

IGNACIO GARCÍA DE OLALLA
og Christian Andvik

FINANSIELL ANALYSE OG VERDSETTELSE

Universitetsforlaget

Ignacio García de Olalla
og Christian Andvik

Finansiell analyse og verdsettelse

UNIVERSITETSFORLAGET

© H. Aschehoug & Co (W. Nygaard) AS ved Universitetsforlaget, Oslo 2023
ISBN: 9788215058122
1. utgave, 1. versjon, Universitetsforlaget 2023
E-utgaven baserer seg på 1. trykte utgave, Universitetsforlaget 2023

Omslagsdesign: Mette Gundersen
Sats/design: AIT Grafisk AS

Materialet i denne publikasjonen er omfattet av åndsverklovens bestemmelser. Uten særskilt avtale med Universitetsforlaget er enhver eksemplarfremstilling og tilgjengeliggjøring bare tillatt i den utstrekning det er hjemlet i lov eller tillatt gjennom avtale med Kopinor, interesseorgan for rettighetshavere til åndsverk.

www.universitetsforlaget.no
post@universitetsforlaget.no

Innhold

Kapittel 1 Innledning til finansiell analyse og verdsettelse 7
1.1 Introduksjon 8
1.2 Forretningsanalyseprosessen 9
1.3 International Financial Reporting Standards 12
1.4 Egenkapitalorienterte interessenter 12
1.5 Oversikt over boken 13

Kapittel 2 Introduksjon til regnskap og årsrapporten 17
2.1 Introduksjon 18
2.2 Balanseligningen I: balansen 18
2.3 Balanseligningen II: resultatregnskapet 22
2.4 Årsregnskapet 27
2.4.1 Mer om balansen 28
2.4.1.1 Eiendeler 28
2.4.1.2 Gjeld 29
2.4.1.3 Egenkapital 29
2.4.2 Mer om resultatregnskapet og oppstilling av utvidet resultat 33
2.4.2.1 Avskrivningskostnad 34
2.4.2.2 Avskrivning av immaterielle eiendeler 37
2.4.2.3 Oppstillingen av utvidet resultat 39
2.4.3 Oppstilling av endringer i egenkapital 39
2.4.4 Kontantstrømoppstilling 41
2.5 Regnskapsspråket: debet og kredit 52
2.6 Oppsummering 63

Kapittel 3 Strategisk analyse 65
3.1 Introduksjon 66
3.2 Makrofaktorer som påvirker selskapets generering av fremtidige kontantstrømmer og risiko 67
3.3 Bransjefaktorer som påvirker selskapets generering av fremtidige kontantstrømmer og risiko 69
3.4 Selskapets konkurransefortrinn 72
3.5 Selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler 73
3.6 Oppsummering 74

Kapittel 4 Regnskapskvalitetsanalyse 77
4.1 Introduksjon 78
4.2 Regnskapskvalitet 78
4.3 Regnskapskvalitet for analytikere og investorer 80
4.4 Motiver for regnskapsmanipulasjon og resultatstyring 81
4.5 Ulike måter å manipulere regnskapsinformasjon 84

4.5.1 Fleksibel inntektsføring 84
4.5.2 Fleksibel kostnadsføring 85
4.6 Evaluering av regnskapskvalitet 86
4.7 Oppsummering 88

Kapittel 5 Reformulering av resultatregnskapet og balansen 89
5.1 Introduksjon 90
5.2 Reformulering av resultatregnskap og balanse 90
5.2.1 Reformulering av resultatregnskap 91
5.2.2 Reformulering av balansen 99
5.3 Å finne de frie kontantstrømmene 108
5.4 Operasjonell eller finansiering? En nærmere kikk på omformuleringen av årsrapportene til Orkla-konsernet 114
5.5 Oppsummering 137

Kapittel 6 Kapitalkostnad og kapitalstruktur 139
6.1 Introduksjon 140
6.2 Totalavkastningskravet, WACC 141
6.2.1 Markedsverdi av netto rentebærende gjeld 142
6.2.2 Markedsverdi av egenkapital 142
6.2.3 Selskapsskatt 145
6.2.4 Egenkapitalkostnad 145
6.2.4.1 Risikofri rente 146
6.2.4.2 Markedets risikopremie 147
6.2.4.3 Beta 148
6.2.5 Gjeldskostnad 154
6.3 Forholdet mellom kapitalstrukturen og kapitalkostnaden 166
6.4 Oppsummering 167

Kapittel 7 Lønnsomhetsanalyse 169
7.1 Introduksjon 170
7.2 Lønnsomheten til driften 170
7.2.1 Problemer med ROIC-sammenligninger 176
7.2.2 Dekomponering av ROIC 177
7.2.3 Ytterligere dekomponering av ROIC 181
7.2.3.1 Indeksering 181
7.2.3.2 Common size-analyse 183
7.3 Lønnsomhet tatt i betraktning kapitalstrukturen til bedriften 186
7.3.1 Dekomponeringen av ROE: effekten av kapitalstrukturen 189
7.3.2 Avkastning på totale eiendeler: en inkonsekvent lønnsomhetsratio 194
7.4 Oppsummering 195

