

FM: STRATEGISK ANALYSE 02 OPPSUMMERING

Fagmøte ved

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

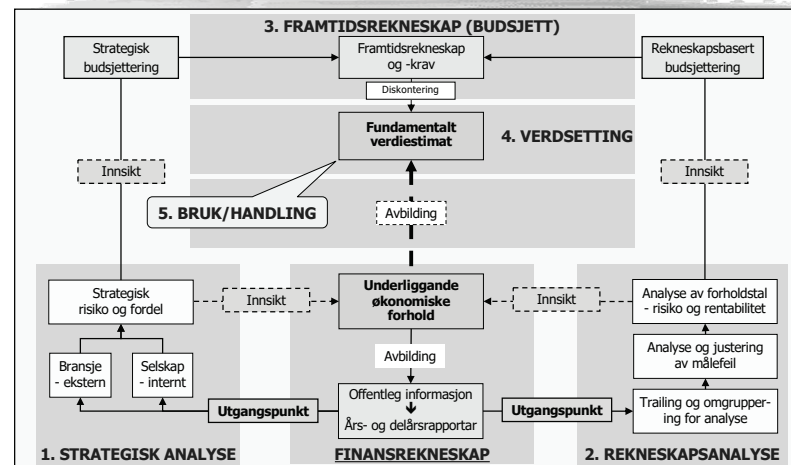
E-post: kjell.knivsfla@nhh.no



FM02-1

RAMMEVERK

FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING



FM02-2

INNHALD FAGMØTE 02

MÅL:

Lage eit **godt** verdierestimat basert på offentlig informasjon

1) Strategisk analyse:

KVA SKAPER EIN STRATEGISK FORDEL?

2) Rentabilitetsfordel

3) Vekstfordel

4) Kravfordel

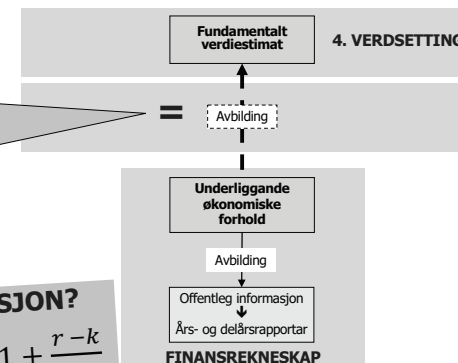
5) Strategisk fordel over tid



«MÅL»

= LAGE EIT GODT VERDIERESTIMAT

- 1) Målet er å lage eit **godt** verdierestimat ... og synleggjere uvisse,
- 2) Men det fordrar god informasjon



KVA ER RELEVANT INFORMASJON?
Verdi per krone investert = $1 + \frac{r - k}{k - g}$

1)

VERDIVURDERING KVA ER RELEVANT?

Verdi per krone investert

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

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

FM02-5

GORDON'S GROWTH MODEL



Myron J. Gordon

FM02-6

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)

FM02-7

EKVIVALENTE MODELLAR

2)

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

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

FM02-8

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**, nå netto driftseigedelane er finansierte med 40% netto finansiell gjeld?

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

Diagram showing variables: **r** (interest rate), **k** (debt), and **g** (growth rate).

FM02-9

ELLER VED BRUK AV DEI ANDRE MODELLANE

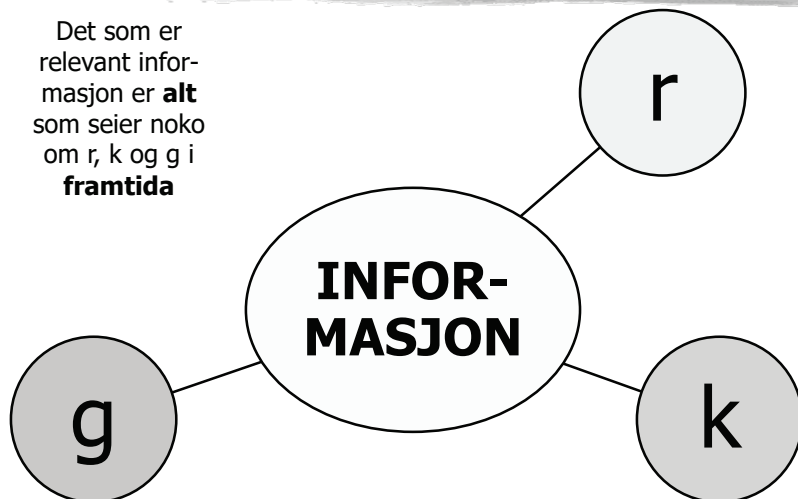
$$VEK = \frac{1}{0,08} \cdot \left(1 + \frac{0,05 \cdot (0,1 - 0,08)}{0,1 \cdot (0,08 - 0,05)}\right) - 0,4 \cdot 10 = 16,7 - 4 = 12,7$$

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

FM02-10

DET SOM ER RELEVANT ER

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



FM02-11

2)

