

ACC421A: VERDIVURDERING

Kursansvarleg:

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



E-post: kjell.knivsfla@nhh.no



01-1

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 LIVEVEL 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 ALSTÅ 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

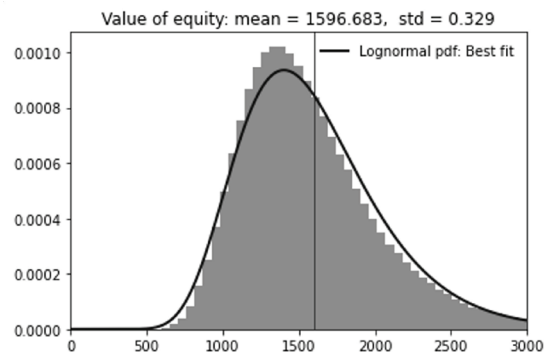
Spesialtilfelle med enkel formel:
 $VNDE_0 = \frac{FKD_1}{k - g}$

Auka konkurranse reduserer verdien frå 1600 til 769

8

VERDIESTIMAT

ER UVISST – ER VERDIEN 1600 ELLER 769?



Det er viktig å synleggjere uvisse i verdiestimatet

Vanlig uvisse: 20-60%

Standardavviket = 33%

01-9

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 **uvisse** 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) **Førelsesplan**

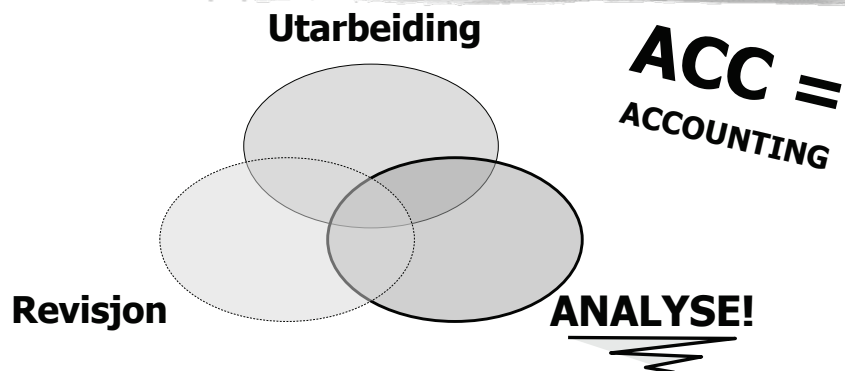


01-12

1)

FINANSREKNESKAP

= UTARBEIDING, REVISJON OG ANALYSE

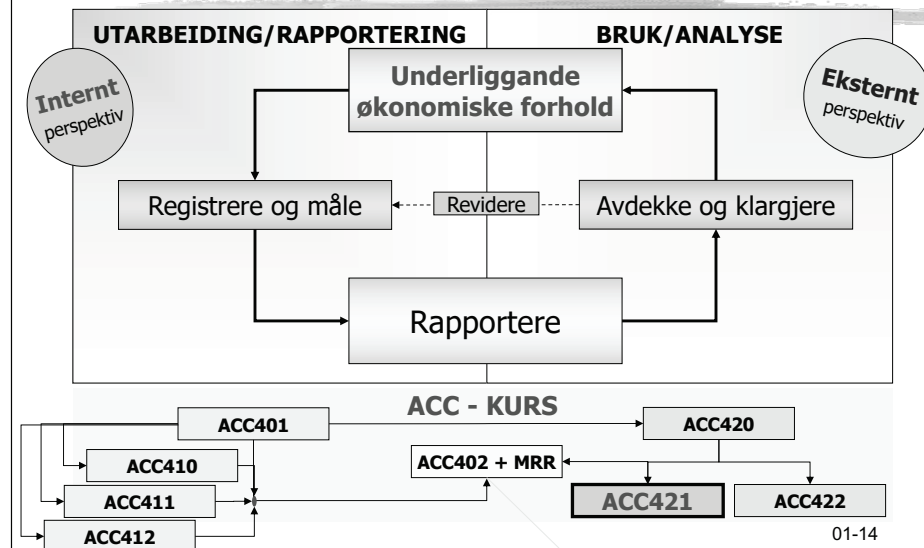


→ Utarbeiding = **produsentperspektiv**, revisjon = **kontrollperspektiv**,
analyse = **brukarperspektiv**

