

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 FRAM-
TIDA OG DET ER
VANSKELEG

AVKASTINGSKRAVET TIL
NETTO DRIFTSEIGEDELAR

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	60	260	?	?	?	...
	Fortid og notid			Framtid			

Verdivurdering:

Kva er verdien av selskapskapital?

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**

Prognose
 $(160 + 60 + 260) / 3 = 160$

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**

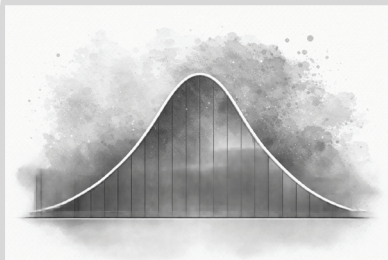
Spesialtilfelle
med enkel formel:
 $VNDE_0 = \frac{FKD_1}{k - g}$

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



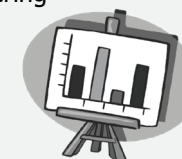
I ACC421A **AVGRENSER** VI OSS AV PLASSOMSYN TIL

**FUNDAMENTAL
VERDIVURDERING**

01-11

INNHALD FAGMØTE 01

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

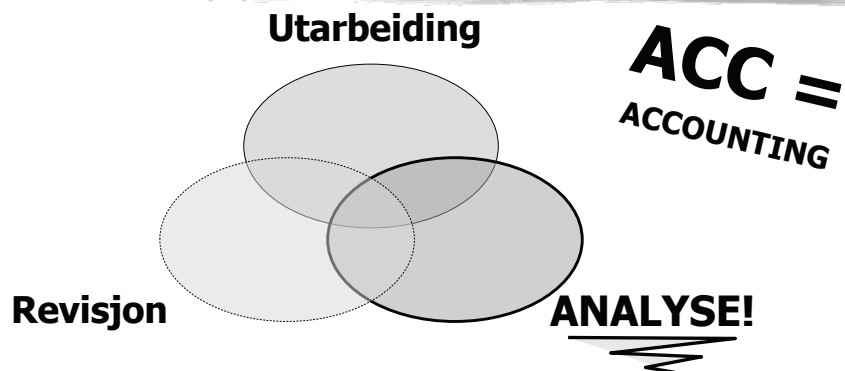


01-12

1)

FINANSREKNESKAP

= UTARBEIDING, REVISJON OG ANALYSE

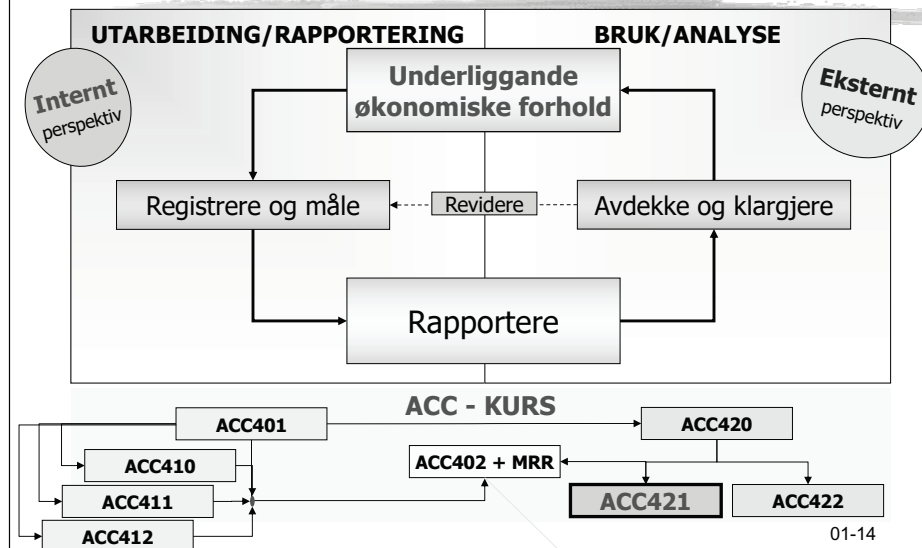


→ Utarbeiding = **produsentperspektiv**, revisjon = **kontrollperspektiv**, analyse = **brukarperspektiv**