START MED Å SAMLE

INFORMASJON

DVS

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



- **REGISTRER** REKNESKAPSINFORMASJON I MS EXCEL

FM02-12

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

FM02-13

2.2 INFORMASJON MARKNADSEFFISIENS

Kapitalmarknaden blir rekna for å vere

effisient i halvsterk form,

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

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

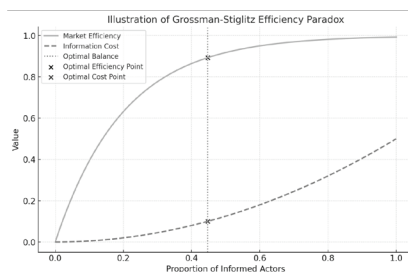
FM02-14

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

Illustrasjon



FM02-15



INNSIKT = RELEVANS OG PÅLIT

Verdi basert på **kjent** innsikt

Kvaliteten
= λ_t

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

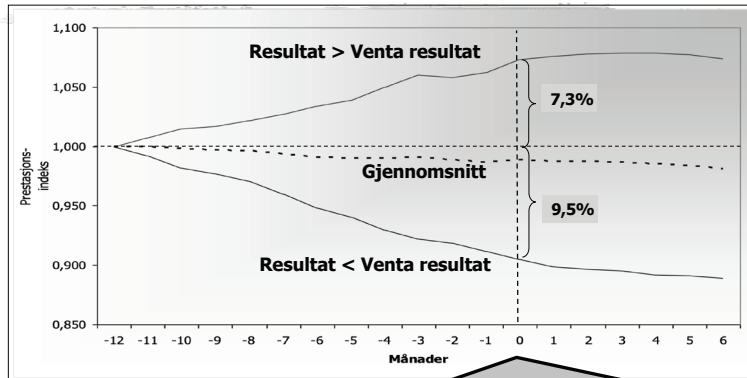
der kvaliteten på informasjon

Ny innsikt om verdi gjennom analyse og verdivurdering

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

FM02-16

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**

FM02-17

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**

FM02-18

SPØRSMÅL

SOM DU BØR STILLE DEG

KVIFOR HAR DU BETRE INNSIKT ENN ANDRE?

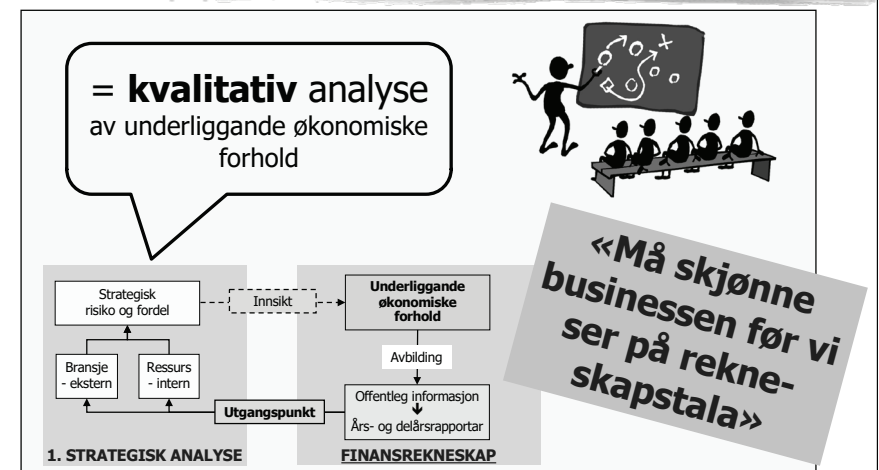
BETRE **INFORMASJON** OG/ELLER

BETRE **ANALYSE?**

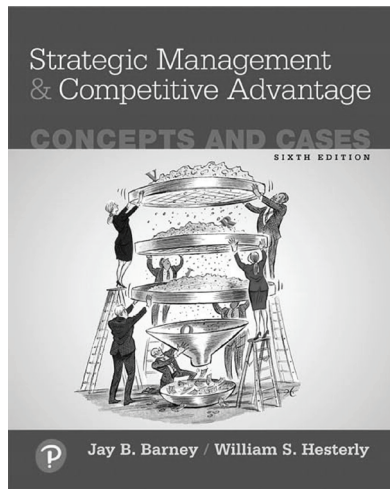
FM02-19

1.

STEG 1 STRATEGISK ANALYSE



GOD LÆREBOK I STRATEGI



FM02-21

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

FM02-22

METODEN FOR STRATEGISK ANALYSE

= «BENCHMARKING»

1) EKSTERN STRATEGISK ANALYSE

«Target»

«Benchmark»

Innsikt om **bransjen** = bransjen - økonomien

2) INTERN STRATEGISK ANALYSE

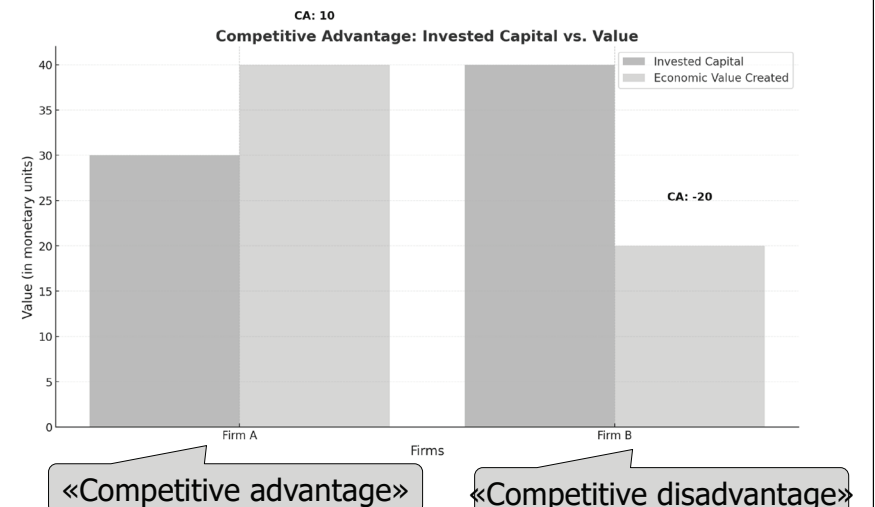
«Target»