01-13

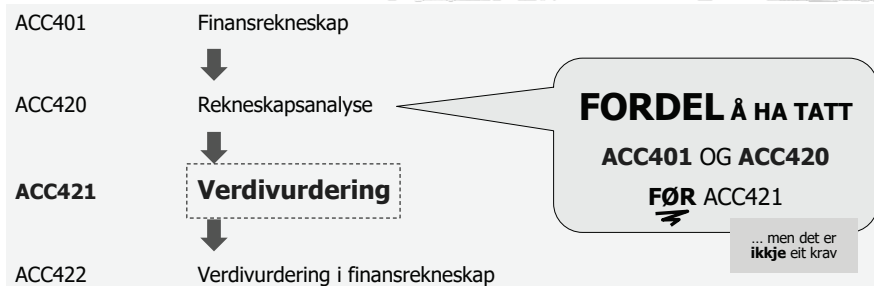
1.1

FINANSREKNESKAP UTARBEIDING KONTRA ANALYSE



01-14

NATURLEG FRAMDRIFT I EIN «MASTER I FINANSREKNESKAP»

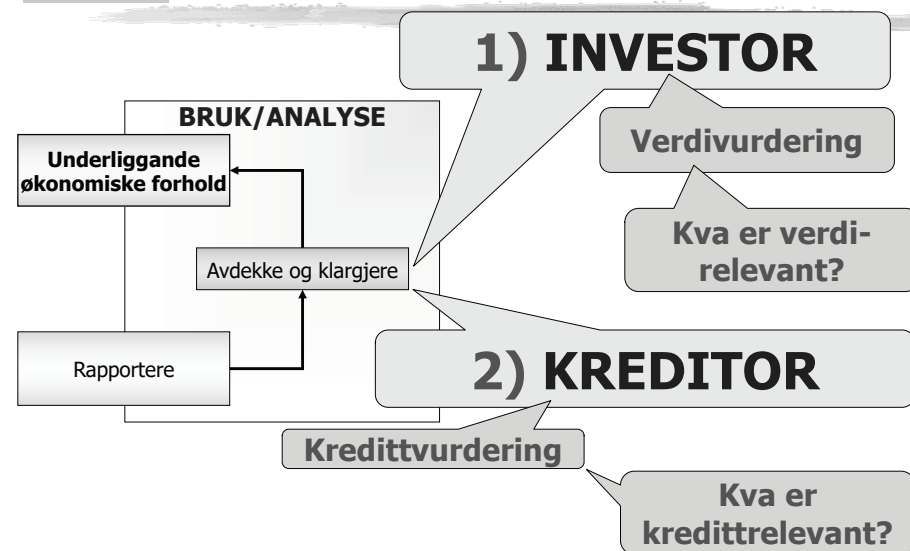


Suppler gjerne med kurs i

- 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 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**]

01-21

2)

ACC421A KURSOPPLEGGET



01-22

2.1

FAGVIDEOAR = PENSUM PÅ PLANSJAR

VIDEOAR SOM TEK FØRE SEG
ULIKE FAGTEMA,
DETALJERTE PLANSJAR MED «**LYD**»

DU KAN HØYRE FAGLEGE TEMA
NÅR DET PASSAR DEG!

01-23

FAGMØTE FYSISK

FAGMØTE 1

FAGMØTE 2

...