Kapittel 8 Vekstanalyse ... 197
8.1 Introduksjon ... 198
8.2 Ulike måter å måle vekst på ... 199
8.2.1 Vekst i resultat per aksje (EPS) ... 203
8.2.2 Sustainable growth rate ... 208
8.3 Hvordan kan en bedrift oppnå vekst i EVA? ... 211
8.4 Vekst og likviditet ... 214
8.5 Oppsummering ... 216

Kapittel 9 Likviditetsanalyse ... 217
9.1 Introduksjon ... 218
9.2 Likviditet ... 219
9.3 Soliditet ... 224
9.4 Signaliserer forholdene virkelig potensielle likviditets- og soliditetsproblemer? ... 228
9.5 Oppsummering ... 236

Kapittel 10 Prognoser ... 237
10.1 Introduksjon ... 238
10.2 Proforma resultat, balanse og kontantstrøm ... 238
10.2.1 Proforma rapporter med mindre aggregering ... 246
10.2.2 Proforma rapporter med utbetalingsgrad ... 251
10.3 Å gjøre rimelige antakelser ... 255
10.3.1 Er våre antakelser rimelige? ... 257
10.4 Bærekraftsperspektiv ... 258
10.5 Oppsummering ... 259

Kapittel 11 Verdsettelse I. Nåverdimodeller ... 261
11.1 Introduksjon ... 262
11.2 Fremtidsverdi og nåverdi ... 262
11.2.1 Fremtidsverdi ... 262
11.2.2 Nåverdi ... 264
11.2.2.1 Nåverdi av uendelig annuitet ... 265
11.2.2.2 Nåverdi av en uendelig annuitet med konstant vekstfaktor ... 266
11.3 Nåverdimodeller ... 267
11.3.1 Dividendemodellen ... 267
11.3.2 Fri kontantstrøm-modeller ... 272
11.3.2.1 FCFE-modellen ... 272
11.3.2.2 FCFF-modellen ... 273
11.3.2.3 Kontantoverskuddsforutsetningen (cash surplus assumption) ... 276
11.3.3 Residualinntektsmodeller ... 276
11.3.3.1 Residualinntektsmodell/RI-modell ... 276
11.3.3.2 Superprofittmodell/EVA-modell ... 278
11.3.3.3 Ren overskuddforutsetning / clean surplus assumption ... 280
11.4 Oppsummering ... 281

Vedlegg: Analyse av Orklas lønnsomhet, vekst og likviditet 283
Prognoser og verdsettelse 283
Lønnsomhetsanalyse 285
Vekstanalyse 290
Likviditetsanalyse 291
Prognoser 292
Verdsettelse 296

Kapittel 12 Verdsettelse II. Multippelvurdering 301
12.1 Introduksjon 302
12.2 Loven om én pris 302
12.3 Typer multipler 303
12.4 Noen viktige multipler 305
12.4.1 Price-to-earnings-ratio 305
12.4.2 Alternativer til price-to-earnings-ratio 311
12.4.2.1 EV-to-NOPAT-multippel 312
12.4.2.2 EV-to-EBITA-multippel 313
12.4.3 Price-to-book-multippelen 313
12.4.4 Alternativer til price-to-book-multippelen: EV-to-NOA-multippelen .. 318
12.4.5 Price-to-sales- og EV-to-sales-multipler 319
12.4.6 Sektorspesifikke multipler 320
12.5 Hvordan du bruker multipler 321
12.6 Oppsummering 327

Kapittel 13 Verdsettelse av private bedrifter 329
13.1 Introduksjon 330
13.2 Egenkapital- og forretningsbeta (levered og unlevered beta) 331
13.3 Beregning av egenkapitalkostnaden i private bedrifter 333
13.3.1 Bruk av forretningsbetaene til børsnoterte sammenlignbare selskaper .. 334
13.3.2 Diversifisering 335
13.4 Gjeldskostnad 337
13.5 Vekst i private bedrifter 337
13.5.1 Terminalvekst 337
13.6 Illikviditet 339
13.7 Bruk av multipler i verdsettelsen av private selskaper 339
13.8 Oppsummering 340

Litteratur 342

Begreper og forkortelser 344

Ordliste 352

Stikkord 355

1 Innledning til finansiell analyse og verdsettelse

LÆRINGSUTBYTTE

Etter å ha lest dette kapittelet bør du kunne:

- forstå hva finansiell analyse er
- forstå hva verdsettelse er
- ha oversikt over trinnene i en forretningsanalyse
- vite hva interessenter er, og forstå fokuset på det vi kaller egenkapitalorienterte interessenter
- forstå strukturen til boken og hvordan du kan bruke den