«Benchmark»

Innsikt om **selskapet** = selskapet - bransjen

FM02-23

«COMPETITIVE ADVANTAGE» = STRATEGISK FORDEL



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

FM02-25

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

FM02-26

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**

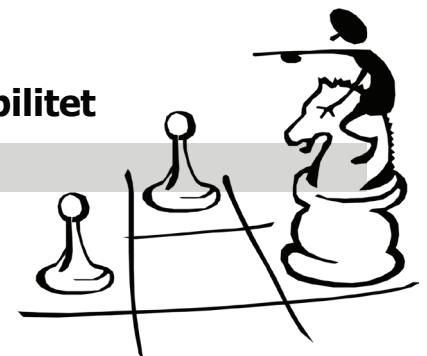
= **$r - k$,**

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**)

FM02-28

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

FM02-29

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

FM02-30

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 $(k_B - g_B)/(k - g) > 1$

FM02-31

1)

BRANSJEANALYSE RAMMEVERK

VERKTØY 1:

PESTEL-
ANALYSE

OMGJEVNAD/
ØKONOMI

SPØRSMÅL

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

BRANSJE

VERKTØY 2:

PORTER-
ANALYSE

SPØRSMÅL

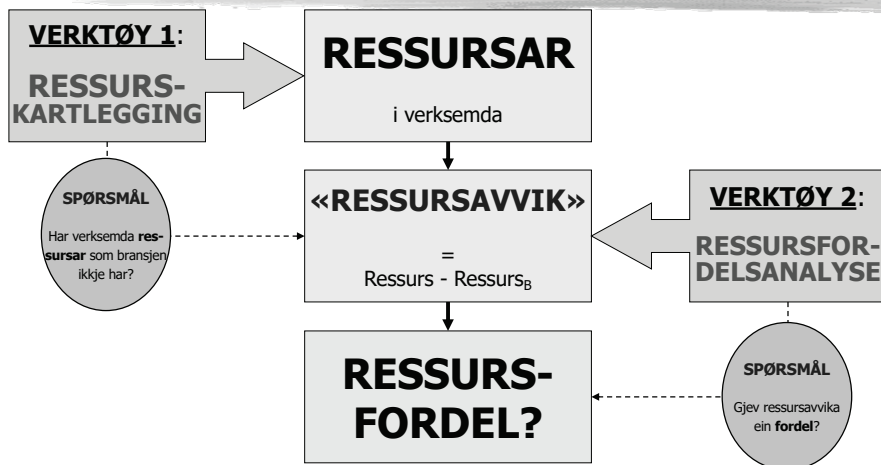
Korleis er **kon-
kurranseforholda**
i bransjen?

**BRANSJE-
FORDEL?**

FM02-32

2)

RESSURSANALYSE RAMMEVERK



FM02-33

3)

OPPSUMMMERING AV STRATEGISK FORDEL

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

FM02-34

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

FM02-35

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

FM02-36

4)

PORTER OG STRATEGISK FORDEL

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

$$r - r_B =$$

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

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

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

Kostnadsleiarskap

Lågaste kostnader
stort omløp pga låg
pris

Prisdifferensiering

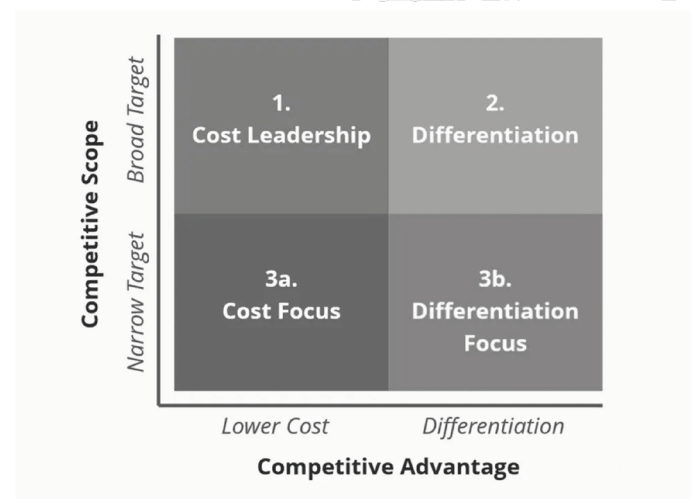
Så høg pris som råd
for alle segment i
heile marknaden

Fokus

Lågaste kostnader
stort omløp

FM02-37

COMPETITIVE ADVANTAGE



FM02-38

2.

g-FORDEL VEKSTFORDEL

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

Generell
økonomisk
vekst

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

FM02-40

TO KJELDER TIL STRATEGISK VEKSTFORDEL

VEKST

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

Vekst-
fordel

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

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

FM02-41

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 $r > k$

FM02-42

OPPSUMMERING AV STRATEGISK VEKST

DØME PÅ STRATEGISK
POSISJON

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

FM02-43

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%	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

FM02-44

3. **k-FORDEL**

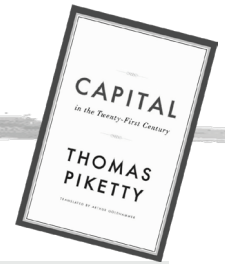
KVAPITALFORDEL

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

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

KAPITAL-FORDEL

ER LITEN



Piketty: $r > k > g^*$

dvs

$$k_B - k \approx 0$$

FM02-46

STRATEGISK RISIKO SWOT



02-47

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%

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

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

FM02-48

4.

