

Fundamental analyse

Analyse og verdsettelse av selskapets fundamentale verdier

Skrevet av: Kjetil Sander

Dato: 18 Juli 2023

Versjon: 2.0

Utgitt av: eStudie.no

Innholdsfortegnelse

INNHOLDSFORTEGNELSE	1
1 FUNDAMENTAL ANALYSE	4
1.1 DEFINISJON >> FUNDAMENTAL ANALYSE?	4
1.2 HVA ER EN FUNDAMENTAL ANALYSE?	4
1.3 FORMÅLET MED FUNDAMENTAL ANALYSE	5
1.4 NÅR BENYTTERES FUNDAMENTAL ANALYSE?	5
1.5 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL ANALYSE	5
1.6 STRATEGISK ANALYSE - FØRSTE SKRITT I DEN FUNDAMENTALE ANALYSEN	6
1.6.1 <i>Strategisk posisjon</i>	7
1.6.2 <i>Strategisk risiko</i>	7
1.6.3 <i>Strategisk prestasjon</i>	7
1.6.4 <i>Vekst- og lønnsomhet drivere</i>	8
1.6.5 <i>Superrentabilitet og strategisk fordel</i>	8
1.6.6 <i>Rammeverk for strategisk analyse</i>	9
1.6.6.1 Ekstern analyse.....	9
1.6.6.2 Intern analyse.....	10
1.7 REGNSKAPSANALYSE I FUNDAMENTAL ANALYSE	11
1.7.1 <i>Regnskapsanalyesen sitt formål</i>	11
1.7.2 <i>Må gjøres investororientert og målefeil må fjernes</i>	11
1.7.3 <i>Analyse av forholdstall</i>	11
1.7.4 <i>Rammeverket for regnskapsanalysen</i>	12
1.7.5 <i>Forarbeid</i>	13
1.7.5.1 Analysefokus	13
1.7.5.2 Analysenivå	13
1.7.5.3 Analyseperiode.....	13
1.7.5.4 Komparative selskaper.....	13
1.7.6 <i>Omgruppering av regnskapsanalysen for investororientert analyse</i>	14
1.7.6.1 Trinn 1: Omgruppering av avsatt utbytte	15
1.7.6.2 Trinn 2: Dirty Surplus	15
1.7.6.3 Trinn 3 – Normale kontra unormale poster	16
1.7.6.4 Trinn 4 – Drift kontra finansiering.....	17
1.7.7 <i>Analyse og justering av målefeil</i>	18
1.7.7.1 Målefeil mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi.....	19
1.7.7.2 Målefeil mellom GRS og korrekt historisk kost	19
1.7.7.3 Målefeil pga kreativ regnskapsføring	20
1.7.7.4 Justeringer.....	20
1.8 FORHOLDSTALLSANALYSE I FUNDAMENTALE ANALYSE	21
1.8.1 <i>Rammeverk for forholdstallanalyse</i>	21
1.8.2 <i>Risikoanalyse</i>	22
1.8.3 <i>Analyse av avkastningskrav</i>	23
1.8.4 <i>Evne til å vokse</i>	23
1.8.5 <i>Analyse av lønnsomhet</i>	24
1.8.6 <i>Egenkapitalprosent</i>	24
1.8.7 <i>Gjeldsgrad</i>	25
1.8.8 <i>Finansieringsgrad 1 og 2</i>	26
1.8.8.1 Finansieringsgrad 1	26
1.8.8.2 Eksempel:.....	26
1.8.8.3 Finansieringsgrad 2	26
1.8.9 <i>Hva er en god finansieringsstruktur ?</i>	27
1.9 LIKVIDITETSANALYSE	27