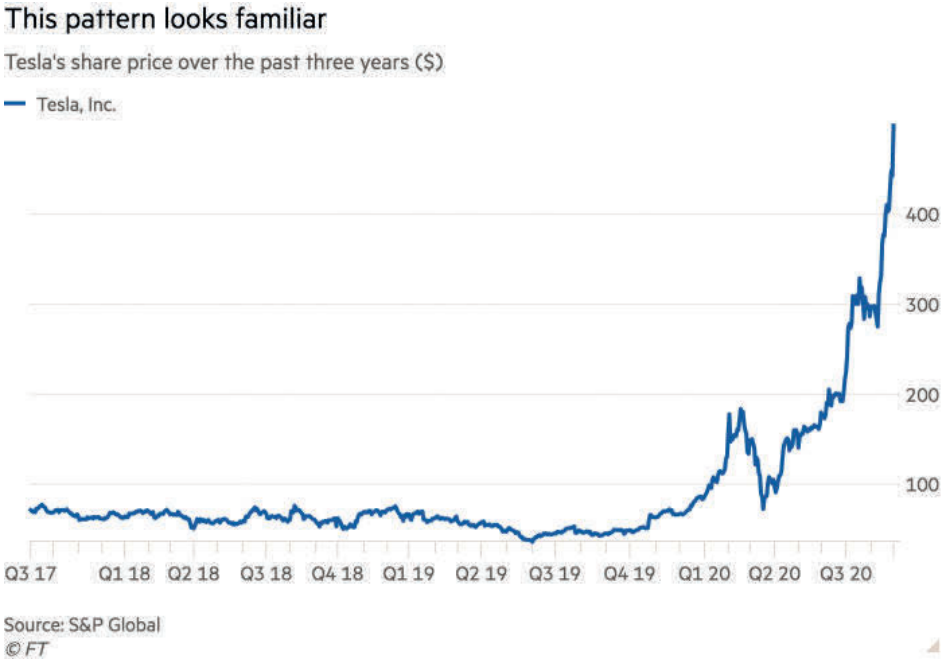
1.1 Introduksjon

Vurder følgende case:

Tesla, Inc. er et amerikansk selskap som spesialiserer seg på produksjon av elektriske biler og ren energi. 1. september 2020 publiserte *Financial Times* en artikkel med tittelen «Tesla is nuts, will it ever crash?».[1] På tidspunktet for artikkelen var markedsverdien av Tesla $ 463 milliarder. General Motors' markedsverdi på den tiden var $ 42,19 milliarder. I 2019 hadde GM levert 7,7 millioner biler, mens Tesla hadde levert litt over 360 000. Tesla hadde rapportert $ 800 millioner fri kontantstrøm de siste 12 månedene, mens Johnson & Johnson, Walmart og Visa hadde rapportert henholdsvis $ 17,2 milliarder, $ 23 milliarder og $ 11,5 milliarder fri kontantstrøm. Likevel ble Tesla verdsatt høyere enn de tre selskapene.

Forfatteren av artikkelen var forvirret over disse tallene og lurte på når selskapets aksjekurs ville gå til fundamentalverdi (om noen gang). Per 13.04.2021 var Teslas sluttkurs på aksjen (aksjeprisen) $ 762,32, det vil si $ 264 (53 %) høyere enn sluttkursen da artikkelen ble skrevet ($ 498,32 per 31.08.2020).

- Er Teslas pris rimelig? Ifølge Powell er den ikke det, men er vi enige?
- Hvorfor er Teslas pris så høy, selv om den historiske ytelsen enten har vært dårlig eller beskjeden?
- Hva forutsetter markedet om fremtiden til Tesla for å rettferdiggjøre denne prisen?
- Er Teslas aksje overvurdert, undervurdert eller rimelig verdsatt?



Figur 1.1 *Denne grafen viser prisen på Teslas aksjer fra august 2017 til august 2020, da artikkelen ble skrevet. Grafen er hentet fra Powell (2020)*

[1] Powell (2020).

For å svare på disse spørsmålene må vi forstå hvordan selskapets markedsverdi estimeres. For å verdsette et selskap må vi gjøre omfattende bruk av årsrapportene. Vi må forstå hva rapportene sier, og hva de ikke sier. Vi må derfor ha en viss forståelse av forretningsspråket, det vil si regnskap. Vi må også kunne hente ut riktig informasjon fra rapportene, noe som krever flere trinn. Vi må først gjennomføre en forretningsstrategianalyse for å forstå selskapet, bransjen og markedet det opererer i. Deretter utfører vi en regnskapskvalitetsanalyse, og etter det justerer og reformulerer vi resultatregnskapet, balansen og fri kontantstrøm slik at vi har dem i et passende format for analyse. Deretter kan vi foreta en analyse av selskapets lønnsomhet, vekst og likviditet. Omformuleringen av årsrapportene, og analysen av lønnsomhet, vekst og likviditet, faller innunder det vi kaller finansiell analyse. Når dette er gjort, estimerer vi fremtidige størrelser (prognoser) for resultatregnskapet, balansen og fri kontantstrøm, basert på antakelser om det vi forventer vil inntreffe i fremtiden. For å gjøre dette må vi vurdere mye av informasjonen fra den finansielle analysen, sammen med den strategiske analysen av bedriften. Når dette er på plass, bruker vi verdsettelsesmodeller med våre prognoser for regnskapet som input og estimerer verdien på selskapet.