SF(t)

STRATEGISK FORDEL OVER TID

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

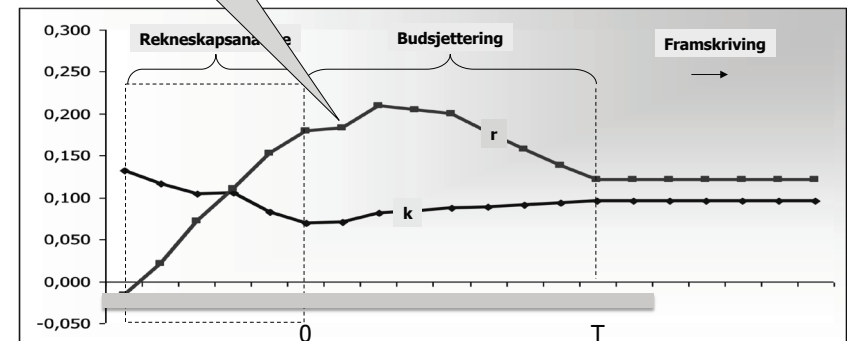
- minkande **trend** på kort sikt, dvs serien har minkande **momentum**, medan verdidriverane vil vere

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

1)

KORT SIKT «MOMENTUM»

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

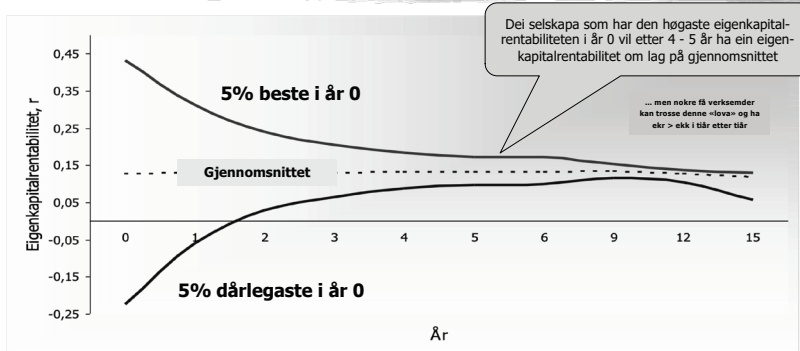


Trenden held fram i år 1 og 2

FM02-50

2)

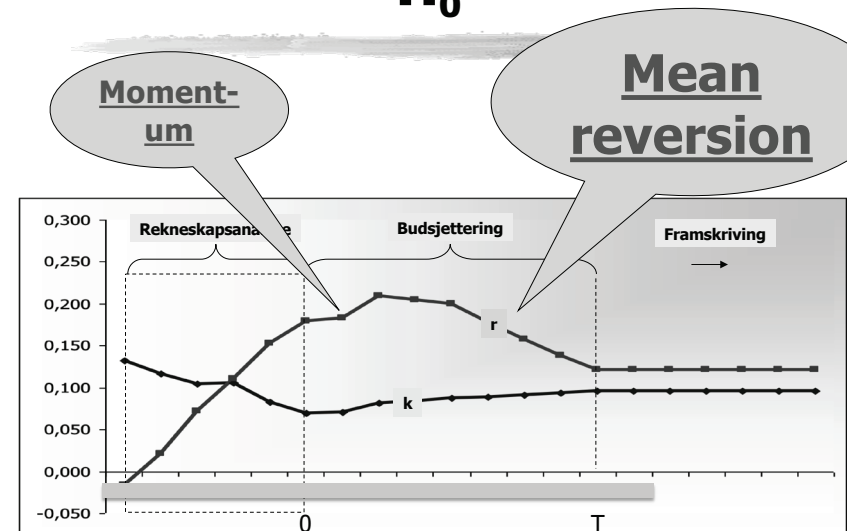
LANG SIKT «MEAN REVERSION»



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

FM02-51

NULLHYPOTESEN H_0



T = BUDSJETTTHORISONTEN

FM02-52

STRENG NULLHYPOTESE

H_0

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

$$r \rightarrow k$$

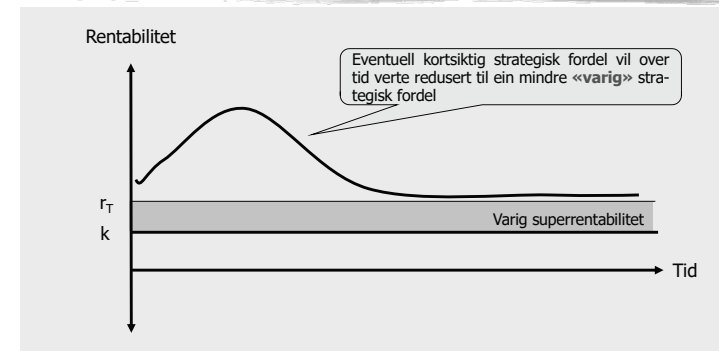
Eventuell kortsiktig strategisk fordel vil over tid forsvinne – fordelene er **mellombels**

- 2) Verksemda **ikkje** har nokon varig strategisk fordel på budsjett-horisonen T slik at

$$r_T - k_T = 0$$

FM02-53

VARIG STRATEGISK FORDEL = ALTERNATIVHYPOTESE



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

$$r_T - k_T > 0 ?$$

FM02-54

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

CASE GEIRANGER FJORDSERVICE AS



FM02-56

SKOLEEKSAMEN

ACC421A Verdssettelse



Utsatt eksamen vår, 2025

Dato: 07.08
Tidssrom: 09:00 – 13:00
Antall timer: 4

EKSAMENSVAKT KAN KONTAKTE KURSANSVARLIG PÅ TELEFON:

902 99 807

Dersom du mener at det mangler opplysninger – eller at det er feil i oppgavesettet – bør du ta passende forutsetninger.