01-13

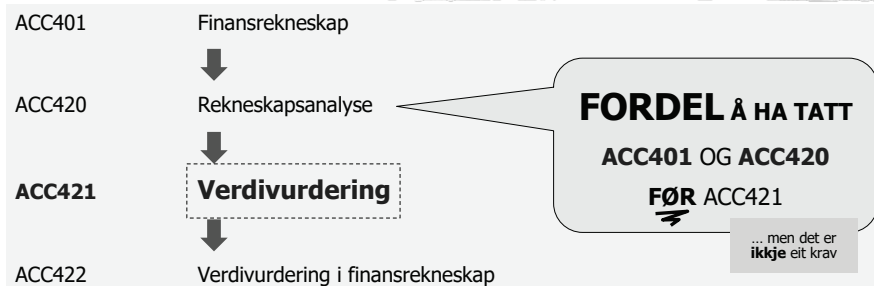
1.1

FINANSREKNESKAP UTARBEIDING KONTRA ANALYSE



01-14

NATURLEG FRAMDRIFT I EIN «MASTER I FINANSREKNESKAP»



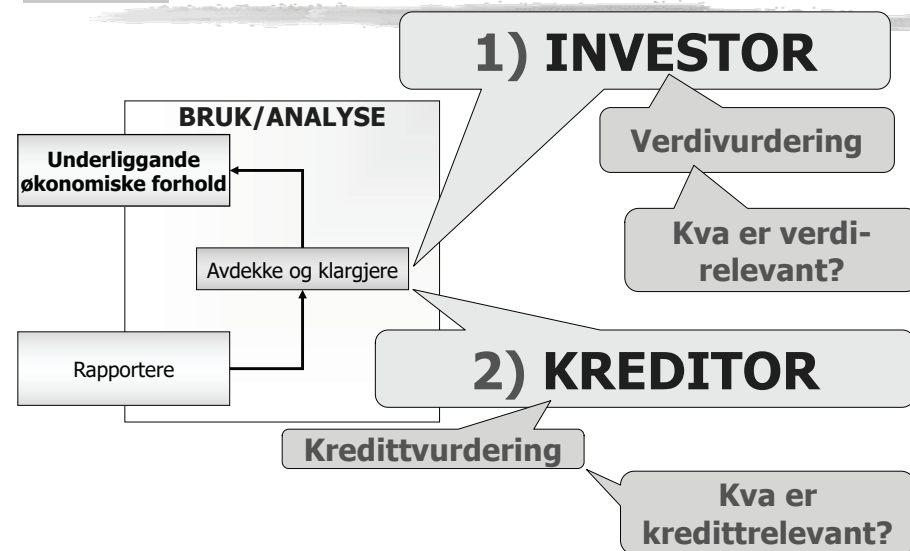
Suppler gjerne med kurs i

- 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 + haust

ACC421A

«Grundig»

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

HER BLIR DU
«MEISTER»

ACC421B

«Praktisk»

