

# Finansiell styring

## Forelesning 10 — Verdsettelse II: selskapsverdi og multiplikatorer

---

Christian Heyerdahl-Larsen

2026-08-05

## Hvor vi er

- I forrige forelesning estimerte vi **fri kontantstrøm til totalkapitalen** (FKS; engelsk FCF) og **totalkapitalkostnaden**  $k_T$  (WACC)
- Nå setter vi disse sammen til en **verdi** på selskapet
- Veien er: FKS  $\rightarrow$  **selskapsverdi** (enterprise value)  $\rightarrow$  **egenkapitalverdi**  $\rightarrow$  **verdi pr. aksje**

### Note

FKS er kontantstrømmen til *alle* kapitaltilbydere — både eiere og långivere. Derfor diskonterer vi den med  $k_T$ , og resultatet er verdien av hele driften, ikke bare egenkapitalen.

# Selskapsverdi og egenkapitalverdi

**Selskapsverdien** (enterprise value, EV) er nåverdien av all fremtidig fri kontantstrøm til totalkapitalen, diskontert med  $k_T$ .

Egenkapitalverdien får vi ved å trekke fra **netto rentebærende gjeld**:

$$\text{Egenkapitalverdi} = EV - \text{netto gjeld}$$

der netto gjeld = rentebærende gjeld — overskuddslikviditet.



Tips

Långiverne har første prioritet på driftens kontantstrøm. Det som er igjen etter at gjelden er dekket, tilhører eierne — derfor trekker vi gjelden fra EV.

# Verdi pr. aksje

Til slutt deler vi egenkapitalverdien på antall utestående aksjer:

$$\text{Verdi pr. aksje} = \frac{EV - \text{netto gjeld}}{\text{antall aksjer}}$$

## Hva vi diskonterer

- FKS  $\rightarrow$  diskonteres med  $k_T \rightarrow$  gir EV

## Hva vi justerer for

- Trekk fra netto gjeld
- Del på antall aksjer

## Eksplisitt periode og sluttverdi

Vi kan ikke prognostisere kontantstrømmen i det uendelige. Derfor deler vi verdsettelsen i to:

- En **eksplisitt periode** ( $t = 1, \dots, T$ ) der vi lager detaljerte prognoser for hvert år

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + k_T)^t} + \frac{TV_T}{(1 + k_T)^T}$$

## Eksplisitt periode og sluttverdi

Vi kan ikke prognostisere kontantstrømmen i det uendelige. Derfor deler vi verdsettelsen i to:

- En **eksplisitt periode** ( $t = 1, \dots, T$ ) der vi lager detaljerte prognoser for hvert år
- En **sluttverdi** (terminalverdi)  $TV_T$  som fanger opp all verdi *etter* år  $T$

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + k_T)^t} + \frac{TV_T}{(1 + k_T)^T}$$

# Sluttverdien

Med antagelse om konstant vekst  $g$  etter år  $T$  bruker vi **Gordons vekstformel**:

$$TV_T = \frac{FKS_{T+1}}{k_T - g} = \frac{FKS_T(1 + g)}{k_T - g}$$



## Advarsel

Sluttverdien utgjør ofte **mer enn halvparten** av EV. Den er svært følsom for  $g$  og  $k_T$ . Krev alltid at  $g < k_T$ , og at  $g$  ikke overstiger forventet vekst i økonomien på lang sikt.

## Et fullstendig DCF-oppsett

Anta  $k_T = 9\%$  og langsiktig vekst  $g = 2\%$ . Eksplisitt FKS (mill. kr):

| År $t$              | 1     | 2     | 3     |
|---------------------|-------|-------|-------|
| $FKS_t$             | 100   | 110   | 120   |
| Diskonteringsfaktor | 0,917 | 0,842 | 0,772 |
| Nåverdi             | 91,7  | 92,6  | 92,7  |

Nåverdi av eksplisitt periode:  $91,7 + 92,6 + 92,7 = 277,0$ .