TILLATTE HJELPEMIDLER

Alle trykte hjelpemidler er tillatt. Dermed er det ikke lov å benytte informasjon fra internett, chatteprogrammer, eller filer du har lagret digitalt. Samarbeid og utveksling av opplysninger er heller ikke lov.

Du skal benytte egen PC/Mac, skrive i MS Word, og gjøre utregninger på kalkulator eller i Excel, som du limmer eller legger inn i Word. Til slutt konverterer du Word-filen til en PDF-fil som du leverer.

Sider, inkludert fremside: 16
Antall vedlegg: 0

- 1 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

I dette oppgavesettet skal du gjennomføre en verdiprøving av Geiranger Fjordservice AS (GFS) – et selskap som driver med sightseeing og tilhørende turistaktiviteter. Du vil få tilgang til både kvalitativ informasjon om selskapets strategi og kvantitative data om dets økonomiske situasjon, inkludert nøkkeltall fra årsregnskapet.

1) Strategiske forhold

GFS AS er den ledende aktøren innen sightseeing på Geirangerfjorden, og har en strategisk fordel gjennom sin gode havneplassering og sterke relasjoner i lokalsamfunnet. Eierne i selskapet har høy kompetanse innen reise- og operativ drift av sightseeingbåter. I tillegg til sightseeing eier selskapet nettsiden [visitgeiranger.com](#), som antas å være den mest benyttede plattformen for informasjon og booking av aktiviteter i Geiranger. Denne nettsiden fungerer også som et viktig markedsførings- og bookingsverktøy for øvrige næringsdrivende i bygden.

GFS møter imidlertid konkurranse fra blant annet den lokale turistfergen og mindre aktører med spesialiserte tilbud, som rbbåtturer. Nettsiden konkurrerer særlig med større, internasjonale plattformer som Booking.com. Driften er også utsatt for ekstreme sjokk, som pandemier eller naturkatastrofer, som kan føre til et markant fall i turisme. Videre kan en styrket norsk krone gjøre Norge mindre attraktivt for utenlandske turister. Selskapet har begrenset erfaring med elektriske sightseeingbåter, men dette oppveies delvis av at eierne benytter relevant kompetanse på området.



- 2 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

Når det gjelder vekstmuligheter, er disse i hovedsak begrenset i høysesongen, ettersom Geiranger allerede nærmer seg øvre kapasitetsgrense for turister. I skuldersesongen finnes det imidlertid ekspansjonsmuligheter, ettersom vinterturismen til Norge er i vekst. Prisene antas å kunne justeres svakt oppover, utover forventet inflasjon.

2) Regnskap

Det rapporterte årsregnskapet for 2024 er utarbeidet i samsvar med norsk god regnskapskikk. Det omgrupperte finansregnskapet er utarbeidet med utgangspunkt i selskapsregnskapet, da et datterselskap regnes som uvesentlig og konsernregnskap ikke foreligger.

2.1) Balanse

Basert på de publiserte tallene er følgende analytiske balanse utarbeidet (omgruppet):

Tabell 1: Analytisk balanse

	2023	2024
Netto driftsrelatert anlegg	21,6	20,4
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-2,4	2,9
= Netto driftsienndeler	19,2	23,3
+ Netto finansielle eiendeler	13,3	23,9
= Egenkapital	32,5	47,2

- 3 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

GFS AS eier to sightseeingbåter, benevnt GF1 og GF2. Båten GF1 er fullt avskrevet og forventes å bli utrangert i kjøpet av 2026. Den totale anskaffelseskostnaden for de to fartøyene var 42 millioner kroner. Per 2024 er samlet balanseford verdi 20 millioner kroner, fordelt med 0 på GF1 og 20 millioner på GF2. Med årlige lineære avskrivninger på 1,2 millioner kroner gir dette en estimert gjennværende levetid for GF2 på 16,7 år (20/1,2).

Videre eier GFS 100 % av datterselskapet VisitGeiranger AS. Dette er balanseført til kostpris på 0,5 millioner kroner. Det foreliggende merverdier knyttet til datterselskapet, jf. tabell 5.

2.2) Resultat

Basert på de publiserte tallene er følgende analytiske resultatregnskap utarbeidet (omgruppet):

Tabell 2: Analytisk resultatregnskap

	2024
Driftsinntekter	63,1
- Driftskostnader	44,0
- Avskrivninger	1,2
= Driftsresultat	17,9
- Driftsskatt	3,4
= Netto driftsresultat	14,5
+ Netto finansresultat	0,2
= Resultat til egenkapital	14,7
- Netto bealt utbytte	0,0
= Endring i egenkapital	14,7

- 4 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

Ved årsskiftet 2024/2025 gjennomførte GFS en rettet emisjon med fortrinnsrett for eksisterende aksjonærer, med et bruttoproveny på 40,0 millioner kroner. På balansetidspunktet per 31. desember 2024 er dette innskuddet regnskapsført som en økning i egenkapitalen med motpost en fordring på aksjonærene, ettersom betalingen ennå ikke var mottatt ved regnskapsavslutningen. I den analytisk omgrupperte balansen for 2024 er både kapitalinnskuddet og tilhørende fordring på aksjonærene ekskludert. Disse postene vil bli inkludert i analysen fra og med 2025, jf. tabell 3.

