

ACC421A: VERDSETTELSE VERDIVURDERING

Kursansvarleg:

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



E-post: kjell.knivsfla@nhh.no



01-1

TO SPØRSMÅL



1) VERDIVURDERING
– KVA ER DET?

2) KORLEIS
GJENNOMFØRE
VERDIVURDERING?

01-2

1.1) VERDIVURDERING KVA ER DET?

1) MÅL

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

HER: VERDIEN TIL EIGENKAPITALEN I EIT SELSKAP

VEK ELLER VEK PER AKSJE

01-3

«SÅ ENKELT, MEN LIKEVEL SÅ VANSKELEG»

VERDI EIGENKAPITAL
I DAG

FORVENTA FRI
KONTANTSTRAUM FRÅ
DRIFT I FRAMTIDA

NETTO
FINANSIELL
GJELD I DAG

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

Verdivurdering (vv) er **enkelt** dersom vv berre er å plugge tala inn i formelen, men vv er **vanskeleg** fordi vi må lage ein prognose fram i tid: **VI MÅ ALTSÅ SPÅ OM FRAMTIDA OG DET ER VANSKELEG**

AVKASTINGSKRAVET TIL
NETTO DRIFTSEIGEDLAR

01-4

1.2)

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

→ SÅ ENKELT – MEN LIKEVEL SÅ VANSKELEG!

1.3)

DØME

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? **VNDK₀**

MÅ:

- lage prognose
- diskontere

01-6

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:
 $VNDE_0 = \frac{FKD_1}{k}$

01-7

PROGNOSEN KAN GJERAST BETRE?

ÅR	0	1	2	3	...
FKD i år t utan konkurranse	160	160	160	...	
• Redusert FKD pga 5% auka konkurranse	1-0,05	0,95 ²	0,95 ³	...	
= FKD med konkurranse	152	144,4	137,2	...	

➔ Selskapsverdi: $152/(0,08 + 0,05) =$	1169
- Gjeld	400
= Eigenkapitalverdi	769

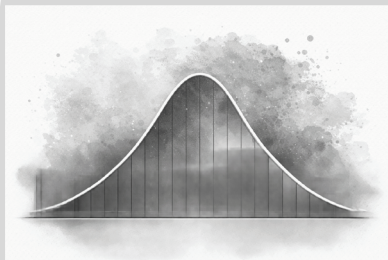
Spesialtilfelle med enkel formel:
 $VNDE_0 = \frac{FKD_1}{k - g}$

Auka konkurranse reduserer verdien frå 1600 til 769

8

VERDIESTIMAT ER UVISST – ER VERDIEN 1600 ELLER 769?

Det er viktig å synleggjere uvissa i
verdiestimatet:



Gjennomsnittet

$$(1600 + 769)/2 \\ = \underline{1184,5}$$

Standardavviket

$$\sqrt{0,5 (1600 - 1185)^2 + 0,5 (769 - 1185)^2} \\ = 415,5 \text{ eller } \underline{35\%}$$

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



01-10

AVGRENSING FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

DET FINST **TRE** VERDIVURDERINGSTEKNIKKAR:

- FUNDAMENTAL
- OPSJONSBASERT
- KOMPARATIV



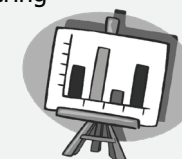
I ACC421A **AVGRENSER** VI OSS AV PLASSOMSYN TIL

**FUNDAMENTAL
VERDIVURDERING**

01-11

INNHALD FAGMØTE 01

- 1) Faget **finansrekneskap** i brei forstand
- 2) **Kursopplegget** for ACC421A våren 2026
- 3) **Rammeverk** for fundamental verdivurdering
- 4) **Førelingsplan**