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

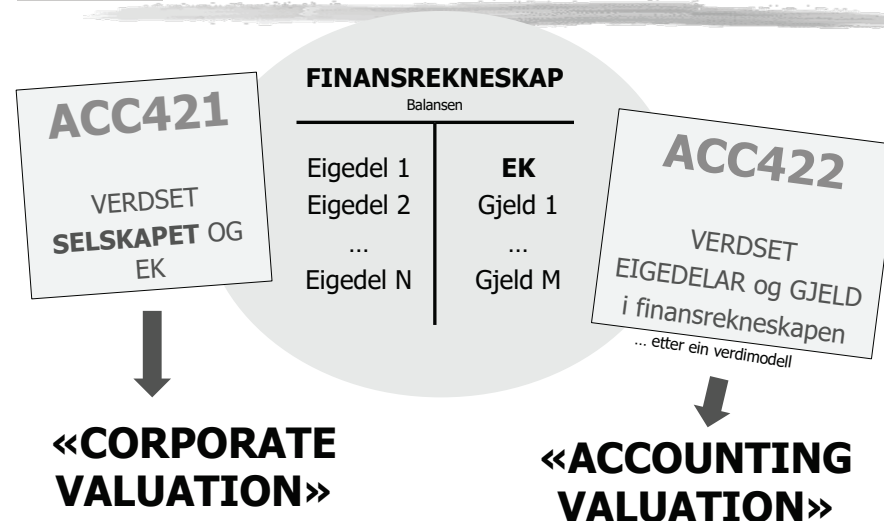
HER BLIR DU
LEIARDE PRAKTIKAR



01-19

3)

ACC421 ↔ ACC422



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 MED «**LYD**»

DU KAN HØYRE PÅ FAGSTOFF
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 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

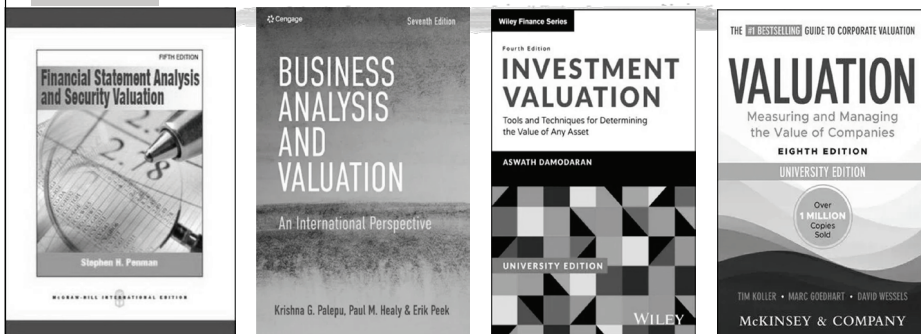
FM20

FØRELESING 20

01-26

2.2

SUPPLERANDE LITTERATUR FOR Å FÅ «KJØT PÅ BEINA»

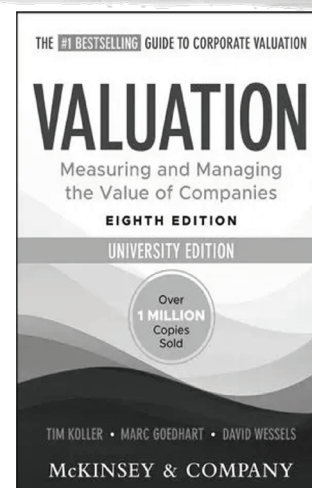


Desse bøkene er altså **ikkje** direkte «pensum», men er dei lærebøkene som ligg nærast opp til pensum på førelesingsplansjane

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»

Det er to krav:

1) Oppmøte på fagmøta:

→ Minimum 7 av 10

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

2) Gå saman i grupper og bruk
kunstig intelligens
til å lage ei verdivurdering
av Telenor ASA

Lever ein rapport på maks 6 sider: Frist: 05.11.2026

01-30

2.5 DIGITAL SKULEEKSAMEN = 4 TIMAR MED «ALLE» HJELPEMIDDEL

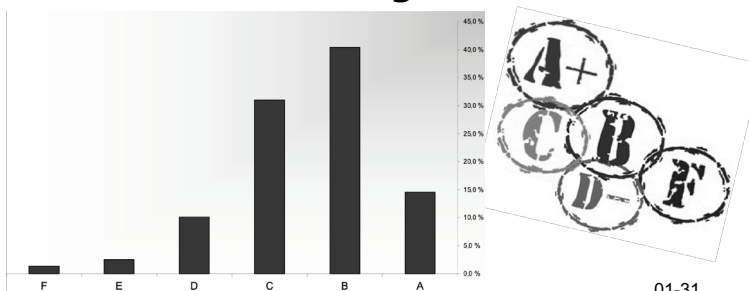
Praktiske rekneoppgåver
kombinert med teori- og reflekterande spørsmål

- Hektisk med mykje å gjere!