3) Prognose

Som tidligere nevnt har GFS AS to sightseeingbåter, GF1 og GF2. Midlene fra emisjonen skal benyttes til å investere i en tredje sightseeingbåt med elektrisk drift, GF3, som vil tilfredstille de strenge miljøkravene som kreves for å operere i verdensarv-fjordene.



Den nye båten er forventet å bli levert etter hovedsesongen 2025 og er dermed klar til 2026-sesongen. Båten er avtalt å koste 177,4 millioner. I finansieringsplanen er det tatt høyde for å ombygge GF2 til elektrisk drift i 2026; ombyggingkostnaden er forventet å bli på 32 millioner.

Et analyse- og verdiprøvingsselskap i Ålesund, Verdikonvertering AS (VKT), har budsjettett fremtidsregnskapet i årene 2025-2033. Det er laget et basissenario, et optimistisk og et pessimistisk scenario. Tabell 3 presenterer basistilfellet som angir forventet utvikling:

- 5 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

Tabell 3: Fremtidsregnskap - basis

År	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
EBITDA	19,7	33,2	26,0	27,7	28,5	29,4	30,3	31,2	32,1
- AVS	1,2	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1
+ DK, EBIT	18,5	20,1	12,9	14,6	15,4	16,3	17,2	18,1	19,0
- DSK	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	4,2
= NDR, NOPAT	14,4	20,1	12,9	14,6	15,4	16,3	17,2	14,1	14,8
- NRE	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
+ NRE	14,0	11,3	5,5	6,7	8,0	8,3	10,7	8,0	9,2
- NBU + FKE	-20,9	5,0	11,2	12,4	13,7	15,0	16,4	13,7	14,0
= AEK	59,0	6,3	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
NDE B	23,3	199,5	218,5	205,5	192,5	179,5	166,5	153,5	140,5
- AVS	1,2	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1
+ INV	177,4	32,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
= NDE UB	199,5	218,5	205,5	192,5	179,5	166,5	153,5	140,5	127,5
NFG B	-23,9	101,4	114,1	106,8	99,3	92,2	84,9	77,8	70,3
+ NYG	126,6	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- AVG	0,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
= NFG UB	101,4	114,1	106,8	99,3	92,2	84,9	77,8	70,3	62,0
= EK = NDE - NFG	98,1	104,4	98,7	93,0	87,3	81,6	75,9	70,2	68,5

Definisjoner: EBITDA er driftsresultat før avskrivning (AVS). DR er driftsresultat – også referert til som EBIT. DSK er driftsskatt, NDR er netto driftsresultat – eller NOPAT. NRE er netto rentekostnad, der netto betyr etter skatteeffekten av rentefradraget. NRE er nettoresultat til egenkapital, NBU er netto bealt utbytte, som er lik frå konstantstrøm til egenkapital, FKE, AEK er endring i egenkapital. NDE er netto driftsienndeler – den investerte kapitalen, INV er nyinvestering, NFG er netto finansiell gjeld, NYG er ny finansiell gjeld, AVG er avdrag, og EK er egenkapital.

Vi ser at VKT budsjetterer med et netto driftsresultat på 14,4 millioner i 2025 med et løft til 20,1 millioner når den nye båten kommer i drift i 2026. Deretter reverseres NDR av en eller annen grunn tilbake til 13,8 i 2027, for stort sett å vokse frem til 2033. Som forklart over er der store investeringer i 2025 og 2026, men deretter faller netto driftskapital netto med 13,0 millioner fra 2027 og til slutten av budsjettperioden i 2033.

Den nye båten avskrives over 20 år, dvs årlig på 13,1 millioner – eller netto på 13,0 millioner. Det er budsjettett med null skatt i årene 2026-2031, siden skattemessige avskrivninger er større enn de regnskapsmessige avskrivningene. Effekten reverseres fra og med 2032.

- 6 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

Båtkjøpet med tilhørende investeringer finansieres med et samlet låneopptak på 145,6 millioner i Sparebanken More. Deretter betales 7,3 millioner i årlig avdrag, dvs over 20 år, og en vektet gjennomsnittrente på netto etter skatt 7,6%, som tilsvarer en rente på 9,7% før skatt.

4) Avkastningskrav

Egenkapitalkravet fremkommer slik:

Tabell 4: EK-kravet

Risikofri rente, normalisert	3,5%
+ Beta	1,2
· Markedsrisikopremie	5,5%
+ Småbedriftspremie	5,0%
= Egenkapitalkravet	15,1%

Egenkapitalkravet er estimert til å være 15,1%, inkludert en småbedriftspremie på 5,0%.

5) Verdsettelse

For å ta hensyn til budsjettett kapitalstruktur argumenterer Verdikonvertering for verdsettelse ved bruk av egenkapitalmetoden for sightseeingvirksomheten. Videre vil VKT benytte komparativ verdiprøving i form av en multiplikatorformell for å verdsette VisitGeiranger AS. I tillegg til disse virksomhetene har GFS

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

netto finansielle eiendeler i form av konstanter og noen strategiske aksjer. Her kan det være merverdier.