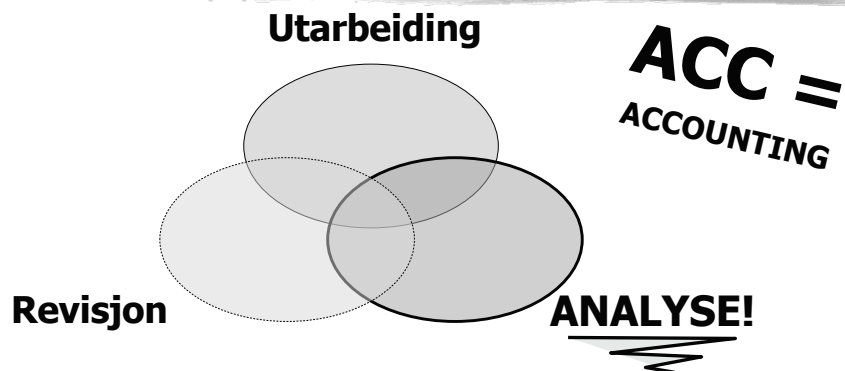


01-12

1)

FINANSREKNESKAP

= UTARBEIDING, REVISJON OG ANALYSE

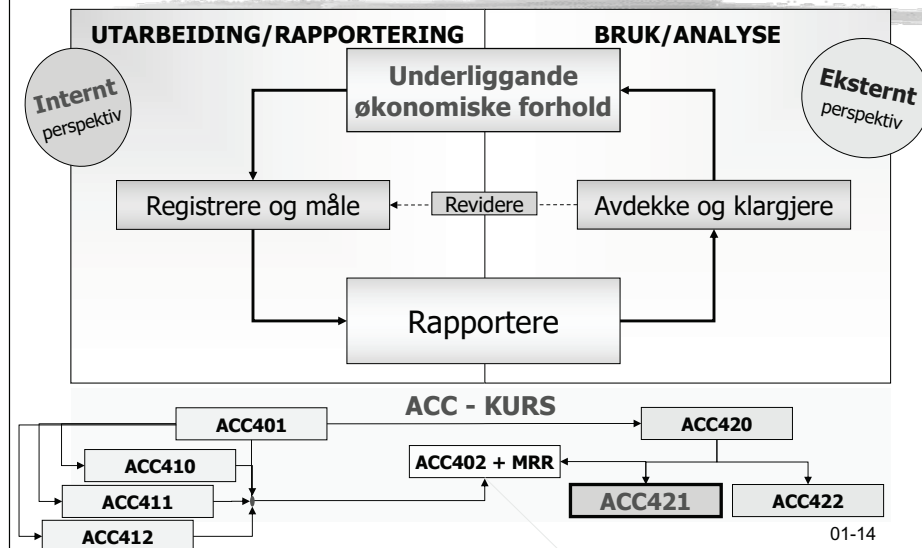


→ Utarbeiding = **produsentperspektiv**, revisjon = **kontrollperspektiv**, analyse = **brukarperspektiv**

01-13

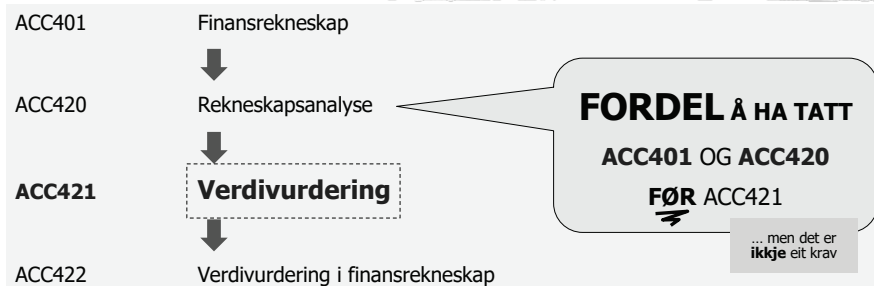
1.1

FINANSREKNESKAP UTARBEIDING KONTRA ANALYSE



01-14

NATURLEG FRAMDRIFT I EIN «MASTER I FINANSREKNESKAP»