EKSAMEN
08.12.2026
KL. 9-13

→

Typisk karakterfordeling:



01-31

KUNSTIG INTELLIGENS

INTERNETT VIL VERE UTILGJENGELEG PÅ EKSAMEN

PGA KUNSTIG INTELLIGENS

01-32

OPPGÅVELØYSING = GOD FØREBUING TIL EKSAMEN

Seks sett med eksamensrelevante oppgaver er **tilgjengelege**

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



01-33

2.6 KURSEVALUERING = DU GJEV KARAKTER TIL ACC421A

FRÅ KURS-EVALUERINGA
2026

1 - Overall, how satisfied are you with this course?							
Response Option	Weight	Frequency	Percent	Percent Responses	Means		
Very dissatisfied	(1)	0	0.00%		3.95		
Dissatisfied	(2)	0	0.00%				
Neutral	(3)	5	26.32%				
Satisfied	(4)	10	52.63%				
Very satisfied	(5)	4	21.05%				
				0	25	50	100
				Question			
Response Rate				Mean	STD	Median	
19/85 (22.35%)				3.95	0.71	4.00	

3,9 =
B

2 - I can see that the content of this course is useful and relevant to my education.

Response Option	Weight	Frequency	Percent	Percent Responses	Means	
Strongly disagree	(1)	0	0.00%		4.47	
Disagree	(2)	0	0.00%			
Neutral	(3)	0	0.00%			
Agree	(4)	10	52.63%			
Strongly agree	(5)	9	47.37%			
Response Rate				Mean	STD	Median
19/85 (22.35%)				4.47	0.51	4.00

4.5 =
A-

3 - Kjell Henry Knivstål presented the curriculum in an appropriate way. -						
Response Option	Weight	Frequency	Percent	Percent Responses	Means	
Strongly disagree	(1)	0	0.00%		4.37	
Disagree	(2)	0	0.00%			
Neutral	(3)	4	21.05%			
Agree	(4)	4	21.05%			
Strongly agree	(5)	11	57.89%			
Not relevant	(0)	0	0.00%			
				02550100	Question	
Response Rate				Mean	STD	Median
19/85 (22.35%)				4.37	0.83	5.00

4.4 =
A-

01-34

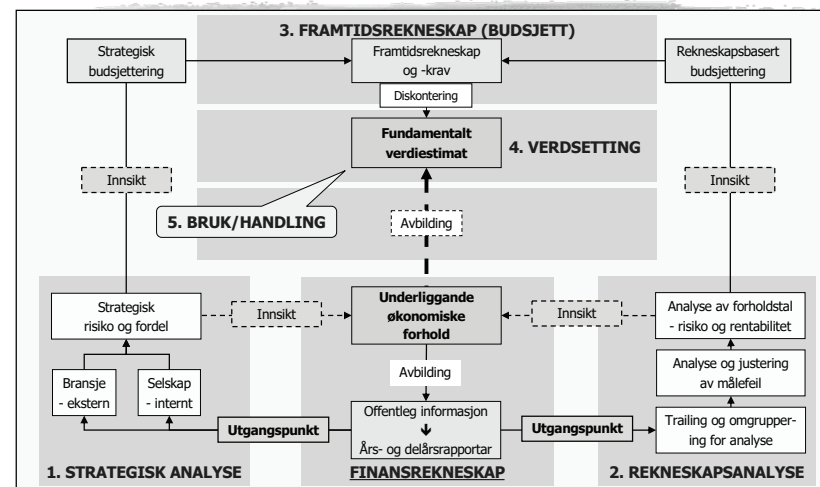
3) FUNDAMENTAL VV FORMEL OG PROSESS

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

Rammeverket for fundamental verdivurdering

01-35

3.1 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING



FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

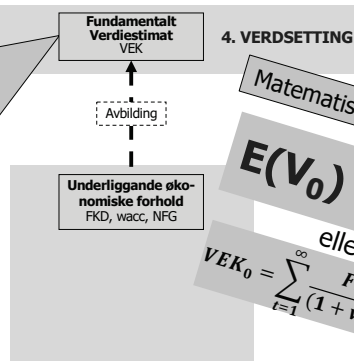
MÅL

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



Matematisk er **avbildinga** slik:

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

eller ...