5.1) Verdiestimert på sightseeingvirksomheten til GFS

Fri konstantstrøm til egenkapital er lik det budsjettettete nettoutbytte, FKE = NBU, som vi finner i budsjettet:

$$VEK = - \frac{36,9}{1,151} + \frac{5,0}{1,151^2} + \frac{11,2}{1,151^3} + \frac{12,4}{1,151^4} + \frac{13,7}{1,151^5} + \frac{15,0}{1,151^6} + \frac{16,4}{1,151^7} + \frac{13,7}{1,151^8} + \frac{14,9}{1,151^9} + TV_0 = 14,1 + TV_0 \quad (1)$$

Vi antar at netto driftsresultatet er i steady state fra og med år T + 1 = 2034 og ut levetiden N = 2044. Konstant vekst er 5,0% og levetiden N er 19 år. Dermed kan vi benytte konstant vekstmodellen med endelig horisont til å verdsette netto driftsresultatet.

Men siden endringen i netto driftsienndeler er lik netto avskrivninger som i beløp er konstante, og ikke i prosent, så må «verdien» av avskrivningene beregnes separat.¹ Heldigvis er det en formel for dette. Dermed er verdien av terminalledet på tidspunkt T = 2033:

¹ Avskrivningene inngår ikke i konstantstrømmen – og har derfor ingen verdi, annet enn at de har en skatteeffekt fordi avskrivninger kan trekkes fra på skatten. Men konstantstrømmen kan beregnes lik nettoresultatet plus avskrivninger.

- 7 -

- 8 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

$$TV_T = \frac{(1+\delta) \cdot 200}{k \cdot g} \cdot \left(1 - \left(\frac{1+\delta}{1+g}\right)^{N-T}\right) + \left(\frac{225}{1.05}\right) \cdot \left(1 - (1+k)^{-(N-T)}\right) - NFG_T$$

$$= (1,05 \cdot 14,8 / (0,106 - 0,05)) \cdot (1 - (1,05/1,106)^9) + (13,0/1,06) \cdot (1 - (1/1,106)^9) - 63,0$$

$$= 190,3 - 63,0$$

$$= 127,3$$

Nåverdien av terminalverdien er 127,3/1,151⁹ = 35,9. Legger vi til verdien over budsjettperioden på 14,1, er det samlede verdiesimulat på sightseeingbusiness'en **50,0 millioner**.

5.2) Estimert verdi av datterselskapet VisitGeiranger AS

Verdikonvertering har benyttet **komparativ** verdsettelse i form av en **multiplikatormodell** for å finne verdien på datterselskapet VisitGeiranger. Det komparative verdiesimulatet er:

Tabell 5: Verdsettelse av VisitGeiranger

Markedsverdi av Visitgeiranger AS	
EBITDA 2024	1,6
EBITDA 2025B	3,4
Snitt EBITDA 2024/2025B	2,5
EV ÷ 5 × EBITDA	12,5
Netto kontanter	-6,5
EK	19,0
Bokført verdi 31.12.2023	0,5
Merverdi	18,5

- 9 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

Selskapsverdi til VisitGeiranger AS er 5 · 2,5 = 12,5 og legger vi til finansielle eiendeler på 6,5 millioner, får vi egenkapitalverdien på **19,0 millioner**, noe som er 18,5 millioner høyere enn den balanserte verdien i GFS AS sitt selskapsregnskap.

5.3) Verdien av GFS AS

Verdien av GFS er den 31.12.2024 beregnet slik:

1) Verdikonverterings estimat

Tabell 6: Verdsettelse av GFS AS

Verdi sightseeingdelen (GF1, GF2, GF3)	50,0
+ Verdi VisitGeiranger AS	19,0
+ Merverdi strategiske aksjer	1,0
= Verdi egenkapital	70,0

Rimelighetsvurdering: Verdivurderingen i tabell 6 impliserer et pris/bok-forhold på 70,0/47,2 = 1,5 som er høyere enn «normalt» (= 1). Pris/fortjeneste-forholdet er på 70,0/14,0 = 5,0, som er lavere enn normalt der normalen er 10,3 (= 1/ekk = 1/0,151).

2) Emisjonskursen

Fasiten på spørsmålet om hvor mye Geiranger Fjordservice AS er verdt er markedsprisen på aksjene. Det nærmeste vi kan komme denne er å se på hva investorene fikk kjøpte aksjene til. Emisjonen ble fulltegnet – og økte antall aksjer til

- 10 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

56090. Emisjonskursen var 2265, noe som priser egenkapitalen til 127,0 millioner. For emisjonen, som det er det vi beregner, er **egenkapitalverdien 127 – 40 = 87 millioner**.

OPPGAVE 1

AVKASTNINGSKRAV

Avkastningskravet er en **målestokk** for rentabilitet og kravet fungerer som **diskonteringsrente** ved verdsettelse.

Analyseselskapet Verdikonvertering AS har beregnet **egenkapitalkravet** til GFS til å være 15,1%, se tabell 4. Typiske målvekter for ikke-børsnoterte selskaper på 40% egenkapital og 60% netto finansiell gjeld er benyttet i beregningen. Ta nødvendige forutsetninger!

a) Beregn **netto driftskravet** – eller altså WACC – «the weighted average cost of capitals».

b) I egenkapitalkravet er det lagt inn en **småbedriftspremie** på 5,0%. **Forklar** hva dette er – og vurder **kont størrelsen** på premien i forhold til medianen i det norske kapitalmarkedet (kilde: Pwc).