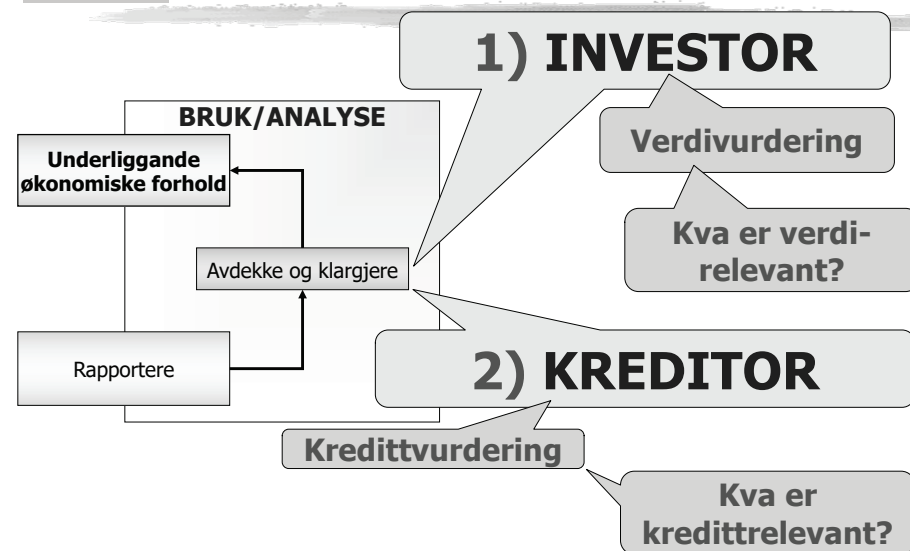
Suppler gjerne med kurs i

- rapportering, revisjon og kontroll
- strategi, finans og økonomistyring

01-15

1.2

TO TYPAR ANALYSE



VERDI- OG KREDITT- VURDERING

1) Verdivurdering

- Rentabilitetsanalyse
- Prognose
- Verdi på EK

2) Kredittvurdering

- Risikoanalyse
- Prognose
- Verdi på gjeld

KURS I ULIKE TYPAR ANALYSE:

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

01-17

1) ACC421 KONTRA ACC420



ACC420

Analyse –
brukarperspektiv

ACC420 er eit kurs i **generell**
analyse av finansrekneskaps-
informasjon for

- kredittvurdering,
- verdivurdering,
- styring og kontroll



ACC421

Analyse –
Verdivurderingsperspektiv

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

verdivurdering



01-18

2)

ACC421

= ACC421A, ACC421B ELLER ACC421E

Engelsk
↓

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

Vår

ACC421A

«Grundig»

Grundig i alle steg med tanke på
at du eventuelt vil skrive
masterutgreiing

HER BLIR DU
«MEISTER»

Haust

ACC421B

«Praktisk»

Verdivurdering i samsvar med
leiarde praksis, men godt
forankra i teori

HER BLIR DU
LEIARDE PRAKTIKAR



01-19

3)

ACC421 ↔ ACC422

ACC421

VERDSET
SELSKAPET OG
EK

«CORPORATE
VALUATION»

FINANSREKNESKAP

Balansen

Eigedel 1
Eigedel 2
...
Eigedel N

EK
Gjeld 1
...
Gjeld M

ACC422

VERDSET
EIGEDELAR OG GJELD
i finansrekneskapan
... etter ein verdmodell

«ACCOUNTING
VALUATION»

01-20

4)

ACC421: KVIFOR ACC – OG IKKJE FIE?

- 1) Prognose på kontantstrømmen basert på **innsikt** fra **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**]

01-21

2)

ACC421A KURSOPPLEGGET



01-22

2.1

FAGVIDEOAR = PENSUM PÅ PLANSJAR

FAGVIDEOAR SOM TEK FØRE SEG
ULIKE TEMA,

DETALJERTE PLANSJAR MED «**LYD**»

DU KAN HØYRE PÅ FAGSTOFF
NÅR DET PASSAR DEG!

01-23

FAGMØTE FYSISK

FAGMØTE 1

FAGMØTE 2

...

FAGMØTE 10

10 +1

FAGMØTE

FYSISK GJENNOM-
GANG i auditoriet

01-24

1)

FAGMØTE SOM BYGG PÅ FAGFØRELESINGAR

INTRO

FM01

FØRELESING 01

SA

FM02

FØRELESING 02

RA

FM03

FØRELESING
03, 04, OG 05

FM04

FØRELESING
06, 07, OG 08

FM05

FØRELESING
09, 10, 11 OG 12

01-25

2)