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

-37

3.2 BASISFORMEL

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

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

eller

Verdien av eit selskap er venta verdi i framtida,
diskontert til noverdi

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

MODELL

Forventa
noverdi

Forventa **dividende**
diskontert til noverdi

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

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

Litt mate-
matikk:

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

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

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

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

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

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

01-39

KRAVET

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

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

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

Kravet

= risikofri rente + risikopremie

01-40

FANTASTISK!

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

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

Alle modellane gjev same verdiesmat

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

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

< 0 DVS RISIKOPREMIE

Sjå videoførelsing 01 for ei utdyping

DØME

Eit selskap er venta å **skape** ein verdi på 100 i framtida; standardavviket på 30%

I økonomien generelt er avkastinga **venta** å bli 5% med eit standardavvik på 20%

Investorane mislikar dårlege tider, fordi konsumet er lågt og marginalnyttan av ei ekstra krone er høg. Den stokastiske diskonteringsfaktoren er derfor høg i dårlege tider og låg i gode tider. Ei investering som gir låge utbetalingar når diskonteringsfaktoren er høg, gir dårleg forsikring og må tilby ein positiv risikopremie. Vi føreset at **korrelasjonen** mellom selskapet si framtidige utbetaling og diskonteringsfaktoren er **-25%**

1) Avkastingskrav

$$= 5\% - 1,05 \times \frac{-0,25 \times 0,3 \times 0,2 \times 100}{1,05}$$

$$= 5\% + 1,5\%$$

$$= 6,5\%$$

2) Selskapsverdi

$$= 100 / (1 + 0,065)$$

$$= 93,9$$

01-42

VERDI

= FRAMTIDIG

FORVENTA

KONTANTSTRAUM

DISKONTERT TIL

NOVERDI MED EIT

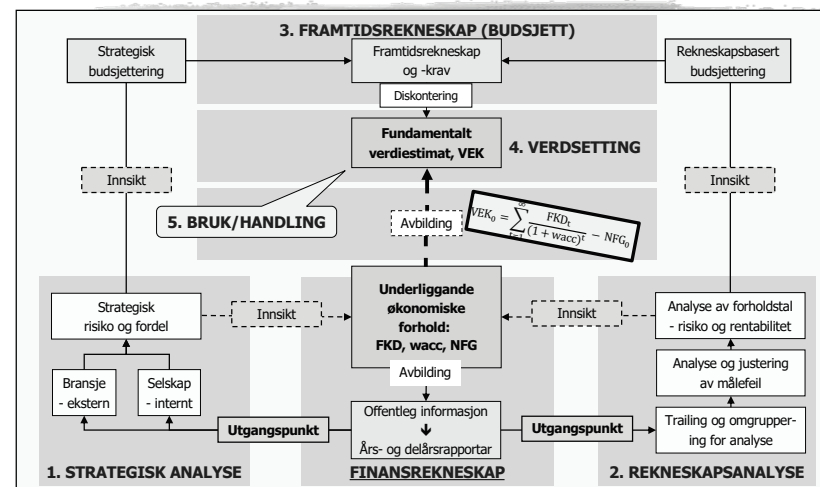
AVKASTINGSKRAV SOM REFLEKTERER

TIDSPREFERANSEN OG
RISIKO

01-43

3.3

MEIR OM RAMMEVERKET

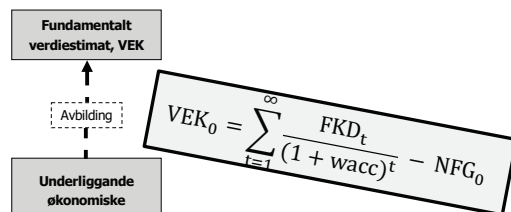


RAMMEVERKET = FORMELEN

Det fundamentale
verdiestimatet =
avbildning(underliggende økonomiske forhold)