1.9.1	<i>Analyse av kortsiktig gjeld og risiko</i>	27
1.9.2	<i>Likviditetsgrad 1.....</i>	28
1.9.3	<i>Likviditetsgrad 2.....</i>	29
1.9.4	<i>Rentedekningsgrad</i>	29
1.9.5	<i>Arbeidskapitalen</i>	30
1.9.6	<i>Omløpshastighet.....</i>	30
1.9.6.1	<i>Varelagerets omløpshastighet og lagringstid.....</i>	30
1.9.6.2	<i>Råvarelager</i>	31
1.9.6.3	<i>Varer i arbeid.....</i>	31
1.9.6.4	<i>Ferdigvarelager.....</i>	31
1.9.6.5	<i>Kundenes kredittid.....</i>	32
1.10	KONTANTSTRØMANALYSE	32
1.10.1	<i>Kontantstrømmen til totalkapitalen (EBITDA).....</i>	33
1.10.2	<i>Kontantstrømmer fra drift.....</i>	34
1.10.3	<i>Kontantstrømmer fra investeringer.....</i>	34
1.10.4	<i>Kontantstrømmer fra finansiering</i>	34
1.10.4.1	<i>Netto endring i kontanter (A+B+C)</i>	34
1.10.4.2	<i>Avstemming</i>	35
1.11	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	35
1.12	VALG AV TIDSHORIZONT FOR FREMTIDSREGNSKAPET	35
1.13	BUDSJETTERING BASERT PÅ DE VIKTIGSTE VERDIDRIVERNE	35
1.14	RAMMEVERK FOR FREMTIDREGNSKAPET	36
1.14.1	<i>Budsjettering og fremskrivning</i>	36
1.14.2	<i>Usikkerhet ved budsjettering.....</i>	38
1.14.3	<i>Steg 1 - Driftsinntekter.....</i>	38
1.14.4	<i>Steg 2 - Netto driftseiendeler</i>	39
1.14.5	<i>Steg 3 - Netto driftsresultat.....</i>	39
1.14.6	<i>Steg 4 - Netto finansiell gjeld.....</i>	39
1.14.7	<i>Steg 5 - Netto netto finanskostnad</i>	40
1.14.8	<i>Steg 6 – Minoritetsinteresser</i>	41
1.14.9	<i>Steg 7 – Netto minoritetsresultat</i>	41
1.14.10	<i>Fremskriving etter budsjett horizonen.....</i>	41
1.14.11	<i>Fremtidsregnskap</i>	42
1.15	VEKSTANALYSE	43
1.15.1	<i>Langsiktig og kortsiktig vekst</i>	43
1.15.2	<i>Fullstendig analyse av egenkapital vekst</i>	44
1.15.3	<i>Normalisert vekst i netto driftskapital</i>	45
1.16	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	46
1.16.1	<i>Handlingsstrategi</i>	47
1.17	NÅVERDI, NEDDISKONTERER OG EFFEKTIV RENTE	48
1.17.1	<i>Hva er nåverdi?.....</i>	48
1.17.2	<i>Neddiskonterer og diskonteringsfaktor.....</i>	49
1.17.3	<i>Effektiv rente</i>	50
1.17.4	<i>Nåverdien av faste kontantstrømmer.....</i>	51
1.17.5	<i>Annuitetslån</i>	52
1.18	KAPITALVERDIMODELLENS FORUTSETNINGER OG SVAKHETER	53
1.18.1	<i>Svakheter i kapitalverdimodellen</i>	54
1.19	KAPITALVERDIMODELLEN (CAPM).....	55
1.19.1	<i>Formel.....</i>	55
1.19.1.1	<i>Avkastningkrav - E(Rj)</i>	56
1.19.1.2	<i>Risikofrie renter - R_f</i>	56
1.19.1.3	<i>Markedets risikopremie - E(R_m)</i>	57
1.19.1.4	<i>Beta - β</i>	57
1.19.1.5	<i>Merrill Lynch – justering</i>	59
1.19.2	<i>Likviditetspremie.....</i>	60
1.19.3	<i>Formel for marked i likevekt</i>	60
1.20	EGENKAPITALMETODEN	61