FAGMØTE SOM BYGG PÅ FAGFØRELESINGAR

BUD

FM06

FØRELESING
13, 14, OG 15

VERD

FM07

FØRELESING
16 OG 17

FM08

FØRELESING 18

TOP

FM09

FØRELESING 19

AVS

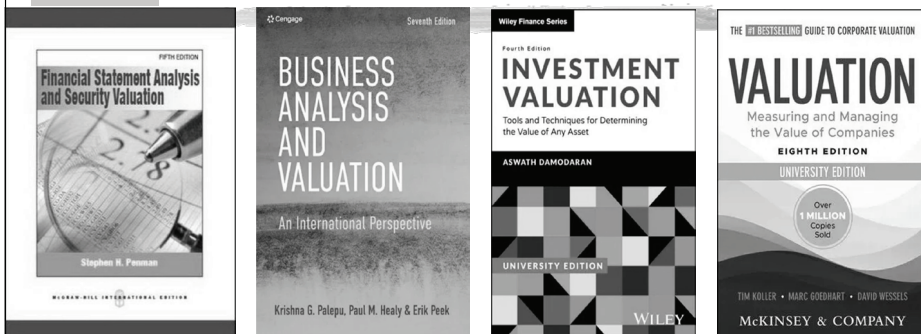
FM20

FØRELESING 20

01-26

2.2

SUPPLERANDE LITTERATUR FOR Å FÅ «KJØT PÅ BEINA»

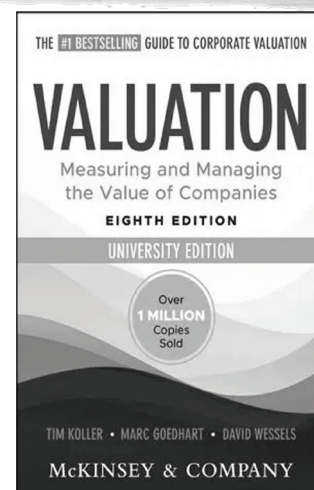


Desse bøkene er altså **ikkje** direkte «pensum», men er dei lærebøkene som ligg nærast opp til pensum på førelesingsplansjane

FØRELESINGSPLANSJANE ER PÅ MANGE MÅTAR
DET BESTE FRÅ DESSE LÆREBØKENE

01-27

SAMLA SETT ER DETTE «DEN BESTE BOKA»:



Eit godt alternativ på norsk



01-28

2.3 CANVAS HER FINN DU «ALT»

All **faginformatjon** i ACC421A finn du på **CANVAS**

- Førelings- og møteplan
- Plansjar frå fagmøta
- Førelingsplansjar med lyd (mp4)
- Oppgåver

ACC421A HAR OGSÅ EI **EKSTERN** HEIME-
SIDE: **www.acc421a.com**

2.4 KURSGODKJENNING «KRAV»

= **OPPMØTE PÅ MINIMUM**

5 AV 10

FAGMØTE



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

01-30

2.5 DIGITAL SKULEEKSAMEN = 4 TIMAR MED «ALLE» HJELPEMIDDEL

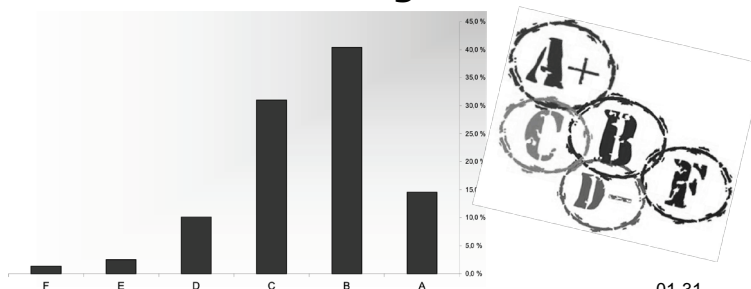
Praktiske rekneoppgåver
kombinert med teori- og reflekterande spørsmål

- Hektisk med mykje å gjere!