## Sluttverdi og samlet EV

Sluttverdi ved slutten av år 3:

$$TV_3 = \frac{120 \cdot 1,02}{0,09 - 0,02} = \frac{122,4}{0,07} \approx 1748,6$$

- Nåverdi av sluttverdien:  $\frac{1748,6}{(1,09)^3} \approx 1748,6 \cdot 0,772 \approx 1350,0$

## Sluttverdi og samlet EV

Sluttverdi ved slutten av år 3:

$$TV_3 = \frac{120 \cdot 1,02}{0,09 - 0,02} = \frac{122,4}{0,07} \approx 1748,6$$

- Nåverdi av sluttverdien:  $\frac{1748,6}{(1,09)^3} \approx 1748,6 \cdot 0,772 \approx 1350,0$
- Selskapsverdi:  $EV = 277,0 + 1350,0 = 1627,0$  mill. kr

## Sluttverdi og samlet EV

Sluttverdi ved slutten av år 3:

$$TV_3 = \frac{120 \cdot 1,02}{0,09 - 0,02} = \frac{122,4}{0,07} \approx 1748,6$$

- Nåverdi av sluttverdien:  $\frac{1748,6}{(1,09)^3} \approx 1748,6 \cdot 0,772 \approx 1350,0$
- Selskapsverdi:  $EV = 277,0 + 1350,0 = 1627,0$  mill. kr
- Merk at sluttverdien utgjør om lag  $1350/1627 \approx 83\%$  av EV

## Regneeksempel: fra EV til verdi pr. aksje

Vi fortsetter med  $EV = 1627,0$  mill. kr. Selskapet har rentebærende gjeld på 500 mill. kr, overskuddslikviditet på 80 mill. kr og 20 mill. aksjer.

- Netto gjeld:  $500 - 80 = 420$  mill. kr

### Note

Handles aksjen til 50 kr, framstår den som **underpriset** i forhold til vårt DCF-estimat på 60,4 kr — gitt at forutsetningene våre holder.

## Regneeksempel: fra EV til verdi pr. aksje

Vi fortsetter med  $EV = 1627,0$  mill. kr. Selskapet har rentebærende gjeld på 500 mill. kr, overskuddslikviditet på 80 mill. kr og 20 mill. aksjer.

- Netto gjeld:  $500 - 80 = 420$  mill. kr
- Egenkapitalverdi:  $1627,0 - 420 = 1207,0$  mill. kr

### Note

Handles aksjen til 50 kr, framstår den som **underpriset** i forhold til vårt DCF-estimat på 60,4 kr — gitt at forutsetningene våre holder.

## Regneeksempel: fra EV til verdi pr. aksje

Vi fortsetter med  $EV = 1627,0$  mill. kr. Selskapet har rentebærende gjeld på 500 mill. kr, overskuddslikviditet på 80 mill. kr og 20 mill. aksjer.

- Netto gjeld:  $500 - 80 = 420$  mill. kr
- Egenkapitalverdi:  $1627,0 - 420 = 1207,0$  mill. kr
- Verdi pr. aksje:  $\frac{1207,0}{20} \approx 60,4$  kr

### Note

Handles aksjen til 50 kr, framstår den som **underpriset** i forhold til vårt DCF-estimat på 60,4 kr — gitt at forutsetningene våre holder.

# Idé og logikk

I stedet for å diskontere kontantstrømmer, verdsetter vi selskapet **relativt** til sammenlignbare selskaper.

- Vi tar en **multiplikator** fra sammenlignbare selskaper
- Multipliserer med selskapets egen **verdidriver** (resultat, EBITDA, salg ...)



## Tips

Logikken er “loven om én pris”: like selskaper bør prises likt per enhet inntjening. En multiplikator er en snarvei som implisitt bygger på de samme forutsetningene som en DCF — vekst, risiko og kontantstrøm.

# Vanlige multiplikatorer

## Egenkapitalmultiplikatorer

$$\begin{aligned} \cdot P/E &= \frac{\text{Pris pr. aksje}}{\text{Resultat pr. aksje}} \\ \cdot P/B &= \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Bokført EK}} \end{aligned}$$

## Selskapsverdimultiplikatorer

$$\begin{aligned} \cdot EV/EBITDA \\ \cdot EV/\text{Sales} \end{aligned}$$



### Advarsel

Pass på **konsistens** mellom teller og nevner. EV-multiplikatorer skal ha en verdidriver *før* renter (EBITDA, salg). P-multiplikatorer skal ha en verdidriver *etter* renter (resultat, bokført EK). Bland aldri EV med en egenkapitalstørrelse.



## Valg av sammenlignbare selskaper

Multiplikatoren er bare så god som **utvalget** den hentes fra.

- Samme **bransje** og forretningsmodell

Bruk gjerne **medianen** av utvalget — den er mindre følsom for ekstreme observasjoner enn gjennomsnittet.

# Valg av sammenlignbare selskaper

Multiplikatoren er bare så god som **utvalget** den hentes fra.

- Samme **bransje** og forretningsmodell
- Lik **vekst**, lønnsomhet og risiko

Bruk gjerne **medianen** av utvalget — den er mindre følsom for ekstreme observasjoner enn gjennomsnittet.