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

MEN VI KAN IKKJE
«GÅ RETT PÅ»



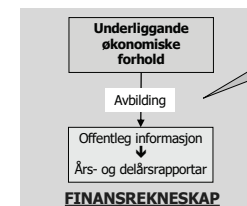
01-45

UTGANGSPUNKT

OFFENTLEG INFORMASJON, SPESIELT FINANSREKNESKAP

VI KAN IKKJE OBSERVERE
UNDERLIGGANDE ØKONO-
MISKE FORHOLD DIREKTE,

MEN VI OBSERVERER
INFORMASJON
OM DETTE



01-46

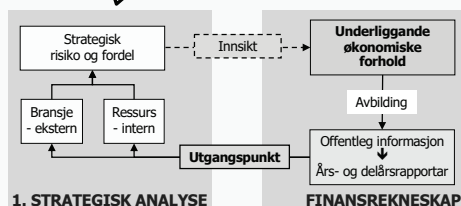
STEG 1

STRATEGISK ANALYSE

= **kvalitativ** analyse
av underliggende
økonomiske forhold



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



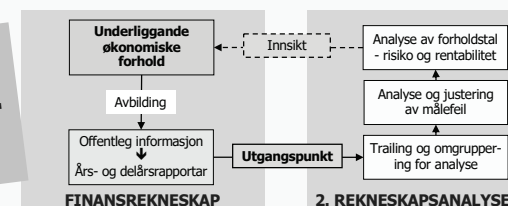
STEG 2

REKNESKAPSANALYSE

= **kvantitativ** analyse
av underliggende
økonomiske forhold

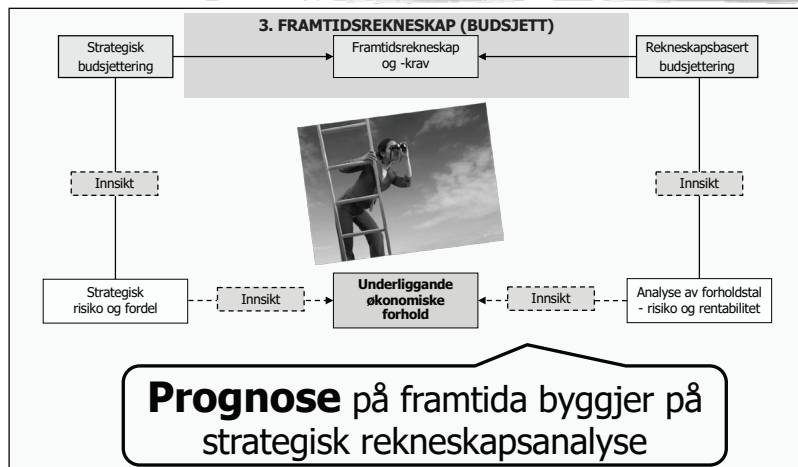


«Kva seier
rekneskaps-
tala?»