Denne boken er ment å gi leseren nok kunnskap og selvtillit til å svare på spørsmålene ovenfor, for mange forskjellige typer bedrifter. Vi forutsetter grunnleggende forkunnskaper i finans og regnskap, men de nødvendige begrepene vil bli introdusert og forklart når de dukker opp. Selvfølgelig, hvis leseren kjenner et konsept, er hun velkommen til å hoppe over den spesifikke delen og fortsette med hoveddelen av teksten. Det er imidlertid aldri en dårlig idé å gjennomgå konsepter raskt selv når man synes de er veldig grunnleggende. Den nødvendige kunnskapen innen regnskap og bokføring vil bli presentert i kapittel 2 i boken. Vi vil gjøre omfattende bruk av Excel for å løse eksempel, caser og oppgaver. Viderekommen bruk av Excel vil bli forklart når det er nødvendig.

1.2 Forretningsanalyseprosessen

Som kort forklart i forrige avsnitt består forretningsanalyseprosessen av flere trinn. La oss være mer spesifikke og utforske hva de forskjellige trinnene er ment å avdekke. Merk at disse trinnene kan være oppført i annen rekkefølge i andre kilder, og noen trinn i disse kildene kan inneholde flere av trinnene som er oppført her. Men oppsummert er den helhetlige prosessen den samme.

Det første trinnet er å gjennomføre *strategiske analyser*. Hensikten med dette er å forstå økonomien og bransjen selskapet opererer i (markedet). Analytikeren må også forstå hva styrkene og svakhetene til selskapet er, og hvilken strategi bedriften har for å skape bærekraftige konkurransefortrinn (bedriften). Det er ikke nok å vite så mye som mulig om selskapet isolert sett – vi trenger også å forstå dets bransje og de økonomiske kreftene som sannsynligvis vil påvirke selskapet, konkurrentene, forbrukerne og andre relevante aktører i bransjen og markedet ellers. Analysene gir også analytikeren mer informasjon til å evaluere hvorvidt selskapets historiske og nåværende ytelse er tilfredsstillende. Forretningsanalysene hjelper også analytikeren med å vurdere om dagens lønnsomhets- og vekstnivå er bærekraftig i fremtiden, og/eller hvor lenge. En ordentlig forretningsanalyse gir også analytikere nok kunnskap om hva de kan forvente av selskapet i fremtiden, det vil si at den gjør det mulig for analytikere å lage sunne og realistiske prognoser.

Det andre trinnet er å gjennomføre en *regnskapskvalitetsanalyse* for å vurdere kvaliteten på rapporterte tall, identifisere sentrale regnskapsprinsipper og eventuelle endringer i disse. Leseren kjenner kanskje til noen økonomiske rapporteringsskandaler fra tidligere, som Enron eller Parmalat. Når vi bruker rapporterte regnskapsdata, antar vi at rapportene gir et riktig og upartisk bilde av selskapets økonomiske virkelighet i inneværende periode, og at de er informative om lønnsomheten og risikoen som selskapet vil møte i fremtiden. Som de nevnte skandaler viser, må vi imidlertid være klar over eventuelle feilrepresentasjoner i rapportene. Vær oppmerksom på at selv om de rapporterte tallene ikke nødvendigvis er feilaktige eller i brudd med regnskapsreglene, kan de fremdeles indikere fremtidig inntjeningspotensial på en misvisende måte. Gjennom regnskapskvalitetsanalyse prøver vi derfor å svare på spørsmål som:

- Hvor passende er selskapets valg av regnskapsprinsipper og estimater?
- Hvor finner vi regnskapsfleksibilitet?
- Ligner disse valgene de bedriftene i samme bransje tar? Hvis ikke, hvorfor? Er dette forsvarlig?
- Har lederne insentiver til å manipulere rapporterte inntekter og kostnader?
- Er diskusjonene i rapportene troverdige?

Gitt vurderingen av regnskapskvaliteten for analyseformål kan analytikeren overveie å foreta justeringer av noen rapporterte tall. For eksempel, hvis et selskap avskriver bygningene sine med en økonomisk levetid på 20 år, mens sammenlignbare konkurrenter baserer seg på en brukstid på 25 år, kan analytikeren vurdere å justere avskrivningskostnaden for å få et bedre sammenligningsgrunnlag på tvers av selskaper i samme bransje. Det er viktig å merke seg at avvikende avskrivningstid ikke nødvendigvis er en indikasjon på hverken manipulasjon av regnskapstall eller lav regnskapskvalitet fra et regulatorisk standpunkt, men kvaliteten på regnskapet fra et verdsettelsesperspektiv har misvisende, eller upresis, informasjonsverdi og må dermed justeres.