EKSAMEN
08.05.2025
Kl. 9-13



Typisk karakterfordeling:



01-31

KUNSTIG INTELLIGENS

INTERNETT VIL VERE UTILGJENGELEG PÅ EKSAMEN

PGA KUNSTIG INTELLIGENS

01-32

Seks sett med eksamensrelevante oppgaver er **tilgjengelige**

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



3) FUNDAMENTAL VV FORMEL OG PROSESS

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

Rammeverket for fundamental verdivurdering

**FRÅ KURS-
EVALUERINGA
2025**

Response Option	Weight	Frequency	Percent	Percent Responses	Means
Very dissatisfied	(1)	0	0.00%		3.90
Dissatisfied	(2)	0	0.00%		
Neutral	(3)	2	20.00%		
Satisfied	(4)	7	70.00%		
Very satisfied	(5)	1	10.00%		
Response Rate		Mean			STD
100% (19/23%)		3.90			0.67

3,9 = B

Response Option	Weight	Frequency	Percent	Percent Responses	Means
Strongly disagree	(1)	0	0.00%		
Disagree	(2)	0	0.00%		
Neutral	(3)	1	10.00%		
Agree	(4)	3	30.00%		
Strongly agree	(5)	6	60.00%		

4.50

Mean

STD

10.65 (19.23%)

4.50

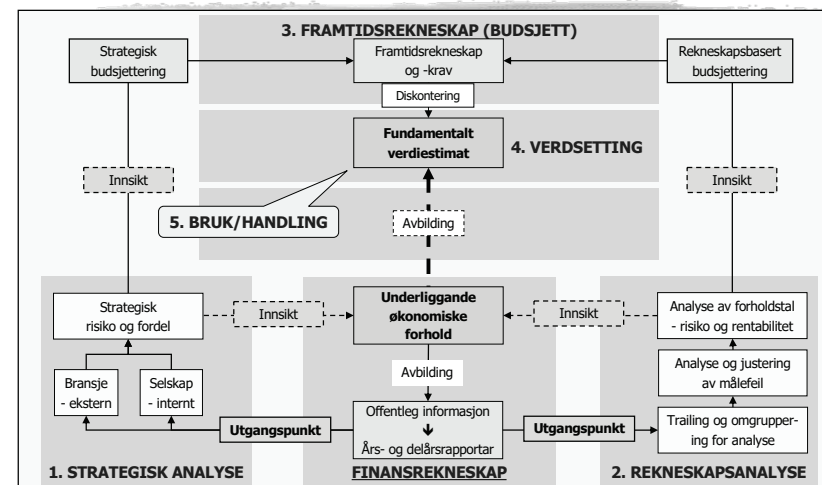
9.71

4.5 =
A-

3 - Kjell Henry Knivsrød presented the curriculum in an appropriate way. -

Response Option	Weight	Frequency	Percant	Percent Responses	Means	
Strongly disagree	(1)	0	0.00%		4.50	
Disagree	(2)	0	0.00%			
Neutral	(3)	2	20.00%			
Agree	(4)	1	10.00%			
Strongly agree	(5)	7	70.00%			
Not relevant	(0)	0	0.00%			
Response Rate				Mean	STD	Median
100% (18/23%)				4.50	0.68	5.00

4.5 =
A-



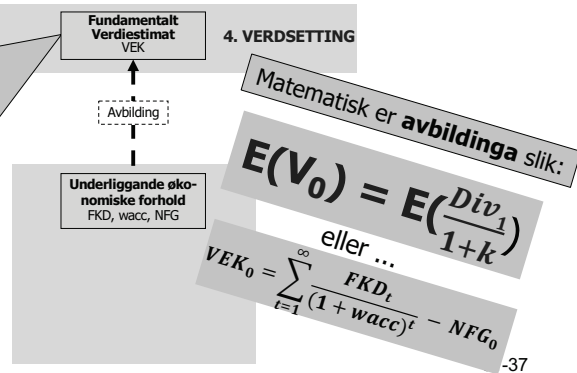
FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

MÅL

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

– ALTSÅ LAGE EIT
GODT VERDIESTIMAT

... og synleggjere uvissa



3.2 BASISFORMEL

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

VERDI I DAG

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

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

Forventa
noverdi

MODELL

Forventa **dividende**
diskontert til noverdi

$$E(V_0) = E\left(\frac{D_1}{1+k}\right) = E(D \cdot SDF)$$

Litt mate-
matikk:

$$E(V) = E(SDF) \cdot E(D) + KOV(SDF, D)$$

$$E(V) - KOV(SDF, D) = \frac{E(D)}{1+r_f}$$

$$E(V) \cdot (1 - KOV(SDF, \frac{D}{E(V)})) = \frac{E(D)}{1+r_f}$$

$$SDF = 1/(1+k)$$

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

$$\frac{D}{E(V)} = 1 + r$$

$$E(V_0) = \frac{E(D_1)}{(1+r_f) \cdot (1 - KOV(SDF, 1+r))}$$

01-39

FANTASTISK!

