

FM: 02

STRATEGISK ANALYSE

Fagmøte ved

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



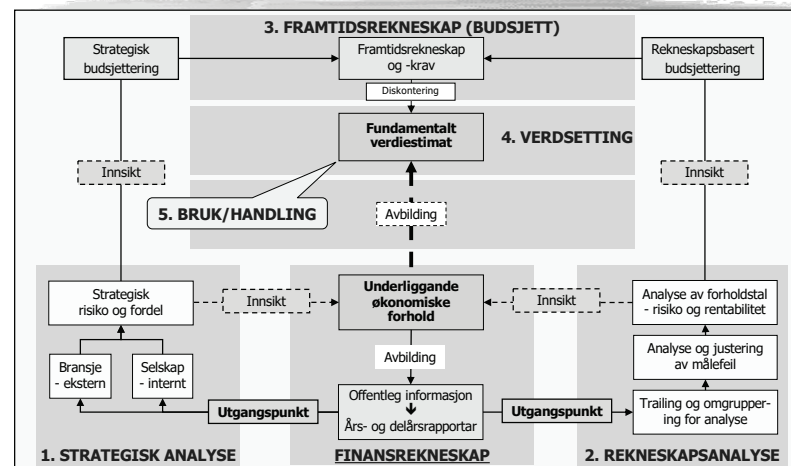
E-post: kjell.knivsfla@nhh.no



FM02-1

RAMMEVERK

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING



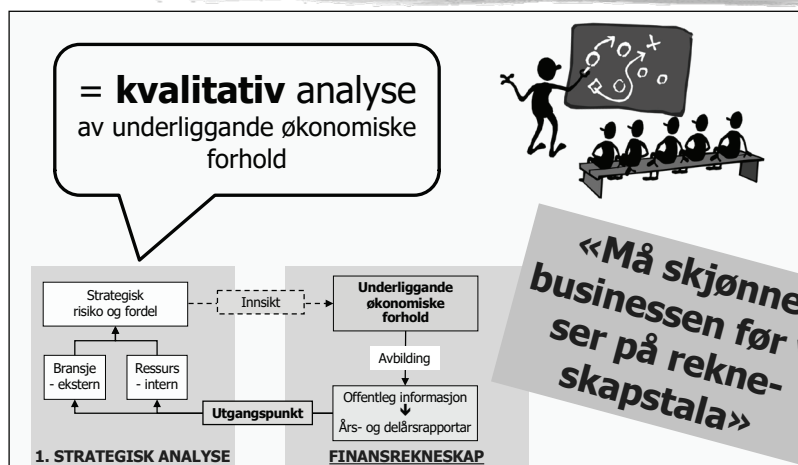
FM02-2

STEG 1 STRATEGISK ANALYSE

= **kvalitativ** analyse
av underliggende økonomiske
forhold



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



INNHALD FAGMØTE 02

1) Strategisk analyse:

KVA SKAPER EIN STRATEGISK FORDEL?

TRE TING:

- 2) Rentabilitetsfordel
- 3) Vekstfordel
- 4) Kravfordel

5) Strategisk fordel over tid



1)

MEN FØRST: KVA ER RELEVANT?

Verdi per krone investert

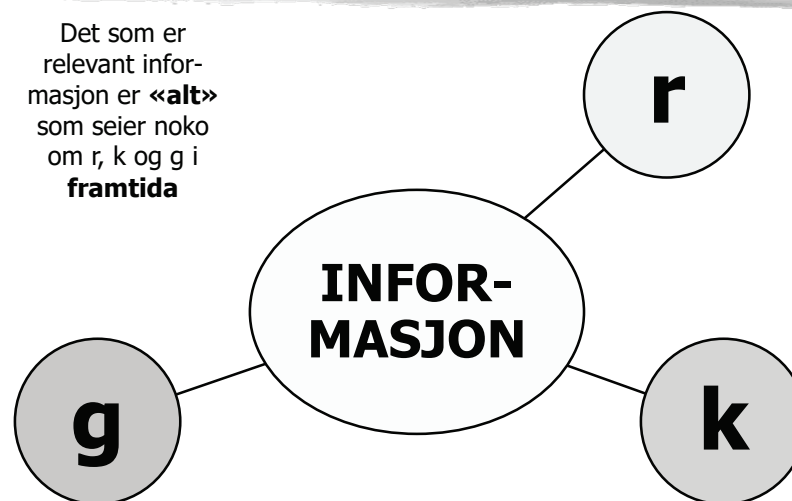
$$= 1 + \frac{r - k}{k - g}$$

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

FM02-5

DET SOM ER RELEVANT ER

Det som er relevant informasjon er «alt» som seier noko om **r**, **k** og **g** i **framtida**



