

Forretningsutvikling

Torsdag 15. november 2018

LANDBRUK ARENA
Sted: Landbrukets Hus
Hollendergata 5

Tema: Hvordan arbeider vi frem en god investeringsanalyse?
KI: 0900-1100

Espen Skaldehaug

Hva vil det si å ta en beslutning?

Å ta en beslutning vil si å velge mellom to eller flere alternative løsninger. Dersom du ikke har noen valgmulighet, da står du du ikke i en beslutningssituasjon

For hvem tar du en beslutning?

En beslutning fattes alltid for å tilfredsstillе «noe» eller «noen». Dette «noe» eller «noen» er hva eierinteressene ønsker, det er de som avgjør hva som skal optimaliseres. I tradisjonell bedriftsøkonomi er formålet å maksimere eiernes økonomi over tid, men det finnes en rekke eiere som har andre formål.

Hvilke beslutningskriterier eller hvilket beslutningskriterium benytter du?

I prinsippet bør man velge kriterier, eller et kriterium, som understøtter eiernes ønsker.
Dette er viktig og vanskelig poeng, og det finnes ikke noe enkelt svar. Det vanligste er å legge til grunn at flertallet av eiere ønsker å maksimere sin formue, men vi vil argumentere for at dette målet ofte går hånd i hånd med andre målsettinger, eksempelvis samfunnsansvar (Corporate Social Responsibility).

***Hvordan tenker du når du skal ta en strategisk beslutning?
(viktig, vanskelig å reversere,...)***

«Beslutningstrakta»

1)

Dynamisk nivå. Beslutningstaker må forsikre seg om at alle relevante alternativer inngår i beslutningsunderlaget.

2)

Strategisk nivå. Beslutningen må understøtte virksomhetens strategi.

iii)

Opsjonsnivået. Fleksibilitet må innarbeides i beslutningen, både med hensyn til en eventuell utsettelse, og med hensyn til exitmuligheter og ekspansjonsmuligheter.

iv)

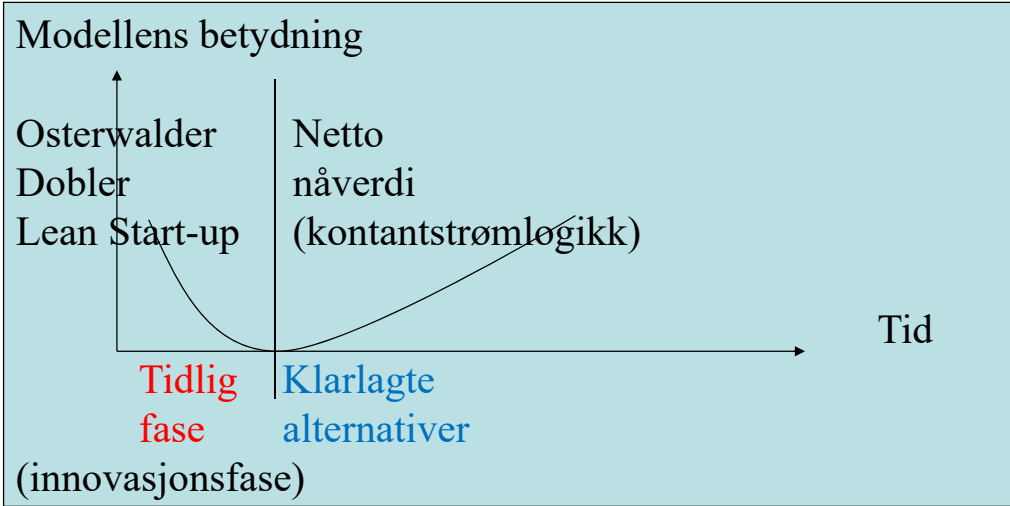
Prosessfokusering. Fokuser på hele verdikjeden, i utvidet form. Suboptimalisering må unngås

v)
Prestasjonsmålingssystemet.
Underlagsmaterialet må være korrekt.

vi)
Opplæringsnivået. Beslutningstaker må ha relevant kunnskap.

**Hvilke metoder/teknikker benyttes for å ta stilling til om
en mulig beslutning bidrar til å maksimere eiernes
formue?
(merk at metodene kan understøtte hverandre)**