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

$$E(V_0) = E\left(\frac{D_1}{1+k}\right)$$

Alle modellane gjev
same verdiestimat

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

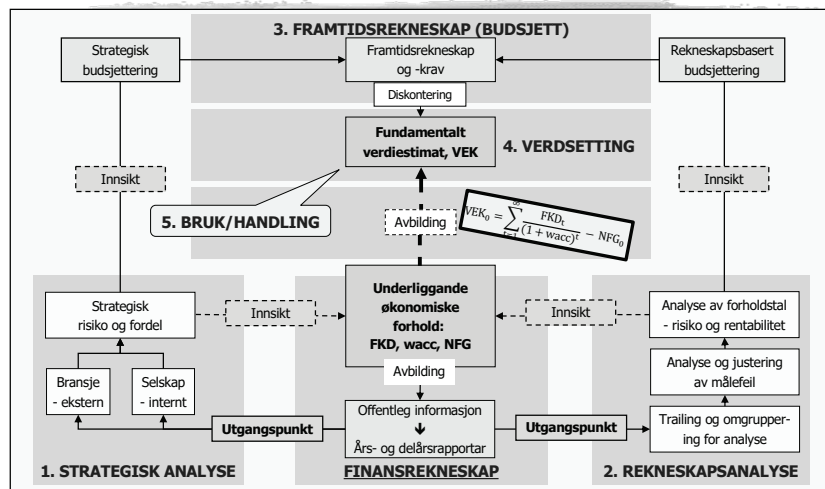
$$k = r_f - (1 + r_f) \cdot KOV(SDF, r)$$

Sjå videoførelsing 01
for ei utdyping

< 0 DVS RISIKOPREMIE

3.3

MEIR OM RAMMEVERKET

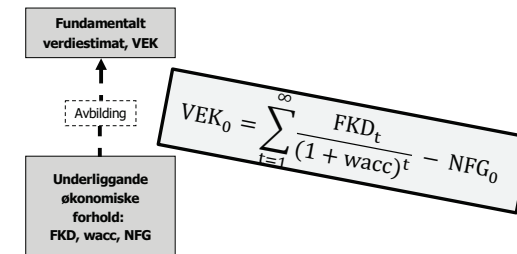


RAMMEVERKET = FORMELEN

Det fundamentale
verdiestimatet =
avbilding(underligg
ande økonomiske
forhold)

... som ikkje er noko
anna enn verdsett-
ingsformelen

MEN VI KAN IKKJE
«GÅ RETT PÅ»