# Valg av sammenlignbare selskaper

Multiplikatoren er bare så god som **utvalget** den hentes fra.

- Samme **bransje** og forretningsmodell
- Lik **vekst**, lønnsomhet og risiko
- Sammenlignbar **kapitalstruktur** (særlig for P/E)

Bruk gjerne **medianen** av utvalget — den er mindre følsom for ekstreme observasjoner enn gjennomsnittet.

# Valg av sammenlignbare selskaper

Multiplikatoren er bare så god som **utvalget** den hentes fra.

- Samme **bransje** og forretningsmodell
- Lik **vekst**, lønnsomhet og risiko
- Sammenlignbar **kapitalstruktur** (særlig for P/E)
- Samme regnskapsprinsipper og rapporteringspraksis

Bruk gjerne **medianen** av utvalget — den er mindre følsom for ekstreme observasjoner enn gjennomsnittet.

## Regneeksempel: EV/EBITDA

Vi verdsetter samme selskap med multiplikator. Tre sammenlignbare selskaper har EV/EBITDA på 7,5, 8,0 og 8,5 — **median 8,0**. Vårt selskap har EBITDA = 200 mill. kr.

- Estimert selskapsverdi:  $EV = 8,0 \cdot 200 = 1600$  mill. kr

### Note

Multiplikatoren gir 59,0 kr mot DCF-ens 60,4 kr. At de to metodene lander nær hverandre styrker tilliten til verdivurderingen.

## Regneeksempel: EV/EBITDA

Vi verdsetter samme selskap med multiplikator. Tre sammenlignbare selskaper har EV/EBITDA på 7,5, 8,0 og 8,5 — **median 8,0**. Vårt selskap har EBITDA = 200 mill. kr.

- Estimert selskapsverdi:  $EV = 8,0 \cdot 200 = 1600$  mill. kr
- Egenkapitalverdi:  $1600 - 420 = 1180$  mill. kr

### Note

Multiplikatoren gir 59,0 kr mot DCF-ens 60,4 kr. At de to metodene lander nær hverandre styrker tilliten til verdivurderingen.

## Regneeksempel: EV/EBITDA

Vi verdsetter samme selskap med multiplikator. Tre sammenlignbare selskaper har EV/EBITDA på 7,5, 8,0 og 8,5 — **median 8,0**. Vårt selskap har EBITDA = 200 mill. kr.

- Estimert selskapsverdi:  $EV = 8,0 \cdot 200 = 1600$  mill. kr
- Egenkapitalverdi:  $1600 - 420 = 1180$  mill. kr
- Verdi pr. aksje:  $\frac{1180}{20} = 59,0$  kr

### Note

Multiplikatoren gir 59,0 kr mot DCF-ens 60,4 kr. At de to metodene lander nær hverandre styrker tilliten til verdivurderingen.

# Styrker og svakheter

## Multiplikatorer

- Raske og enkle
- Speiler dagens markedspriser
- Krever få forutsetninger
- Men: skjuler antagelsene, og arver markedets feilprising

## DCF

- Eksplisitt og teoretisk forankret
- Tvinger fram forutsetninger om vekst og risiko
- Men: følsom for input, og “garbage in, garbage out”



### Tips

Bruk metodene **sammen**. DCF gir en fundamental verdi; multiplikatorer gir en markeds sjekk. Spriker de mye, må du forstå hvorfor.



## Sensitivitet i forutsetningene

Små endringer i  $k_T$  og  $g$  gir store utslag i sluttverdien — og dermed i EV.

| $k_T \setminus g$ | $g = 1\%$ | $g = 2\%$ | $g = 3\%$ |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|
| 8 %               | 1742      | 2040      | 2448      |
| 9 %               | 1530      | 1749      | 2040      |
| 10 %              | 1360      | 1530      | 1749      |

Tabellen viser  $TV_3$  (mill. kr) for ulike  $g$  og  $k_T$ .



### Advarsel

Presenter alltid verdsettelsen som et **intervall** med en sensitivitetsanalyse, ikke som

## Til neste gang

- Vi har gått fra fri kontantstrøm til **selskapsverdi**, videre til **egenkapitalverdi** og **verdi pr. aksje** — både med DCF og multiplikatorer
- Vi har sett at metodene utfyller hverandre, og at sluttverdi og forutsetninger må behandles med varsomhet
- Neste forelesning ser vi på **dividende**: hvordan selskapet deler ut verdien vi her har estimert, og om utbyttepolitikken i seg selv påvirker egenkapitalverdien
- Les BMN kapittel 10.5–10.8, og regn gjennom DCF- og multiplikatoreksempelene på nytt med egne forutsetninger