Det tredje trinnet er å *reformulere resultatregnskapet, balansen og estimere de frie kontantstrømmene*. Årsrapportene slik de ser ut fra selskapene, er utarbeidet i et format som er mer passende for rapportering og kredittanalyse enn for verdsettelsesformål. Et selskap består i korte trekk av driftsaktiviteter (inkludert driftsinvesteringer) og finansieringsaktiviteter. Analytikeren må derfor skille mellom drifts- og finansieringsposter og gruppere dem sammen i resultatregnskapet og i balansen. Logikken bak dette er at hovedkomponenten i bærekraftig verdiskaping av et selskap er dets operative aktiviteter (driften) som vi forventer kommer til å gjenta seg år etter år. Med andre ord ønsker analytikeren å finne ut hvor mye kapital selskapet har investert i driftsrelaterte eiendeler, og hvilket driftsresultat og fri kontantstrøm selskapet genererer med den investerte kapitalen i driften.

Det fjerde trinnet er *estimering av kapitalkostnad*. For å trekke konklusjoner om lønnsomheten til et selskap må analytikeren vite hvilken avkastning selskapets interessenter krever for sin investering i selskapet. Når en investor kjøper aksjer i en bedrift, forventer han å bli kompensert for risikoen han tar, og dette bør minimum tilsvare avkastningen han kan oppnå i andre (tilsvarende) investeringer – det er dette vi kaller avkastningskravet. Ved å sammenligne hvor mye selskapet gir han i retur med denne

påkrevde satsen eller avkastningen, kan vi vurdere om selskapets lønnsomhet er tilstrekkelig. For å verdsette en bedrift må analytikeren estimere kontantstrømmer som bedriften vil generere i fremtiden, og måle dem til dagens verdi ved å diskontere dem med et passende avkastningskrav som tar hensyn til pengenes tidsverdi og risikoen som selskapet bærer. Merk at mange lærebøker går gjennom dette trinnet senere i teksten. Forfatterne mener imidlertid at kapitalkostnadene bør studeres tidligere slik at leseren kan starte regnskapsanalyseprosessen til bedrifter mens hun leser boken, i stedet for å vente til de senere kapitlene.

Det femte trinnet er det vi forstår som *finansiell analyse*. Regnskapsanalyse bruker innspill fra de første fire trinnene og vurderer selskapets tidligere og nåværende ytelser. Analytikeren evaluerer selskapets resultater med hensyn til forskjellige aspekter. Spesielt analyserer hun lønnsomhet, vekst og likviditet.

Det sjette trinnet er *prognostisering av resultatregnskapet, balansen og fri kontantstrøm*. Så langt har analytikeren sett på selskapets tidligere økonomiske resultater. På dette tidspunktet endrer hun fokus og prøver å forutsi hva den økonomiske virkeligheten til selskapet vil være i fremtiden. Hun lager en prognose for resultatregnskapet, balansen og de frie kontantstrømmene. For å gjøre dette må hun bruke innspill fra både forretningsanalysene og fra den finansielle analysen. For eksempel: Hun har foretatt en vekstanalyse og avdekket at den årlige omsetningsveksten de siste 10 årene har svingt mellom maksimalt 10 % og minimum 0 %. Gitt sin strategiske analyse er hun ekstremt optimistisk med hensyn til vekst i inntekt de neste 2 årene, så hun vet at hun bør forvente en omsetningsvekst på rundt 10 %, og bestemmer seg for å bruke en vekstrate på 9,5 %. Merk at det er mye subjektivitet her. Hvorfor velger hun 9,5 % og ikke 8,5 %? Imidlertid er taket på 10 % der på grunn av selskapets historiske vekst. Hun vet at dette selskapet i de beste periodene ikke har en omsetningsvekst på mer enn 10 %. Betyr det at hun ikke kan anta mer vekst enn 10 %? Nei, men det må rettferdiggjøres. Det må baseres på en situasjon som ikke har oppstått før (for eksempel tror hun at selskapets nye produkt kommer til å bli en stor suksess i markedet, og dette har ikke skjedd før i dette selskapet).



Figur 1.2 *Denne grafen viser tidligere vekst i inntekter som et selskap oppnådde fra 20x0 til 20x9. Gitt dette selskapets historie har analytikeren en maksimal omsetningsvekst på 10 % og et minimum på 0 % å tilordne prognosen sin*

Det siste trinnet er *verdsettelse*. I dette trinnet bruker analytikeren verdsettelsesmodeller for å finne selskapets verdi. Merk at hun noen ganger ikke er interessert i å finne verdien av selskapet. For eksempel for å svare på spørsmål om et selskap vil generere nok kontanter til å finansiere sine planer om ekspansjon, trenger hun ikke å verdsette organisasjonen. Hun stopper på trinn seks der hun prøver å forutsi kontanter skapt av selskapet i fremtiden, og om det vil være nok til at selskapet kan finansiere utvidelsesplanen.