FM02-6

GORDON'S GROWTH MODEL - GGM



Myron J. Gordon

FM02-7

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 utbyte. 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 $V_0 = \frac{x}{1-(1+g)/(1+k)} \cdot D_0 = \frac{1/(1+k)}{1-(1+g)/(1+k)} \cdot D_0$, og

Gordons formel:

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

1)

FM02-8

EKVIVALENTE MODELLAR

2) FK-MODELLEN:

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

3) SP-MODELLEN:

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

4) ASP-MODELLEN:

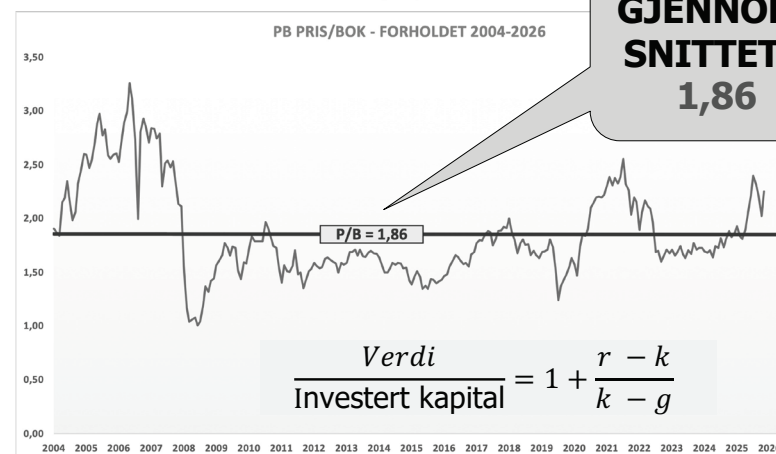
$$Verdi = \frac{1}{k} \cdot \left(1 + \frac{g \cdot (r - k)}{r \cdot (k - g)}\right) \cdot \text{resultat}, \quad \text{der res} = r \cdot \text{kapital}$$

FØRESETNAD:

KONSTANT VEKST

FM02-9

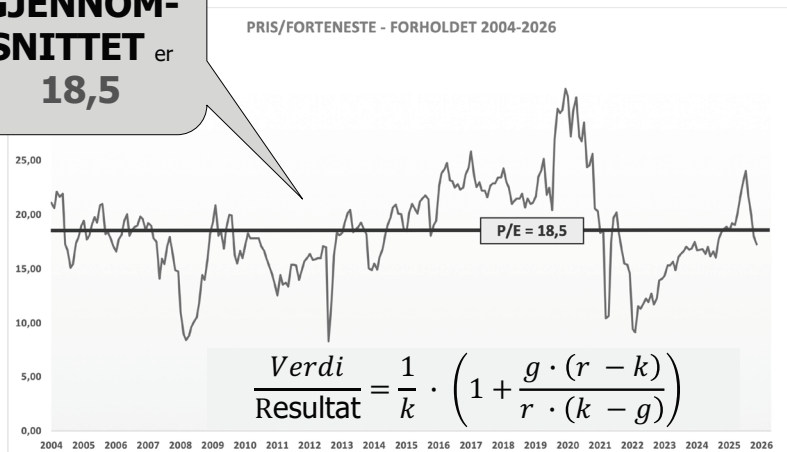
PRIS/BOK OSEBX 2004 – 2026



FM02-10

PRIS/FORTENESTE OSEBX 2004 - 2026

GJENNOM-SNITTET er 18,5



FM02-11

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 eigenkapitalen i Gordon AS**, 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