01-42

UTGANGSPUNKT

OFFENTLEG INFORMASJON, SPESIELT FINANSREKNESKAP



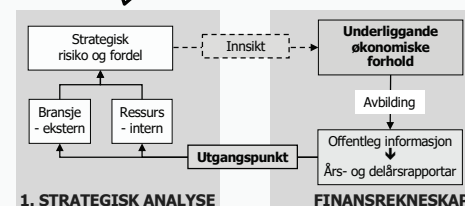
01-43

STEG 1 STRATEGISK ANALYSE

= **kvalitativ** analyse
av underliggende
økonomiske forhold



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

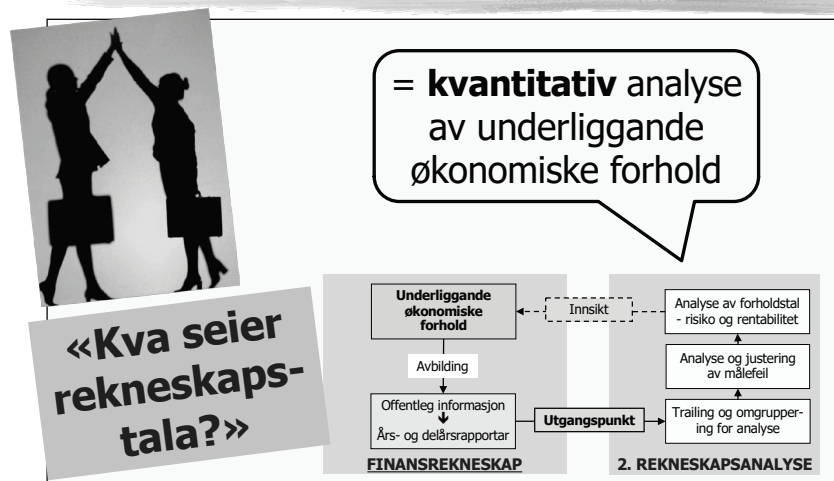


1. STRATEGISK ANALYSE

FINANSREKNESKAP

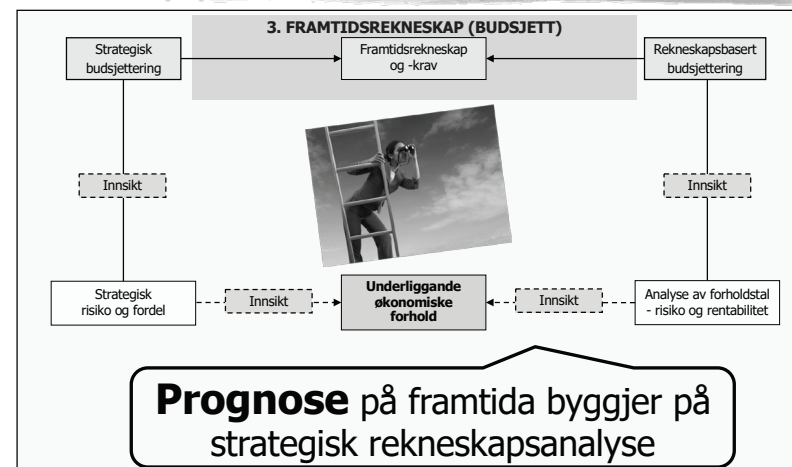
STEG 2

REKNESKAPSANALYSE



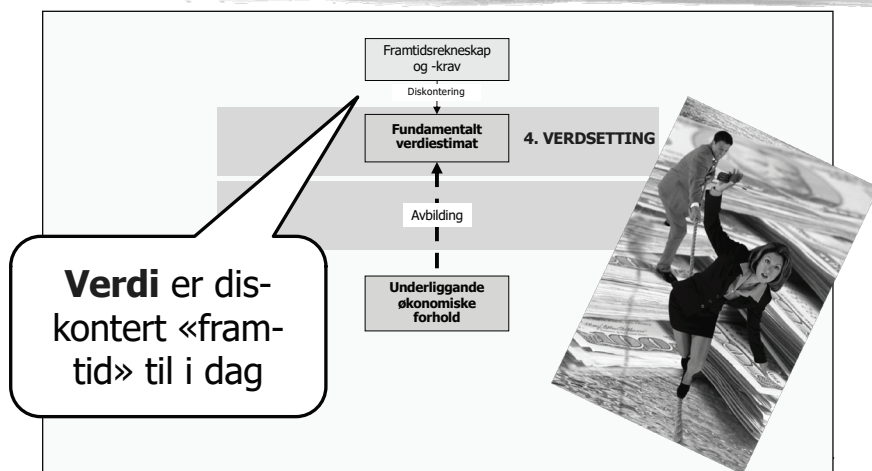
STEG 3

FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV



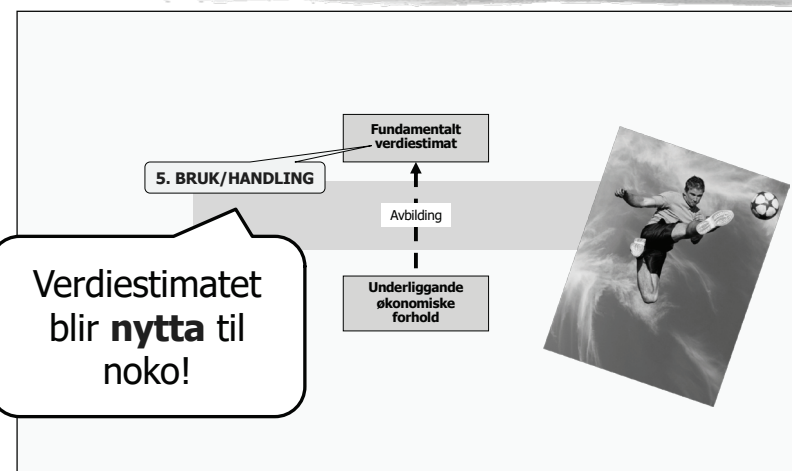
STEG 4

FUNDAMENTAL VERDSETTING



STEG 5

BRUK/HANDLING



4)