Bokens struktur følger rekkefølgen til den presenterte forretningsanalyseprosessen. Det eneste unntaket er kapittel 2, der vi gir en introduksjon til regnskap og årsrapporter.

1.3 International Financial Reporting Standards

Kunnskapen som tilegnes i denne boken, kan brukes overfor årsrapporter utarbeidet under forskjellige regnskapsstandarder. For eksempel rapporterer Tesla under amerikanske regnskapsstandarder, US GAAP. Når vi presenterer emner, vil vi imidlertid bruke definisjonene, målingene og klassifiseringene som presentert under IFRS (International Financial Reporting Standards), utviklet av IASB (International Accounting Standards Board). Børsnoterte selskaper i EU og mange andre land, som Australia, Hong Kong, Russland, Singapore eller Sør-Afrika, rapporterer under IFRS. I Norge må børsnoterte selskaper rapportere under IFRS. Også unoterte selskaper som har børsnoterte gjeldspapirer på Oslo Børs, må rapportere under IFRS. Andre typer norske selskaper, for eksempel et lite, privat selskap, kan velge å rapportere under IFRS, under GRS (god regnskapsskikk) eller til og med under forenklet IFRS. I praksis betyr dette at de fleste selskapene i Norge kan velge å presentere regnskapet under et av de tre settene med regnskapsregler.[2]

Selv om forskjellene mellom ulike regnskapsstandarder kan være store, deler alle de samme grunnleggende prinsippene. Kunnskapen som blir tilegnet i denne boken, vil være gjeldende uansett regnskapsstandard. Uansett er implikasjonene av forskjellene i ulike regnskapsstandarder for analysen utenfor omfanget av denne boken, og utenfor omfanget av en innledende bok i finansiell analyse og verdsettelse, mener vi.

1.4 Egenkapitalorienterte interessenter

Hver enkeltperson eller gruppe med interesse i en virksomhet kalles en interessent. En interessent kan være en leverandør, en klient, myndighetene, aksjonærene, en bank som har lånt ut penger til selskapet, og mange andre. To viktige grupper av interessenter er de som er opptatt av selskapets egenkapital, og de som er opptatt av selskapets gjeld. I denne boken vil vi hovedsakelig ta perspektivet til de interessentene som er egenkapitalorienterte. Egenkapitalorienterte interessenter bruker vanligvis finansiell informasjon for å beregne selskapets verdi. En investor estimerer for eksempel verdien av selskapets aksjer og bestemmer om de vil kjøpe, selge eller beholde aksjer i selskapet. En analytiker som jobber for et selskap, vil gi selskapet råd om det riktige budet å gi når man kjøper opp en annen bedrift.

[2] PWC (2020).

1.5 Oversikt over boken

Resten av boken fortsetter som følger:

Kapittel 2 – Introduksjon til regnskap og årsrapporten
Selv om vi ikke trenger å være regnskapsførere for å gjøre finansiell analyse, trenger vi å forstå regnskapsregler og bokføring. Hensikten med dette kapittelet er å gi deg en grunnleggende forståelse av bokføring og sette deg i stand til å forstå årsregnskapet. Vi lærer om hvordan transaksjoner blir registrert (dvs. debet- og kreditsystem), og hvordan disse transaksjonene overføres til rapportene. Vi lærer om balansen og resultatregnskapet og hvordan vi bygger dem fra våre registrerte transaksjoner. Da fortsetter vi vår introduksjon til regnskap ved å lære det detaljerte innholdet i balansen, resultatregnskapet, oppstilling over endringer i egenkapitalen og kontantstrømoppstillingen, og hvordan disse henger sammen. Vi utdyper også vår forståelse av periodisering og implikasjonene av dette systemet for analytikeren.

Kapittel 3 – Strategisk analyse
Når vi verdsetter et selskap, må vi utarbeide rimelige prognoser for fremtidig inntjening og kontantstrømmer. I dette kapittelet lærer vi om noen grunnleggende rammer for å analysere selskapets forretningsmiljø, bransjen, konkurransestrategien og bedriftsstrategien. Disse rammene tillater oss å få en bedre forståelse av hva vi kan forvente i fremtiden av selskapet, basert på dets planer, gjennomføringskraft og konkurrenter. Er vi optimistiske overfor de kommende årene, er vi pessimistiske, eller tror vi at selskapet har normale år i vente? Merk at vi fremdeles ikke kan oversette disse forventningene til tall. For å gjøre dette må vi i tillegg foreta en ordentlig regnskapsanalyse som vil være tema for påfølgende kapittel.

Kapittel 4 – Regnskapskvalitetsanalyse
Dette kapittelet er ment som en introduksjon til regnskapskvalitetsanalyse. Vi lærer å identifisere hvor det er rom for regnskapsfleksibilitet (og dermed manipulering), og hvordan vi kan vurdere hvorvidt regnskapsprinsippene som er brukt, og estimatene foretatt av selskapet, er rimelige. Vi lærer også å justere regnskapstall der vi identifiserer at det er regnskapsforvrengninger. Dette er et innledende kapittel. Vi mener at dette er et tema som leseren må ha noe grunnleggende kunnskap om, men at omfanget av regnskapskvalitet på et detaljert nivå ikke passer inn i en innledende lærebok i verdsettelse.