FM02-12

ELLER VED BRUK AV DEI ANDRE MODELLANE

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

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

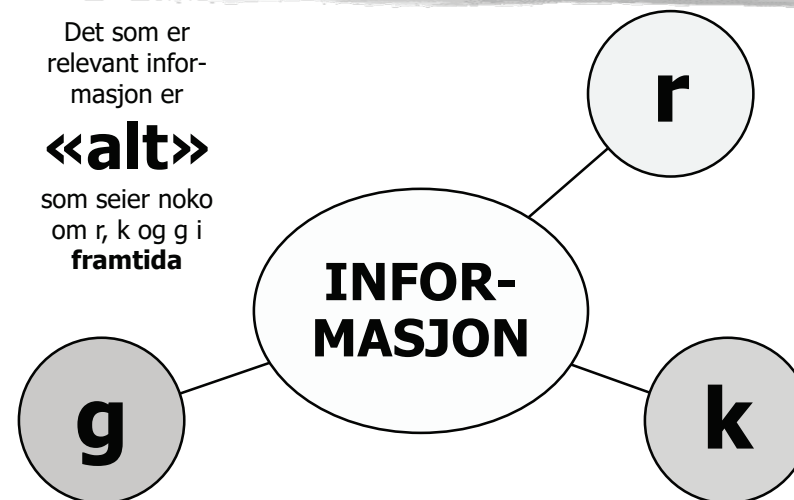
FM02-13

DET SOM ER RELEVANT ER

Det som er
relevant infor-
masjon er

«alt»

som seier noko
om r, k og g i
framtida



FM02-14

2)

START MED Å SAMLE

INFORMASJON

DVS

- **FAKTA** OM ØKONOMI, BRANSJE OG SELSKAP



- **REGISTRER** REKNESKAPSINFORMASJON I MS EXCEL

FM02-15

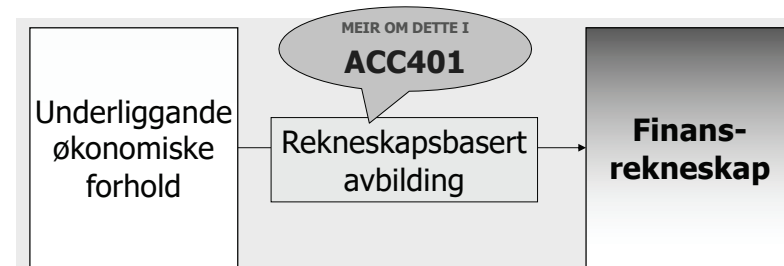
FINANSIELL RAPPORTERING ELLER UTARBEIDING

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

FM02-16

2.2 INFORMASJON → MARKNADSEFFISIENS

Kapitalmarknaden blir rekna for å vere



Fama

dvs at all **offentleg** tilgjengeleg informasjon er reflektert i verdien på egedelar og gjeld

effisient i halvsterk form,

➤ **KORLEIS KAN REKNESKAPSINFORMASJON DÅ VERE RELEVANT?**

FM02-17

EFFISIENSPARADOKSET Grossman og Stiglitz (1980)

- 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 AKSJEKURSEN – OG KAPITALMARKNADEN **KAN IKKE VERE 100% EFFISIENT**
- – BERRE EFFISIENT OPP TIL DET PUNKTET DER AKTØRANE PÅ MARGINEN FÅR DEKT KOSTNADEN VED ANALYSE

Fama
(1970)



GS
(1980)

FM02-18



INNSIKT = RELEVANS OG PÅLIT

Verdi basert på
kjent innsikt

Kvaliteten
 $= \lambda_t$

$$E(\text{VERDI}_t \mid \text{INFORMASJON}_t) \quad 0 < \lambda < 1$$

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

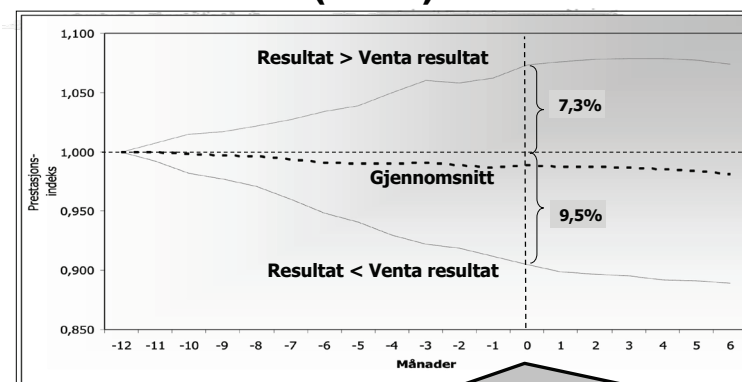
der kvaliteten på informasjon

Ny innsikt om verdi gjennom analyse og verdivurdering

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

FM02-19

BALL OG BROWN (1968)