FAGMØTE 10

10

FAGMØTE

FYSISK GJENNOM-
GANG i auditoriet

01-24

1)

FAGMØTE SOM BYGG PÅ FØRELESINGAR

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 FØRELESINGAR

BUD

FM06

FØRELESING
13, 14, OG 15

VERD

FM07

FØRELESING
16 OG 17

FM08

FØRELESING 18

TOP

FM09

FØRELESING 19

AVS

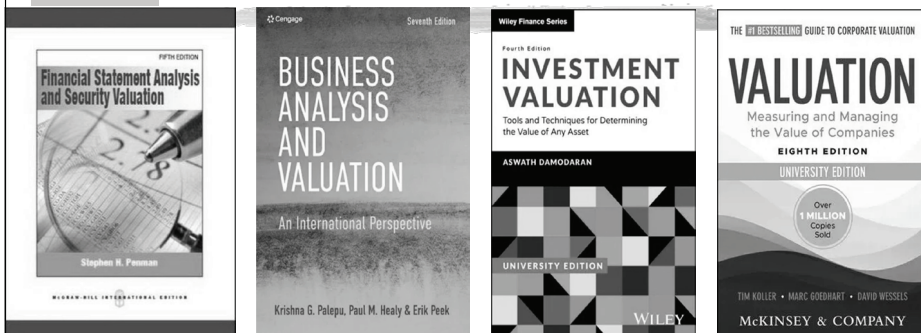
FM20

FØRELESING 20

01-26

2.2

SUPPLERANDE LITTERATUR FOR Å FÅ «KJØT PÅ BEINA»

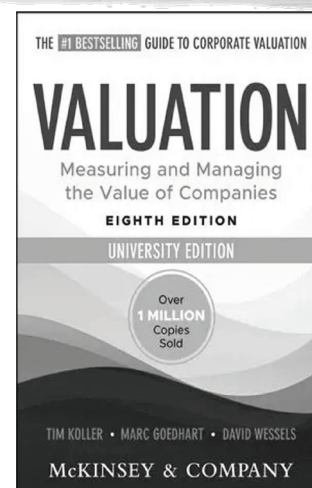


Desse bøkene er altså **ikkje** direkte «pensum», men er dei lærebøkene som ligg nærast opp til pensum på førelesingsplansjane

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

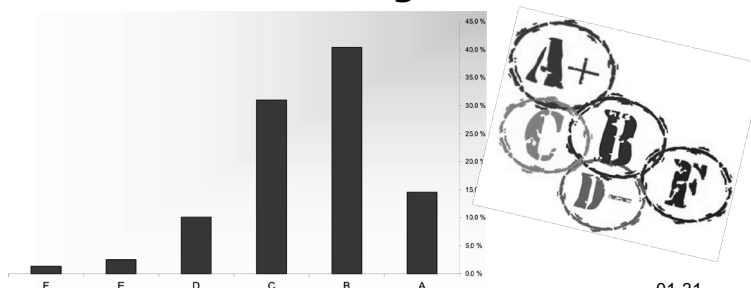
Praktiske rekneoppgåver
kombinert med teori- og reflekterande spørsmål

- Hektisk med mykje å gjere!

EKSAMEN
xx.xx.2025
Kl. 9-13



Typisk **karakterfordeling**:



01-31

OPPGÅVELØYSING = GOD FØREBUING TIL EKSAMEN

Seks sett med eksamensrelevante
oppgåver er **tilgjengelege**

.... Det blir presentert for-
slag til **løyning** på alle opp-
gåvene



01-32

= DU GJEV KARAKTER TIL ACC421A

**FRÅ KURS-
EVALUERINGA
2025**

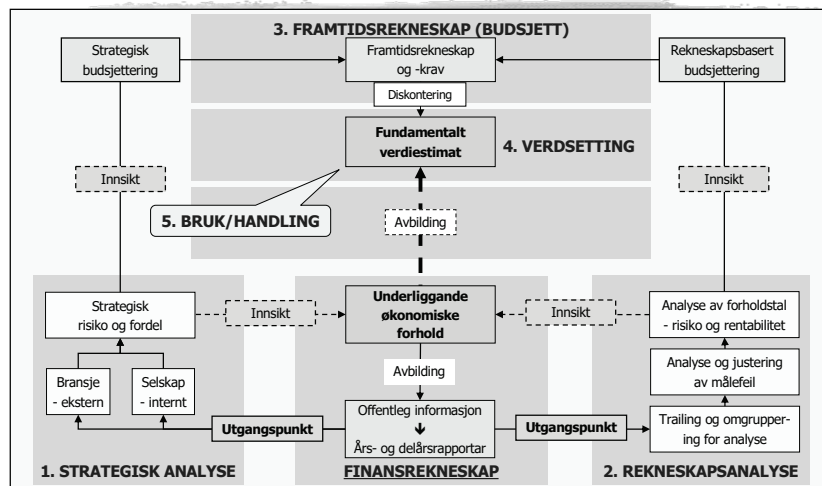
**3,9 =
B**

4.5 =
A-

4.5 =
A-

01-33

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING



FUNDAMENTAL VV

FORMEL OG PROSESS

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

Rammeverket for fundamental verdivurdering

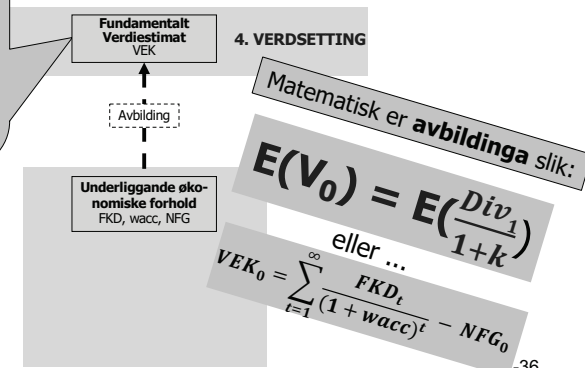
01-34

FUNDAMENTAL VERDIVURDERING MÅL

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

**– ALTSÅ LAGE EIT
GODT VERDIESTIMAT**

... og synleggjere uvissa



-36

3.2 BASISFORMEL

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

VERDI I DAG

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

$$\text{Verdi}_0 = \frac{\text{Dividende}_1 + \text{Restverdi}_1}{1 + k}$$

MODELL

Forventa **dividende** diskontert til noverdi

$$E(V_0) = E\left(\frac{\text{Div}_1}{1 + k}\right)$$

Forventa **no-verdi** ←

← **Litt matematikk:**

$$E(V) = E(SDF) \cdot E(\text{Div}) + \text{KOV}(SDF, \text{Div}), \text{ der } SDF = 1/(1 + k)$$

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

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

$$E(V_0) = \frac{E(\text{Div}_1)}{(1 + r_f) \cdot (1 - \text{KOV}(SDF, 1 + r))}$$

01-38

FANTASTISK!

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

$$E(V_0) = E\left(\frac{\text{Div}_1}{1 + k}\right)$$

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

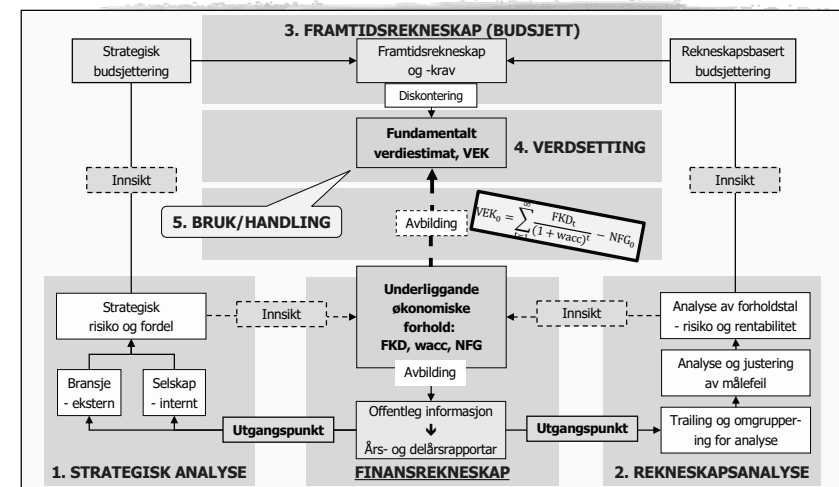
$$k = r_f - (1 + r_f) \cdot \text{KOV}(SDF, r)$$