Kapittel 5 – Reformulering av resultatregnskapet og balansen
I dette kapittelet lærer vi hvordan vi kan reformulere resultatregnskapet og balansen for regnskapsanalyse og verdsettelsesformål. Vi må identifisere hvilke poster som er operasjonelle (knyttet til ordinær drift), og hvilke som er finansielle, før vi grupperer dem tilsvarende. Vi lærer å beregne netto driftsresultat etter skatt og netto driftsmidler som er ingrediensene i avkastningen på investert kapital, et av forholdene vi lærer om i kapittel 7. Vi undersøker også hvordan, med utgangspunkt i det reformulerte resultatregnskapet og balansen, vi finner fri kontantstrøm og endring i kontantbeholdning.

Kapittel 6 – Kapitalkostnad og kapitalstruktur
I dette kapittelet lærer vi om hvordan vi kan estimere kapitalkostnaden for ulike typer bedrifter. Vi introduserer kapitalverdimodellen (CAPM) og hvordan man bruker den til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen og gjeldskostnaden. Vi lærer også om vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC). Vi diskuterer hvordan kapitalstruktur påvirker kapitalkostnadene. De fleste lærebøker plasserer dette kapittelet i en senere del av boken og tar avkastningskravet som gitt frem til da. Vi mener at å vite hvordan man skal beregne kapitalkostnadene, er en sentral forutsetning for å utføre en regnskapsanalyse, som er temaet i de neste kapitlene våre.

Kapittel 7 – Lønnsomhetsanalyse
I kapittel 7 presenterer vi de viktigste finansielle nøkkeltall som brukes til å analysere lønnsomhet. Vi lærer hvordan vi beregner avkastning på investert kapital, og hvordan vi kan dele den opp i hoveddriverne sine. Vi lærer også beregningen av avkastning på egenkapital og hvordan vi kan dele den i drifts- og finansielle komponenter. Vi lærer også om forholdet mellom avkastning på egenkapital og kapitalstrukturen av bedriften. Vi introduserer begrepet residualinntekt, og vi diskuterer når et selskap genererer positiv residualinntekt for aksjonærene. Vi avslutter kapittelet med å gjennomgå noen populære målinger av lønnsomhet som imidlertid må tolkes med omhu fordi de blander drifts- og finansielle komponenter.

Kapittel 8 – Vekstanalyse
Kapittel 8 fortsetter å gjøre rede for finansiell analyse ved å introdusere leseren for vekstanalyser. Konseptet «sustainable growth rate» (bærekraftig vekst) presenteres i tillegg til andre indikatorer for vekst. Vi kan beregne vekst på mange måter, og vi kan ha motstridende informasjon om hvorvidt et selskap opplever vekst eller ikke. Vi studerer hvordan man måler verdiskapende vekst, og diskuterer tilbakekjøp (buybacks) av aksjer og deres tilknytning til verdiskaping.

Kapittel 9 – Likviditetsanalyse
Det siste kapittelet innen finansiell analyse dekker likviditetsanalyse. Vi lærer om kortsiktig og langsiktig likviditetsrisiko og forskjellige nøkkeltall som vi kan beregne for å avdekke dem. Vi studerer også implikasjonene av vekst i likviditet og hvorfor det er viktig å overvåke likviditeten til voksende selskaper.

Kapittel 10 – Prognoser
I dette kapittelet forlater vi vårt historiske perspektiv og begynner å se på fremtiden. Nåverdimodeller krever at vi har laget en prognose for fremtidig resultat og kontantstrøm. Vi lærer hvordan vi bygger proforma rapporter som kobler de ulike rapportene sammen. Med dette mener vi at venstre side av balansen er lik høyre side, at resultatregnskapet er knyttet til balansen via egenkapital, og at kontantoverskuddet i kontantstrømoppstillingen er knyttet til kontantbeholdningen i balansen.

Kapittel 11 – Verdsettelse I: Nåverdimodeller
Kapittel 11 diskuterer forskjellige nåverdimodeller. Vi studerer først modeller som beregner markedsverdien av egenkapitalen direkte, spesifikt dividendemodellen (utbyttemodellen), fri kontantstrøm-metoden og residualinntektsmodeller. Deretter går vi gjennom modellene som først estimerer selskapsverdi og beregner markedsverdi av egenkapitalen ved å trekke verdien av netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien. Vi får da den frie kontantstrømmen til totalkapitalmodellen og EVA-modellen (Economic Value Added-model).

Kapittel 12 – Verdsettelse II: Multippelvurdering
Dette kapittelet dekker markedsbasert verdsettelse. Vi studerer de vanligste anvendte multiplene (nøkkeltall) og hvordan de kan brukes i verdsettelsen av selskaper. Vi lærer også om hva multipler som price-to-earnings (P/E-ratio) og price-to-book (P/B-ratio) betyr. En grundig verdsettelse ved bruk av multipler er like tidkrevende som verdsettelse ved bruk av nåverdimodeller, men den kan raskt brukes til å teste en verdsettelse du har gjort ved bruk av en annen metode.