MØTEPLAN

VÅR 2026 – DEL 1: SRA

GONG	VEKE, DATO, TID OG STAD	EMNE
1/INT	03, 13.01.26, 12:15-14:00, i AUD K	<u>ACC421A</u> : INTRO – OPPLÉGG - RAMME
2	04, 20.01.26, 12:15-14:00 i AUD K	1. SA STRATEGISK ANALYSE
3	05, 27.01.26, 12:15–14.00 i AUD K	2.1 RA: TRAILING OG OMGRUPPERING
4	06, 03.02.26, 12:15-14:00 i AUD K	2.2 RA: MÅLING, MÅLEFEIL OG JUSTERING
5	07, 10.02.26, 12:15-14:00 i AUD K	2.3 RA: FORHOLDSTAL – RISIKO OG SUPER-RENTABILITET

NR	STEG	VIDIOFØRELESINGAR	FYSISK MØTE
01		INTRODUKSJON – TEKNIKKAR – <u>RAMMEVERK</u>	FM01
	1	STRATEGISK ANALYSE	
02		Bransje- og selskapsanalyse – og kopling til rekneskap og verdi	
	2	REKNESKAPSANALYSE	FM02
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		- Omgruppert balanse , endring i ek og fri kontantstrøm	
			FM03

for fundam-
ental verdi-
vurdering

NR	STEG	VIDIOFØRELESINGAR	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 forskning og utvikling, marknadsføring og nedskriving?	
			FM04
	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	
			FM05



MØTEPLAN

VÅR 2026 – DEL 2: VV

EKSAMEN

08.05.2026
KL. 09-13

GONG	VEKE, DATO, TID OG STAD	EMNE
6	08, 17.02.26, 12:15-14:00 i K	3. BUD DRIFTSBUDSJETT, KAPITAL-STRUKTUR, FRAMTIDSKRAV
7	09, 24.02.26, 12:15-14:00 i K	4.1 VERD - VERDIESTIMAT, KONVERGENS
8	10, 03.03.26, 12:15-14:00 i K	4.2 VERD - UVISSE OG HANDLING
9	11, 10.03.26, 12:15-14:00 i K	5. TOP - «TOPICS IN VALUATION
AVS/10	12, 17.03.26, 12:15-14:00 i K	OPPSUMMERING – LITT OM EKSAMEN

NR	STEG	VIDIOFØRELESINGAR	FYSISK MØTE
	3	FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV	
13		- Ramme; analyse og framskriving av vekst og driftsinntekter; horisont T	
14		- Driftsbudsjettet, finansbudsjett og forenkling i praksis	
15		- Enkel WACC; fullstendige framtidskrav ; strategisk fordel	
			FM6
	4	FUNDAMENTAL VERDSETTING	
16		- Praktisk verdivurdering ; oversikt over metoder; EK-metoden ; 3-4 mod	
17		- SK-metoden – og verdikonvergens til <u>eitt</u> verdiestimat	
			MF7
18		- Analyse av uvisse og strategisk fordel i verdiestimatet	
19	5	- Handling på basis av verdiestimatet – og nokre Emne i verdivurdering	
			FM08+09
20		Oppsummering og litt om eksamen	FM10



EKSAMENSMØTE

OM LAG EI VEKE FØR

- **SPØRSMÅL OG SVAR** TIL OPPGÅVER I OPPGÅVESETTA
- VI GJER NOKRE **TYPISKE** EKSAMENS-OPPGÅVER
- EKSAMEN **Fredag 08.05.2026** 

Eksamensmøte: 30.04
KL. 10-12 I AUD L

01-54

FAGFØRELESING 01

GJEV INNSIKT I

1) Val av verdivurderingsteknikk

- **Fundamental,**
- **komparativ eller**
- **opsjon?**

2) Fundamentale verdivurderingsmodellar

- **$V = E(\text{Cash flow} \cdot \text{SDF})$**
- **Alle modellar følgjer frå «den sentrale verdivurderingsformelen»**

01-55



01-56