

Kjetil Sander presenterer:

**e**studie.no

# Fundamental analyse



**Lær hvordan du gjennomfører en fundamental analyse for å sette korrekt verdi på et selskap eller aksje. Den mest korrekte måten å beregne verdien til et selskap på i følge alle teoretikere.**

**Skrevet av:  
Kjetil Sander**

**Utgitt av:  
eStudie.no**

**Revisjon:  
1.0 (August 2017)**

# Innhold

<b>1</b>	<b>Fundamental analyse.....</b>	<b>5</b>
1.1	Definisjon >> Fundamental analyse?.....	5
1.2	Hva er en fundamental analyse?.....	5
1.3	Formålet med fundamental analyse.....	6
1.4	Når benyttes fundamental analyse? .....	6
1.5	Rammeverk for fundamental analyse .....	6
<b>2</b>	<b>Strategisk analyse .....</b>	<b>8</b>
2.1	Strategisk posisjon.....	8
2.2	Strategisk risiko.....	9
2.3	Strategisk prestasjon .....	9
2.4	Vekst- og lønnsomhet drivere .....	10
2.5	Superrentabilitet og strategisk fordel.....	10
2.6	Rammeverk for den strategiske analysen .....	11
2.7	Ekstern analyse .....	12
2.8	Intern analyse .....	13
<b>3</b>	<b>Regnskapsanalyse.....</b>	<b>15</b>
3.1	Rammeverk for regnskapsanalyse .....	15
3.2	Forarbeid.....	17
3.3	Analysefokus .....	17
3.4	Analysenivå.....	17
3.5	Analyseperiode.....	18
3.6	Komparative selskaper .....	18
3.7	<b>Omgruppering av regnskapsanalysen for investororientert analyse ...</b>	<b>18</b>
3.7.1	Trinn 1: Omgruppering av avsatt utbytte.....	20
3.7.2	Trinn 2: Dirty Surplus .....	20
3.7.3	Trinn 3 – Normale kontra unormale poster .....	21
3.7.4	Trinn 4 – Drift kontra finansiering .....	22
3.8	<b>Analyse og justering av målefeil .....</b>	<b>25</b>
3.8.1	Målefeil mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi .....	25
3.8.2	Målefeil mellom GRS og korrekt historisk kost .....	26
3.8.3	Målefeil pga kreativ regnskapsføring .....	26
3.8.4	Justeringer .....	27
3.9	<b>Rammeverk for forholdstallsanalyse .....</b>	<b>29</b>
3.10	<b>Risikoanalyse.....</b>	<b>29</b>
3.10.1	Analyse av avkastningskrav.....	30
3.10.2	Evne til å vokse .....	31
3.10.3	Analyse av lønnsomhet.....	32
<b>4</b>	<b>Fremtidsregnskap.....</b>	<b>32</b>
4.1	Valg av tidshorizont for fremtidsregnskapet .....	33
4.2	Budsjettering basert på de viktigste verdidriverne .....	33
4.3	Rammeverk for fremtidregnskapet .....	34
4.4	Budsjettering og fremskrivning .....	34
4.5	Usikkerhet ved budsjettering .....	37
4.6	Steg 1 - Driftsinntekter .....	37
4.7	Steg 2 - Netto driftseiendeler.....	38
4.8	Steg 3 - Netto driftsresultat.....	38

4.9 Steg 4 - Netto finansiell gjeld.....	38
4.10 Steg 5 - Netto netto finanskostnad.....	39
4.11 Steg 6 – Minoritetsinteresser.....	40
4.12 Steg 7 – Netto minoritetsresultat .....	41
4.13 Fremskrivning etter budsjetthorisonten .....	41
4.14 Fremtidsregnskap .....	42
<b>5 Fundamental verdsettelse.....</b>	<b>45</b>
5.1 Handlingsstrategi .....	47
5.2 Nåverdi, neddiskonterer og effektiv rente .....	47
5.2.1 Neddiskonterer og diskonteringsfaktor .....	49
5.2.2 Effektiv rente .....	50
5.2.3 Nåverdien av faste kontantstrømmer .....	52
5.2.4 Annuitetslån.....	53
5.3 Nåverdimetoden (kontantstrømmetoden) .....	55
5.3.1 NPV (Net Present value).....	56
5.3.2 Free cash flow to equity (FCFE) .....	56
5.3.3 Free cash flow to firm (FCFF) .....	56
5.3.4 Kontantstrøm ligninger .....	57
5.3.5 Kontantstrømbaserte metoder .....	59
5.3.6 Forutsetninger og bruk.....	59
5.3.7 Eksempel.....	60
5.4 Kapitalverdmodellens forutsetninger og svakheter .....	61
5.4.1 Svakheter i kapitalverdmodellen.....	62
5.5 Kapitalverdmodellen (CAPM) .....	63
5.5.1 Formel.....	64
5.5.2 Avkastningkrav - $E(R_j)$ .....	64
5.5.3 Risikofrie renter - $R_f$ .....	65
5.5.4 Markedets risikopremie - $E(R_m)$ .....	66
5.5.5 Beta - $\beta$ .....	67
5.5.6 Meryll Lynch – justering .....	70
5.5.7 Likviditetspremie.....	70
5.5.8 Formel for marked i likevekt .....	71
5.6 Egenkapitalmetoden.....	72
5.7 Totalkapitalmetoden (EBITDA) .....	73
5.7.1 4 trinns modell.....	78
5.8 Dividendemodellen.....	78
5.9 Gordons Growth formel .....	81
5.10 Residual Income (EVA) .....	83
5.11 Superprofittmodellen .....	89
5.12 Avkastningskrav .....	93
5.12.1 Hva må vurderes for å avgjøre avkastningkravet?.....	95
5.12.2 Markedets risikopremie.....	95
5.12.3 Betaverdien .....	96
5.12.4 Likviditetspremie.....	97
5.12.5 Intuitiv metode (evt. m/ scoringmodell).....	97
5.13 Avvik fra kapitalverdmodellen – anomalier .....	97
5.13.1 Hva er anomalier? .....	98
5.14 Størrelseseffekten og verdieffekten.....	99
5.14.1 Verdieffekten .....	100
5.14.2 Størrelseseffekten .....	101

<b>5.15 Arbitrasjeprisingsteorien (APT) .....</b>	<b>103</b>
<b>5.16 APT modellen og flerfaktormodeller .....</b>	<b>103</b>
<b>5.17 Fama-French tre-faktor modellen.....</b>	<b>107</b>

# 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, utifra **prognoser** og **fremtidsbudsjetter** som fremskriver selskapets fremtidige kontantstrømmer over den valgte budsjettthorisonen 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 analyserer regnskapdataene til både selskapet og bransjen, er metoden tidkrevende, men gir til gjengjeld langt mer presise resultater enn de andre verdsettelsesteknikkene.