Offentleggjing 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**

FM02-20

2.3

INVESTERINGS-STRATEGI

AKTIV

- **Føresetnad:** Betre analyse gjev betre informasjon enn den som er reflektert i aksjemarknaden
- Empiriske studiar tyder på at det er **vanskeleg** å slå marknaden systematisk over tid
- Strategi: **Aktiv forvalting**

PASSIV

- **Føresetnad:** Investor er **ikkje** betre til å analysere og vil berre ha offentlig informasjon, som er bakt inn i aksjekursen
- Strategi: **Pørtfølgestrategi**

FM02-21

SPØRSMÅL

SOM DU BØR STILLE DEG

KVIFOR HAR DU BETRE INNSIKT ENN ANDRE?

- BETRE KUNNSKAP,
- BETRE INFORMASJON OG/ELLER
- BETRE ANALYSE?

FM02-22

1.

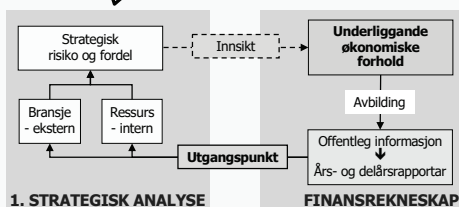
STEG 1

STRATEGISK ANALYSE

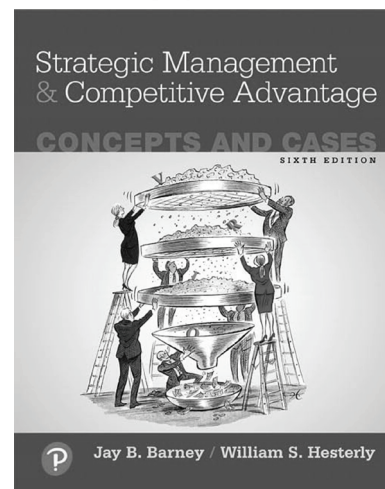
= **kvalitativ** analyse av underliggende økonomiske forhold



«Må skjønne businessen før vi ser på rekneskapstala»



GOD LÆREBOK I STRATEGI



FM02-24

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

FM02-25

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

FM02-26

«COMPETITIVE ADVANTAGE»
= STRATEGISK FORDEL

«Competitive advantage»

MEN GLØYM **IKKJE**:

«Competitive disadvantage»

**KVA KAN STRATEGI
SEIE OM DET SOM SKAPER VERDI?**

$$\text{Verdi per krone investert} = 1 + \frac{r - k}{k - g}$$

r = rentabilitet, k = krav og g = vekst

FM02-28

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

FM02-29

2.