1.21 TOTALKAPITALMETODEN (EBITDA)	62
1.21.1 4 trinns modell.....	66
1.22 DIVIDENDEMODELLEN (GORDONS FORMEL).....	66
1.22.1 Hva er dividendmodellen?.....	66
1.22.2 Beregning av fri kontantstrøm	66
1.22.3 Gordons vekstformel.....	67
1.22.4 Hvilke typer selskaper passer modellen best for?.....	68
1.23 GORDONS GROWTH FORMEL	68
1.24 RESIDUAL INCOME (EVA)	70
1.25 SUPERPROFITTMODELLEN	75
1.26 AVKASTNINGSKRAV	78
1.26.1 Hva må vurderes for å avgjøre avkastningkravet?.....	79
1.26.2 Markedets risikopremie	79
1.27 BETAVERDIEN	80
1.27.1 Likviditetspremie.....	80
1.27.2 Intuitiv metode (evt. m/ scoringmodell).....	81
1.28 AVVIK FRA KAPITALVERDIMODELLEN – ANOMALIER	81
1.29 HVA ER ANOMALIER?	82
1.29.1 Størrelseseffekten og verdieffekten.....	82
1.29.2 Verdieffekten.....	83
1.29.3 Størrelseseffekten.....	83
1.30 ARBITRASJEPRISINGSTEORIEN (APT).....	85
1.30.1 APT modellen og flerfaktormodeller.....	85
1.31 FAMA-FRENCH TRE-FAKTOR MODELLEN.....	88

1 Fundamental analyse

1.1 Definisjon >> Fundamental analyse?

Mens en teknisk analyse studerer den historiske kursutviklingen for å avdekke når det lønner seg å kjøpe og selge en aksje, er en **fundamental analyse** en:

- **fullstendig gjennomgang av selskapets verdikonfigurasjon, verdiskapningprosess og markedssystem, basert på en fundamental metode, for å komme frem til en korrekt verdi på selskapets aksjer.**

1.2 Hva er en fundamental analyse?

Med fundamentale metoder menes [strategiske analyser](#) som er basert på [vitenskaplige metoder](#) og strategiske regnskapanalyser av [finansregnskapet](#), for å komme frem til en pålitelig beregning av selskapets fremtidsregnskap, ut ifra [prognoser](#) og [fremtidsbudsjetter](#) som fremskriver selskapets fremtidige kontantstrømmer over den valgte budsjett horizonen på bakgrunn av den strategiske- og regnskapanalysen.

Deretter verdsettes egenkapitalen enten ved [egenkapitalmetoden](#) eller [totalkapitalmetoden](#), samtidig som avkastningskravet beregnes. Når dette er gjort kan vi sammenligne den beregnede aksjeverdien med dagens markedskurs for å komme frem til en god handelstrategi for den aktuelle aksjen. Det vil si en strategi som forteller på hvilke nivåer aksjen bør kjøpes og selges.

Fundamental analyse er den mest grunnleggende verdsettingsteknikken og fokuserer på analyse av selskapets fundamentale forhold, i motsetning til teknisk analyse og [opsjonsbasert](#) – og [komparativ verdsettelse](#).

Siden fundamentale analyser analysere regnskapdataene til både selskapet og bransjen, er metoden tidkrevende, men gir til gjengjeld langt mer presise resultater enn de andre verdsettelsesteknikkene.

Ankepunktene mot verdsettelsesteknikken er at den er både tid- og kostnadskrevende å utføre. Det kreves mye regnskapsinformasjon og stor innsikt om virksomheten for å få et fornuftig resultat. Et ytterligere problem ved metoden oppstår når de historiske regnskapstallene er befengt med store ujusterte målefeil. Konsekvensen kan da være et verdiestimatet som ikke stemmer overens med de underliggende verdiene i selskapet.