< 0 DVS RISIKOPREMIE

Sjå videoførelsing 01 for ei utdyping

3.3

MEIR OM RAMMEVERKET

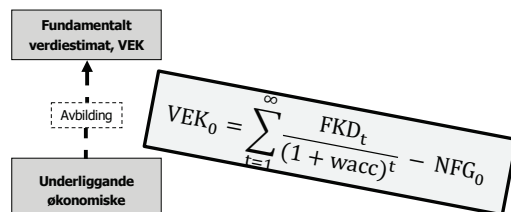


RAMMEVERKET = FORMELEN

Det fundamentale
verdiestimatet =
avbildning(underliggende økonomiske forhold)

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

MEN VI KAN IKKJE
«GÅ RETT PÅ»



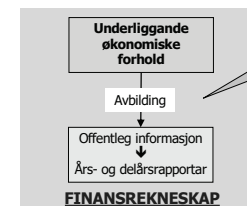
01-41

UTGANGSPUNKT

OFFENTLEG INFORMASJON, SPESIELT FINANSREKNESKAP

VI KAN IKKJE OBSERVERE
UNDERLIGGANDE ØKONO-
MISKE FORHOLD DIREKTE,

MEN VI OBSERVERER
INFORMASJON
OM DETTE



01-42

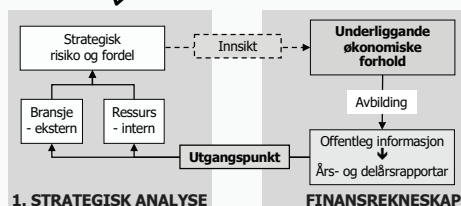
STEG 1

STRATEGISK ANALYSE

= **kvalitativ** analyse
av underliggende
økonomiske forhold



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



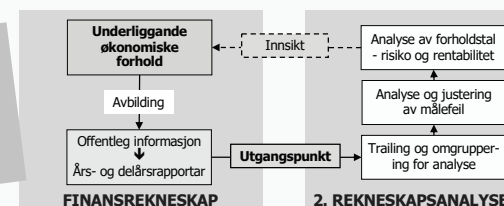
STEG 2

REKNESKAPSANALYSE

= **kvantitativ** analyse
av underliggende
økonomiske forhold

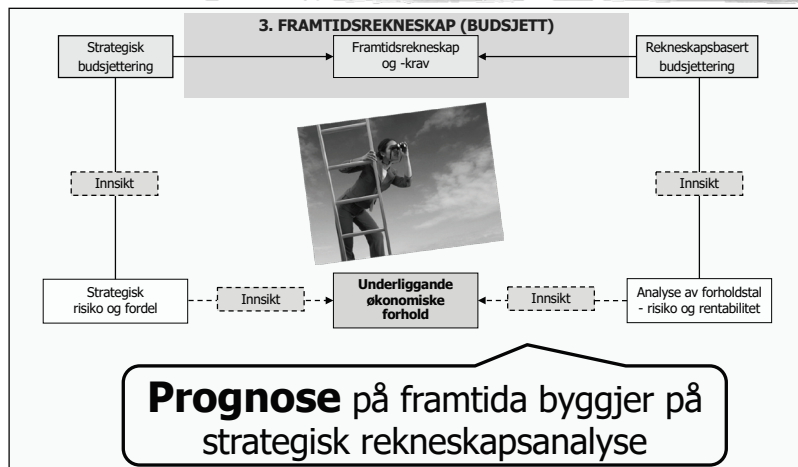


«Kva seier
rekneskaps-
tala?»