r-FORDEL

RENTABILITETSFORDEL

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

DET ER EIN FORDEL Å HA BÅDE EIN
BRANSJEFORDEL OG EIN
RESSURSFORDEL



STRATEGISK FORDEL

ER KOPLA TIL SUPERRENTABILITET

STRATEGISK FORDEL

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

➤ Mål på strategisk fordel

= **superrentabilitet**

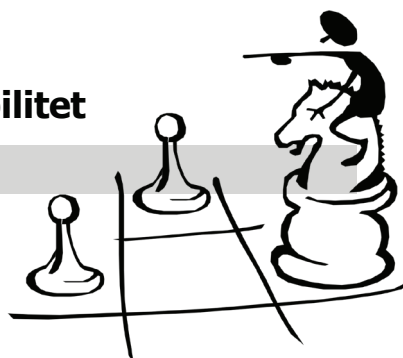
= **$r - k$**

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

der

r = rentabilitet

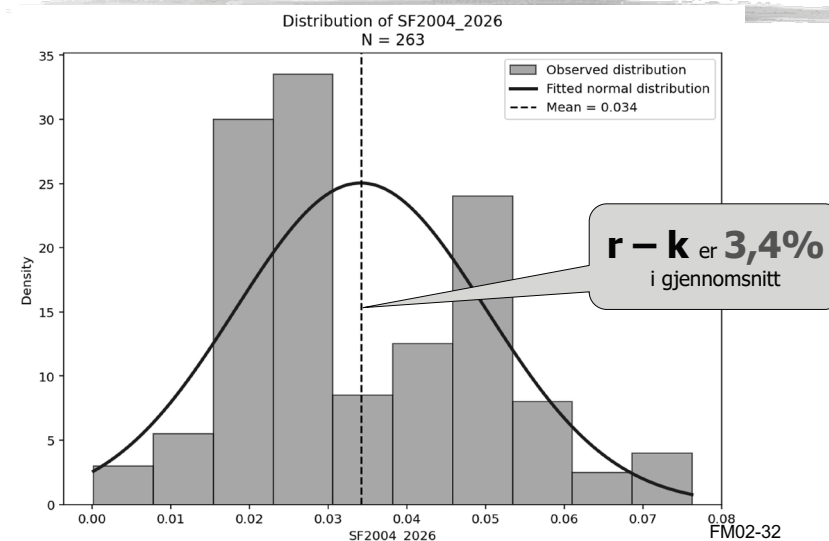
k = krav til rentabilitet



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

FM02-31

STRATEGISK FORDEL OEBX 2004 - 2026



FM02-32

STRATEGISK FORDEL OVER TID



FM02-33

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»

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

FM02-34

FORDEL ELLER ULEMPE = ER VERKSEMDA EIN AVVIKAR?

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

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

Bransjefordel

Ressursfordel

Avkasting + krav

FM02-35

FORDEL ELLER ULEMPE = ER VERKSEMDA EIN AVVIKAR?

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

VEKTA REFLEKTERER DET VEKSTJUSTERTE KRAVET I
BRANSJEN I HØVE TIL SELSKAPET

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

FM02-36

1)

BRANSJEANALYSE RAMMEVERK

VERKTØY 1:
PESTEL-ANALYSE

SPØRSMÅL
Korleis verkar **makro-**
faktorar inn på
bransjen?

**OMGJEVNAD/
ØKONOMI**

BRANSJE

**BRANSJE-
FORDEL?**

VERKTØY 2:
**PORTER-
ANALYSE**

SPØRSMÅL
Korleis er **kon-**
kurransforholda
i bransjen?

FM02-37

1.1)

PESTELANALYSE

FOR Å IDENTIFISERE «YTRE» PÅVERKNAD

... også kalla **SAMFUNNS- OG TRENDANALYSE** ELLER

MAKRO-ANALYSE

POLITICAL

ECONOMIC

SOCIAL

BRANSJEN

FOKUS:
Korleis verkar faktorane
inn på bransjefordelen?

**TECHNO-
LOGICAL**

**ENVIRON-
MENTAL**

LEGAL

PESTEL = Political, Economic, Social, Technological,
Environmental, Legal

02-38

1.2)

BRANSJEANALYSE

FOR Å ANALYSERE OM BRANSJEN ER ATTRAKTIV

**FRI
KONKURRANSE**

$$r_B = k$$

MELLOMFORMER

MONOPOL

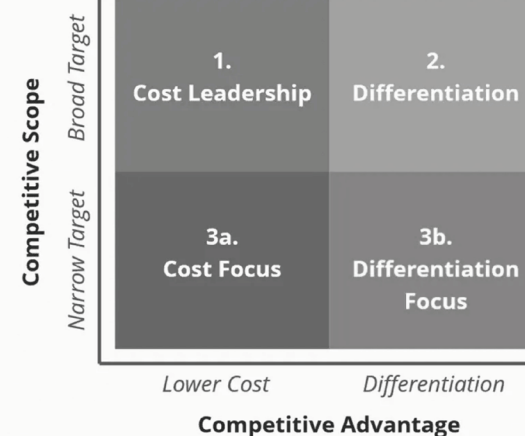
$$r_B \gg k$$

→ **PORTER** GJEV OSS EIN TEORI
FOR BRANSJEANALYSE SOM VI
KAN NYTTE I **PRAKSIS**



02-39

PORTER COMPETITIVE ADVANTAGE



FM02-40

PORTER OG STRATEGISK FORDEL

VI **KAN FINNE** IGJEN PORTER SINE STRATEGIAR VED Å SPLITTE OPP RESSURSFORDELEN:

$$r - r_B =$$

$$(\text{kost}_B - \text{kost}) \cdot \text{omløp}$$

$$+ \text{margin}_B \cdot [(\text{pris} - \text{pris}_B) \cdot \text{mengde}_B$$

$$+ (\text{mengde} - \text{mengde}_B) \cdot \text{pris}]$$

Kostnads-leiarskap

Lågaste kostnader
stort omløp pga låg
pris

Prisdifferensiering

Så høg pris som råd
for alle segment i
heile marknaden

Fokus

Lågaste kostnader
stort omløp

FM02-41

2)

RESSURSANALYSE RAMMEVERK

VERKTØY 1:
RESSURS-
KARTLEGGING

RESSURSAR

i verksemda

SPØRSMÅL

Har verksemda **ressursar** som bransjen ikkje har?

«RESSURSAVVIK»

$$= \text{Ressurs} - \text{Ressurs}_B$$

VERKTØY 2:

RESSURSFOR-
DELANSALYSE

SPØRSMÅL

Gjev ressursavvika ein fordel?

RESSURSFORDEL?

FM02-42

2.1)

RESSURSAVVIK STRATEGISK DU POINT

SELSKAPET

- Driftskostnader
- **Netto driftsmargin**
- Driftsinntekter
- Netto driftseigedelar
- **Omløpet til netto drift**

- FRAMTIDIGE RESSURSAR

BRANSJEN

- Driftskostnader
- **Netto driftsmargin**
- Driftsinntekter
- Netto driftseigedelar
- **Omløpet til netto drift**

- FRAMTIDIGE RESSURSAR

RESSURSAVVIK =

RESSURSAR SELSKAP – RESSURSAR BRANSJE

2.2)

VRIO - MODELLEN FOR Å IDENTIFISERE RESSURSFORDEL

Ein versjon av VRIO vert på norsk kalla SVIMA

SPØRSMÅL: Har verksemda **ressursAVVIK** som er

- 1) verdifulle for kundane, Value
- 2) sjeldne i marknaden eller mellom konkurrentane, Rarity
- 3) vanskelege å imitere for konkurrentar, Imitation
- 4) effektivt organiserte? Organization

• **SVAR:** 1) 2) 3) 4) **Superrentabilitet**

nei	nei	nei	nei	ndr < ndr_B
ja	nei	nei	↑	ndr ≈ ndr_B
ja	ja	nei	↓	ndr > ndr_B kort sikt
ja	ja	ja	ja	ndr > ndr_B lang sikt

3) OPPSUMMMERING AV STRATEGISK FORDEL

DØME PÅ
STRATEGISK POSISJON

		FØR	NO
	BF	Stor	Mindre
+	RF	Negativ	Liten
=	SF	Moderat	Stor

FM02-45

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**

FM02-46

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

FM02-47

2. g-FORDEL VEKSTFORDEL

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

Generell
økonomisk
vekst

Vekst BNP

Bransje-
fordel

Selskaps-
fordel

... eller ressursfordel

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

FM02-49

TO KJELDER

TIL STRATEGISK VEKSTFORDEL

VEKST

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

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

Vekst-
fordel

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

FM02-50

VEKST ER BERRE POSITIVT NÅR VEKSTEN ER LØNSAM

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

Vi ser at $g > 0$ berre
vil auke verdien
dersom $r > k$

FM02-51

OPPSUMMERING AV STRATEGISK VEKST

DØME PÅ
STRATEGISK POSISJON

		FØR	NO
	BF	Stor	Mindre
+	RF	Negativ	Liten
=	SF	Moderat	Stor

FM02-52

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

FMU2-53

3.