Smlbedriftspremia - Median

OPPGAVE 2

STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE

Tradisjonell rentabilitetsanalyse er å regne ut rentabiliteten og å vurdere om den er positiv og stor nok. **Strategisk rentabilitetsanalyse** sammenligner rentabilitet med et avkastningskrav.

a) **Beregn** netto driftsrentabiliteten og tilhørende **superrentabilitet** for GFS i 2024.

b) Vurder om superrentabiliteten **reflekterer** strategisk fordeler slik disse er beskrevet innledningsvis.

c) Siden rentabiliteten er høy, kan en **medvirkende årsak** til god lønnsomhet være **målefeil**:

- Forklar **kont** hva en **målefeil** er for noe,
- hva kan **skape** målefeil i et selskap som GFS,
- hva kan eventuelt **gjøres** for å **justere** for målefeil?

OPPGAVE 3

PROGNOSE PÅ VEKST OG RENTABILITET

I denne oppgaven skal du **vurdere prognosen** på de to verdidriverne **vekst** og **rentabilitet**. Fremgangsmåte er å analysere driverne for å få **innsikt**, deretter vurderer du prognosen.

a) Med utgangspunkt i strategiske analyse og regnskapstall for 2024 og budsjetterte tall over perioden 2025-2033 skal du gjennomføre **vekstanalyse**, **både** resultat- og kapitalvekst. Forklar!

- 11 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

b) På tilsvarende måte skal du gjennomføre **rentabilitetsanalyse** over budsjettperioden. Forklar!

c) Gi en **kritisk vurdering** av om du syns budsjettet til Verdikonvertering reflekterer underliggende forhold på en **god** måte – eller finner du skjevhet i prognosene. Du trenger **ikke** å justere tallene – bare påpeke eventuell skjevhet.

OPPGAVE 4

VERDSETTELSE AV SIGHTSEEINGDELE!

Analyseselskapet Verdikonvertering AS har beregnet verdien av sightseeing-operasjonene til GFS AS, se tabell 6. Estimert på verdien er beregnet til å være **50**, millioner der nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapital er 14,1 millioner osv budsjettperioden fra 2025-2033 og nåverdien av terminalverdien ved utgangen a 2033 er 35,9.

Verdikonvertering har benyttet egenkapitalmetoden til å verdsette GFS AS. D skal benytte selskapskapitalmetoden for å lage et estimat på verdien av egenkapitalen til GFS, der forutsetningene bør være **konsistente** med de som er benyttet av VKT.

a) **Beregn fri kontantstrøm fra drift** av sightseeingdelene over budsjettperiode 2025-2033.

b) Hva er

- 13 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

- nåverdien over **budsjettperioden**,

- **terminalverdien**, og

- **summen?**

- **egenkapitalverdien?**

c) I prinsippet skal egenkapitalverdien bli **den samme uavhengig** av fundamental verdsettelsesmetode. Men her vil det oppstå et **avvik** i verdi. Hva er **årsaken** til avviket – og hva kan gjøres for å få **samme** estimat? Forklar generelt!

OPPGAVE 5

VERDSETTELSE AV VISITGEIRANGER

Verdikonvertering AS har verdsett datterselskapet **VisitGeiranger AS**, og hevder at forventet verdi er 19 millioner; se tabell 5. Metoden som benyttes er en **multiplikatormodell**, men metoden er svært nær Gordons vekstmodell anvendt på selskapsnivå.

a) **Forklar** multiplikatormodellen som er benyttet – og bruk Gordons vekstmodell som forklaringsgrunnlag.

b) Vurder om en multiplikator på 5 er **greit** fundamentalt sett (**hitt**: sammenlign med sightseeing).

OPPGAVE 6

EMNER I VERDSETTELSE

Denne oppgaven består av **fire delspørsmål** som er knyttet til verdsettelse av GFS AS.

- 14 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

Spørsmål 1

Kontant:

Verdikonvertering AS benytter **egenkapitalmetoden** til å verdsette GFS AS ved utgangen av 2024. Verdiesimulatet er 70 millioner kroner, men en finansanalytiker som jobber i VKT hevder at **kontantene** på 23,9 millioner skal legges til totalen slik at den samlede verdien av GFS blir 93,9 millioner – ikke 70 millioner; se tabell 1 og 6.

→ Vil du ha **lagt** til kontantene i verdiesimulatet på GFS AS? Forklar!

Spørsmål 2

Terminalverdi

En aksjonær i GFS hevder at horisontleddet (**terminalverdien**) er feil eller mangelfull. Ser du noe **galt** med horisontleddet som bidrar til å undervurdere verdien av GFS AS.

→ Er det noe som **mangler** i terminalverdien? Forklar!

Spørsmål 3

Incentiver til lav verddivurdering

Verdikonvertering velger stort sett forutsetninger som bidrar til en **lav verdi** på GFS AS. Det kan argumenteres for at disse valgene er fornuftig isolert, men samlet kan de være i meste laget?

→ Hvilken **incentiv** kan Verdikonvertering ha for å verdsette GFS-aksjen **lavt**? Spekuler!

Spørsmål 4

Konkurskostnader

Våren 2025 gikk verftet Brodrene Aa konkurs. Det er dette verftet som skal bygge den nye båten. GFS AS står i fare for å tape en forskuddsbetaling på 5,0 millioner

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

samt å **pådra seg ekstra kostnader** og forsinkelser dersom båten må bestilles på ny hos et annet verft.

→ Tapet pga konkursen hos båtvareneren kan bli **betydelig** for GFS. Hvordan vil du **behandle disse kostnadene** i det omgrupperte resultatregnskapet? Forklar!

TAKK FOR INNSATSEN!

- 15 -

UTSATT EKSAMEN I ACC421A: VÅR 2025

- 16 -