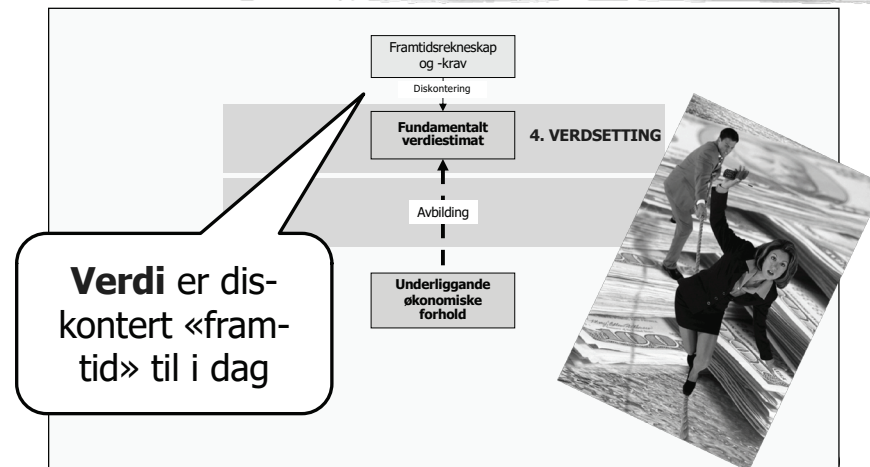
STEG 3

FRAMTIDSREKNESKAP OG -KRAV



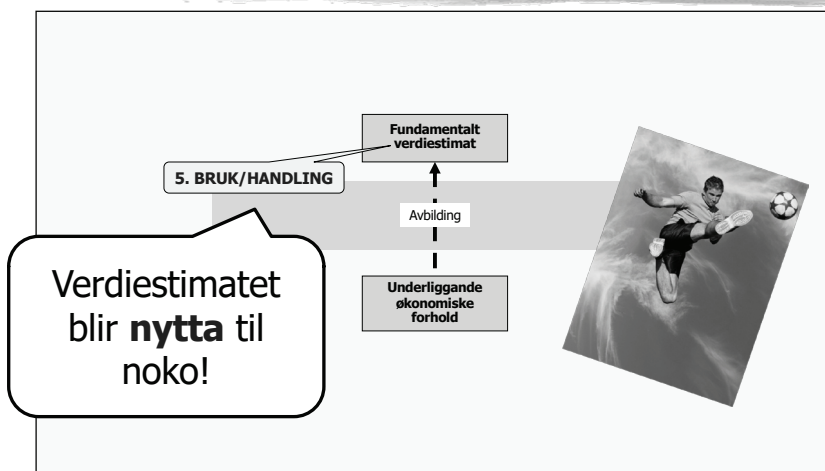
STEG 4

FUNDAMENTAL VERDSETTING



STEG 5

BRUK/HANDLING



4)

MØTEPLAN

HAUST 2026 – DEL 1: SRA

GONG	VEKE, DATO, TID OG STAD	EMNE
1/INT	34, 20.08.26, 12:15-14:00, i AUD K	ACC421A: INTRO – OPPLEGG - RAMME
2	35, 27.08.26, 12:15-14:00 i AUD K	1. SA STRATEGISK ANALYSE
	36 Ikkje møte	
3	37, 10.09.26, 12:15–14.00 i AUD K	2.1 RA: TRAILING OG OMGRUPPERING
4	38, 17.09.26, 12:15-14:00 i AUD K	2.2 RA: MÅLING, MÅLEFEIL OG JUSTERING
5	39, 24.09.26, 12:15-14:00 i AUD K	2.3 RA: FORHOLDSTAL – RISIKO OG SUPER-RENTABILITET
	40 Ikkje møte	

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	REKNEKAPSANALYSE	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	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 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 HAUST – DEL 2: VV EKSAMEN 08.12.2026 KL. 09-13		
GONG	VEKE, DATO, TID OG STAD	EMNE
6	41, 08.10.26, 12:15-14:00 i K	3. BUD DRIFTSBUDSJETT, KAPITAL-STRUKTUR, FRAMTIDSKRAV
7	42, 15.10.26, 12:15-14:00 i K	4.1 VERD - VERDIESTIMAT, KONVERGENS
8	43, 22.10.26, 12:15-14:00 i K	4.2 VERD - UVISSE OG HANDLING
9	44, 29.10.26, 12:15-14:00 i K	5. TOP - «TOPICS IN VALUATION
AVS/10	45, 05.11.26, 12:15-14:00 i K	OPPSUMMERING – LITT OM EKSAMEN

NR	STEG	VIDIOFØRELESINGAR	FYSISK MØTE
13	3	FRAMTIDSREKNEKAP 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 verdivurdering ; oversikt over metodar; 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