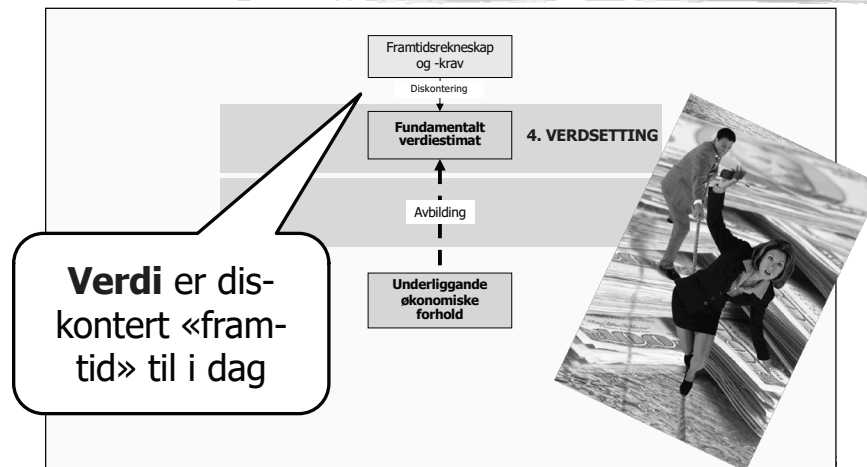
STEG 3

FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV



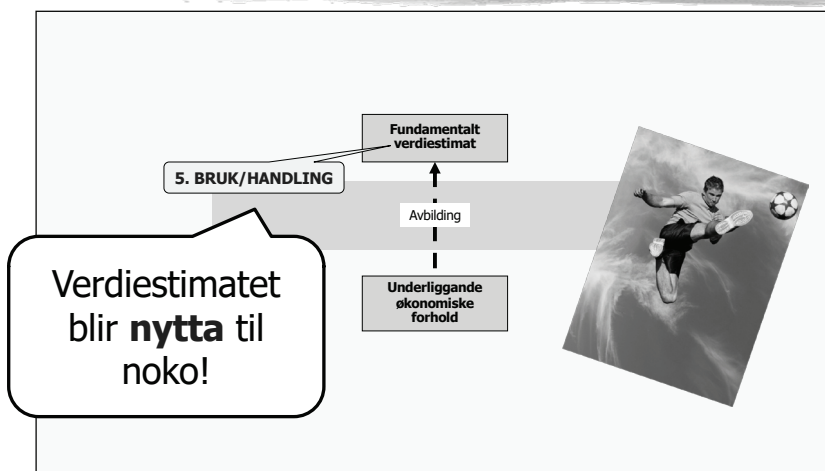
STEG 4

FUNDAMENTAL VERDSETTING



STEG 5

BRUK/HANDLING



4)

MØTEPLAN

VÅR 2026 – DEL 1: SRA

GONG	VEKE, DATO, TID OG STAD	EMNE
INT		ACC421A: INTRO – OPPLEGG - RAMME
2		1. SA STRATEGISK ANALYSE
3		2.1 RA: TRAILING OG OMGRUPPERING
4		2.2 RA: MÅLING, MÅLEFEIL OG JUSTERING
5		2.3 RA: FORHOLDSTAL – RISIKO OG SUPER-RENTABILITET

NR	STEG	FØRELESINGAR	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 fundamental verddivurdering

NR	STEG	FØRELESINGAR	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 nedskrivning?	
			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

GONG	VEKE, DATO, TID OG STAD	EMNE
6		3. BUD DRIFTSBUDSJETT, KAPITAL-STRUKTUR, FRAMTIDSKRAV
7		4.1 VERD - VERDIESTIMAT, KONVERGENS
8		4.1 VERD - UVISSE OG HANDLING
9		5. TOP - «TOPICS IN VALUATION»
AVS		OPPSUMMERING – LITT OM EKSAMEN

EKSAMEN ?

NR	STEG	FØRELESINGAR	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	
			FM6
	4	FUNDAMENTAL VERDSETTING	
16		- Praktisk verddivurdering ; oversikt over metodar; EK-metoden ; 3-4 mod	
17		- SK-metoden – og verdikonvergens til eitt verdiestimat	
			MF7
18		- Analyse av uvisse og strategisk fordel i verdiestimatet	
19	5	- Handling på basis av verdiestimatet – og nokre Emne i verddivurdering	
			FM08+09
20		Oppsummering og litt om eksamen	FM10

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 sentral verdingsformel

01-53



01-54