k-FORDEL

KAPITALFORDEL

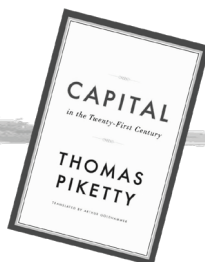
$$r - k = r_B - k_B + r - r_B + k_B - k$$

DET ER EIN FORDEL Å HA EIN
KAPITALKOSTNAD SOM ER
MINDRE ENN I BRANSJEN

KAPITAL- FORDEL

MERK AV KRAVET ER
«NEGATIVT» OG DÅ
BLIR FORHOLDET
SNUDD

ER LITEN
...



Piketty: $r > k > g^*$

dvs

$$k_B - k \approx 0$$

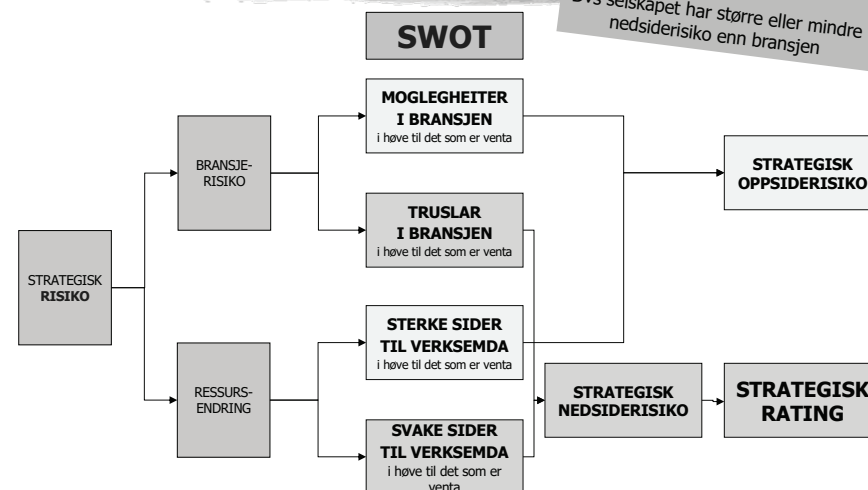
FM02-55

STRATEGISK RISIKO SWOT

Gjeld:

$$k_B - k = r_f + krp_B - (r_f + krp) = krp_B - krp,$$

Dvs selskapet har større eller mindre
nedsiderisiko enn bransjen



02-56

GORDON AS KONKURSRISIKO

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

	Gordon	Bransjen
- Krav	9%	8%
- Rentabilitet	10%	9%
- Vekst	5%	6%

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

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

FM02-57

4.

SF(t)

STRATEGISK FORDEL OVER TID

I **gjennomsnitt** vil tidsserien til verdidriverane r , k og g ha ein

■ minkande **trend** på kort sikt, dvs serien har minkande **momentum**, medan verdidriverane vil vere

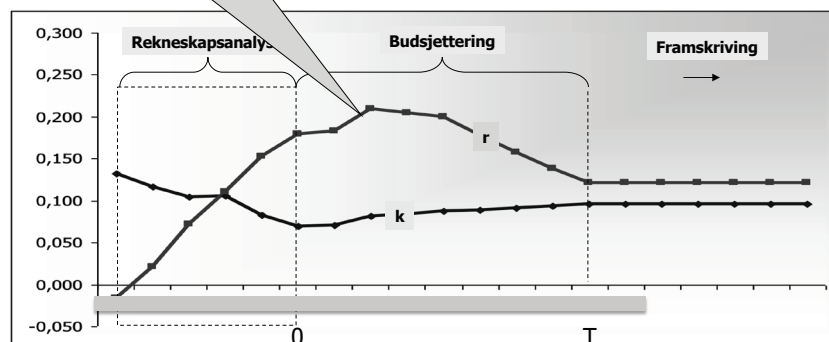
■ **tilbakevendande** til gjennomsnittet eller altså «**mean reversion**» i det lange løp

1)

KORT SIKT «**MOMENTUM**»

