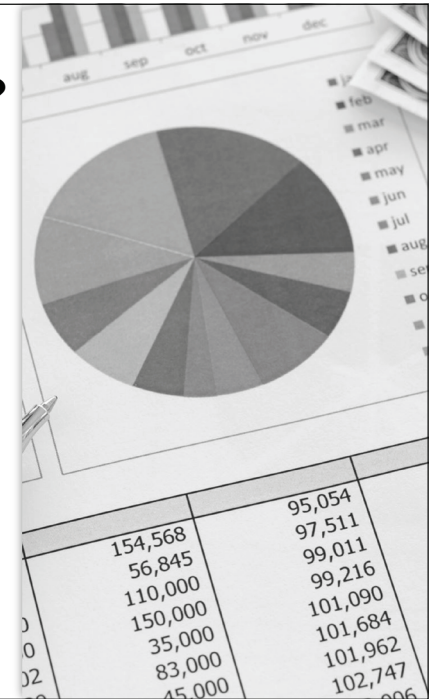
AlphaTech's Drivers of ROIC - ROIC,

- 1) Factors **improving** ROIC, which is **low**:
 - Strong brand loyalty supporting premium pricing
 - Exclusive partnerships driving revenue growth
 - Design and innovation to prevent customer churn, i.e., customers leaving
- 2) Capital **Efficiency**:
 - Optimize invested capital to increase ROIC gap



Forecast or Dream? ROIC - WACC

- 1) Enhance operational **margin**:
 - Focus on high-margin products
 - Leverage brand for pricing power
- 2) **Optimize** Capital Allocation:
 - Invest in high-return projects
 - Minimize inefficiencies
- 3) **Reduce** WACC:
 - Strengthen financial stability
 - Negotiate better debt terms.
- 4) **Is it realistic?**



Conclusion

	Current	Future
Industry Advantage	Large	Smaller
+ Firm Advantage	Negative?	0
= Competitive Advantage	Small	Smaller