Kapittel 13 – Verdsettelse av private bedrifter
Selv om det meste av akademisk litteratur studerer verdsettelsen av børsnoterte selskaper, er en enorm andel av selskapene i en økonomi ikke notert på børs. I dette kapittelet undersøker vi hovedforskjellene mellom børsnoterte og ikke-børsnoterte selskaper, og hvordan verdsettelsen skiller seg (litt) fra børsnoterte selskaper. For eksempel, fordi vi ikke har en historie med aksjekurser, kan vi ikke bruke den vanlige metoden for å beregne beta til egenkapitalen. Vi lærer om hvordan du håndterer dette og andre lignende problemer.

2 Introduksjon til regnskap og årsrapporten

LÆRINGSUTBYTTE

Etter å ha lest dette kapittelet bør du:

- forstå den grunnleggende balanseligningen og komponentene som tilhører den
- forstå den utvidede balanseligningen og komponenter som tilhører den
- kunne registrere ulike transaksjoner ved hjelp av balanseligningen
- vite hva balansen er, og hvordan den er bygget opp
- vite hva resultatregnskap er, og hvordan du bygger det opp
- forstå hva utvidet resultat er
- kjenne til egenkapitaloppstilling og hvordan du konstruerer den
- forstå kontantstrømoppstilling
- forstå hvordan balanse, resultatregnskap, oppstilling av endringer i egenkapital og kontantstrømoppstilling henger sammen
- forstå debet–kredit-systemet

2.1 Introduksjon

Tenk deg at du kjøper et apparat, og det følger med bruksanvisning på tysk som ikke er morsmålet ditt. For å finne ut hvordan du bruker enheten, må du ha en viss forståelse av tysk. Du trenger ikke beherske språket helt, men du må i det minste ha en grunnleggende forståelse for å skjønne den generelle betydningen og finne ut hva de ukjente ordene betyr ved hjelp av en ordbok. Hvis du ikke har grunnleggende kunnskaper i tysk, vil en ordbok være til liten hjelp. Men med noen basiskunnskaper kan du lære hvordan du bruker apparatet ved hjelp av en ordbok. Selvfølgelig – jo mer du mestrer språket, desto bedre, men grunnleggende kunnskap vil være nok til å forstå hva instruksjonshåndboken kommuniserer.

På samme måte trenger du ikke å være regnskapsfører for å verdsette et selskap, men du må forstå tallene som selskapet rapporterer. Regnskap er språket bedrifter bruker for å kommunisere tallene sine, altså forretningsspråket. Det vil hjelpe deg betydelig å ha en grunnleggende forståelse av dette forretningsspråket, så du kan skaffe deg en generell oppfatning av hva de økonomiske rapportene forteller deg. Selvfølgelig vil du finne noe du ikke forstår, men du vil være i stand til å finne det ut ved hjelp av for eksempel en regnskapsbok.

Selv om det kan være utfordrende å bli regnskapsfører, er det enkelt å tilegne seg en grunnleggende forståelse av faget. Det er veldig logisk, og tro det eller ei – det kan være gøy, og litt som å legge puslespill. Det har alltid overrasket meg at mange studenter synes kursene i regnskap er så vanskelige. Hovedårsaken er at de ikke får det grunnleggende på plass, og da blir alt komplisert etterpå. Tenk deg å løse en ligning uten å mestre det å addere, subtrahere, gange og dele.

Dette er formålet med kapittel 2: å gi deg den grunnleggende kunnskapen i regnskap som du trenger for å verdsette selskaper, og som vil være svært nyttig for hele din yrkeskarriere. Hvis du følger delkapitlene nøye og forstår logikken, vil du ikke glemme disse grunnleggende prinsippene. Det er litt som å lære å sykle – når du først kan det, glemmer du det ikke. Du må ikke lære noe utenat, og alt er logisk.

Dette kapittelet starter med å gi deg intuisjon om regnskap. Vi vil bruke et selskap som vi oppretter fra bunnen av, for å forstå de ulike komponentene i regnskapet og hvordan de henger sammen. Når du har øvd inn den intuisjonen, vil du lære de tekniske definisjonene og konseptene.

2.2 Balanseligningen I: balansen

En bedrift består av to elementer – ressursene den råder over (eiendelene), og det den skylder eierne og kreditorene (finansieringen). Sagt på en annen måte: ressursene under bedriftens kontroll og hvordan midlene for å oppnå disse ressursene er blitt skaffet. En bedrift kan skaffe midler på to måter, enten ved å få midler fra aksjonærer eller ved å låne fra finansinstitusjoner. Dette forholdet er presentert i den grunnleggende balanseligningen:

$$\text{eiendeler} = \text{egenkapital} + \text{gjeld}$$