Momentum

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

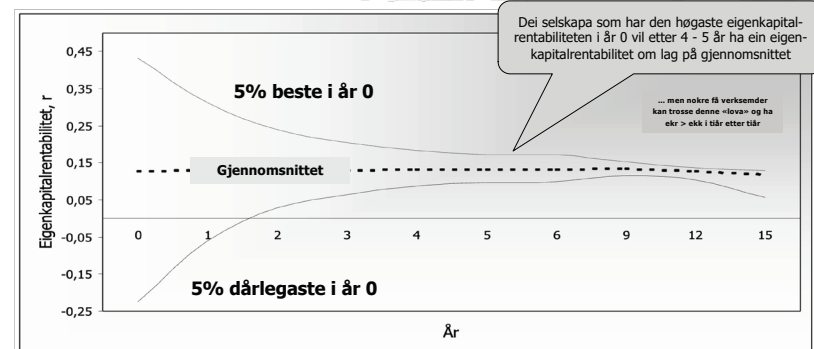


Trenden held fram i år 1 og 2

FM02-59

2)

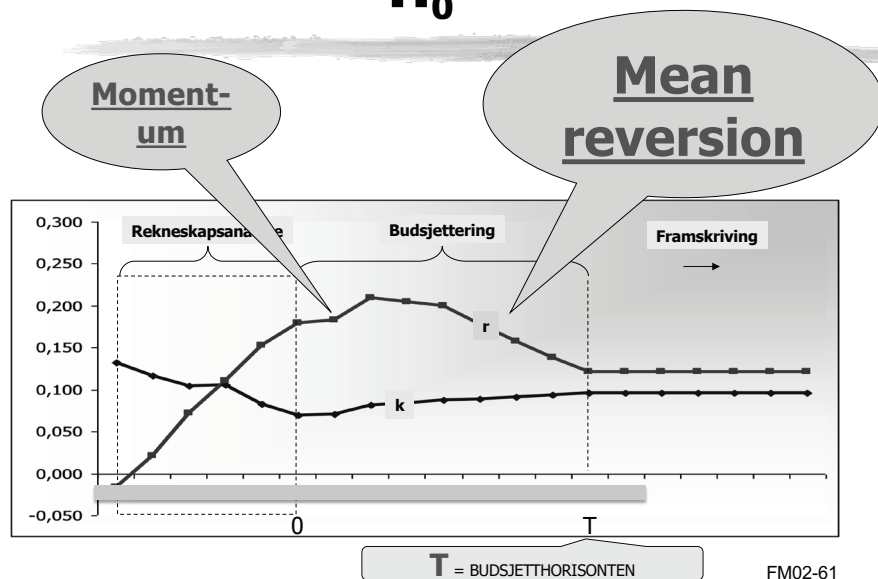
LANG SIKT «**MEAN REVERSION**»



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

FM02-60

NULLHYPOTHESEN H_0



STRENG NULLHYPOTHESE H_0

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

$$r \rightarrow k$$

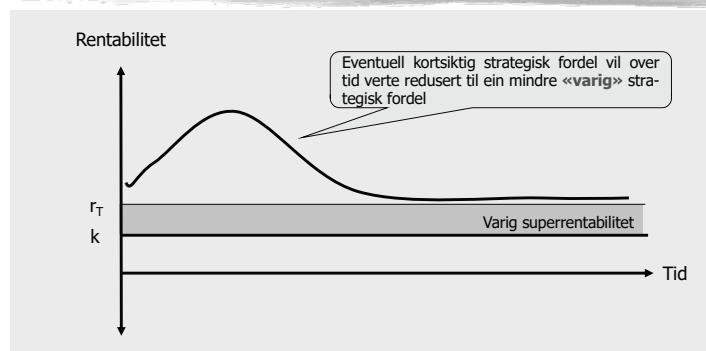
Eventuell kortsiktig strategisk fordel vil over tid forsvinne – fordelene er **mellombels**

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

$$r_T - k_T = 0$$

FM02-62

VARIG STRATEGISK FORDEL = ALTERNATIVHYPOTHESE



- 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

$$r_T - k_T > 0 ?$$

FM02-63

TYPISK KONKLUSJON FRÅ SA

VENTA PÅ BASIS AV STRATEGISK ANALYSE:	FRAMTIDA		
	TIDLEGARE OG NO	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