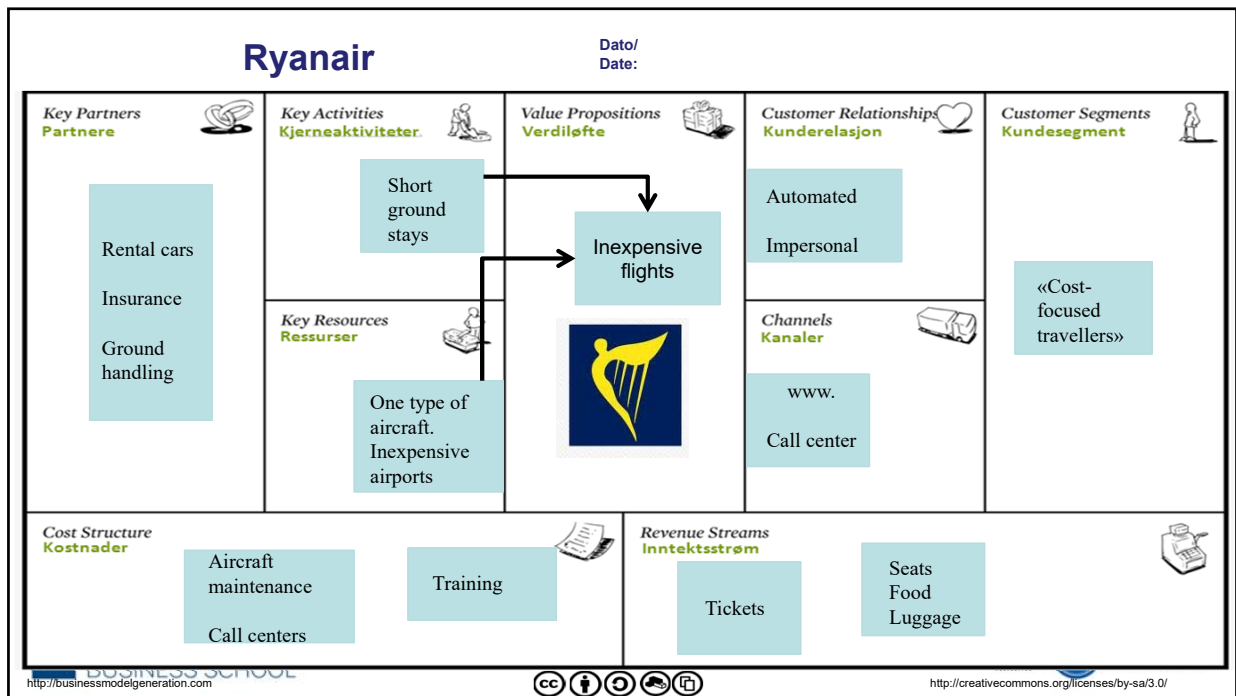
I hvilken fase er prosjektet?



Osterwalders Business Model Canvas

The Business Model Canvas Designed for: _____ Designed by: _____

Key Partners Why are our Key Partners? Which Key Partners are we depending on? Which Key Partners do we depend on? Which Key Partners do we partner with?	Key Activities What Key Activities do our Value Propositions require? Do Customers Demand? Customer Relationships? Revenue Streams?	Value Propositions What value do we deliver to the customer? Which set of our customer's problems are we helping to solve? What bundles of products and services are we offering to each Customer Segment? Which customer needs are we addressing?	Customer Relationships What type of relationship does each of our Customer Segments expect us to establish and maintain with them? Which ones have we established? How and how often do we interact with our Customers?	Customer Segments For whom are we creating value? Which customer segments are most important to our business?
	Key Resources What Key Resources do our Value Propositions require? Do Customers Demand? Customer Relationships? Revenue Streams?		Channels Through which Channels do we reach our Customer Segments? How are we reaching them now? How do we want to reach them? Which ones are most cost-efficient? Which ones are most profitable? How and how often are we interacting with our Customers?	
Cost Structure Which Key Resources are most expensive? Which Key Resources are most important to our business model? Which Key Resources are most expensive?		Revenue Streams For what do they currently pay? How do they currently pay? How much does each Revenue Stream contribute to overall revenue? How much does each Revenue Stream contribute to overall revenue?		



Tidlig fase: Norsk versjon av Doblin-modellen:



Tidlig fase: Lean Start-Up

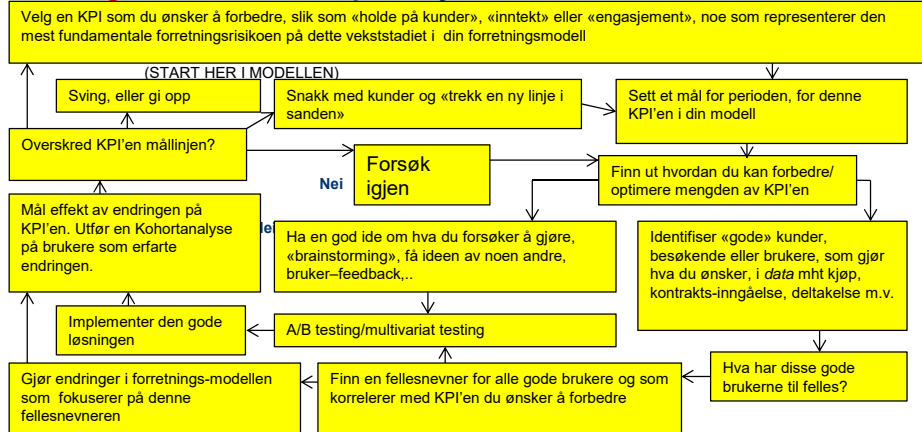
«Gründermetoden/ entreprenørmetoden»

Metoden legger til grunn at man starter i det små med minst mulig kostnader, finner en kommunikasjonskanal med markedet som gir mulighet for testing. Testing betyr at idéen måles mot en på forhånd mengde av en bestemt måleindikator (KPI = Kritisk prestasjonsindikator).

Tidlig fase:

Eksempelvis at etterspørselen bør overstige et et bestemt tall (antall solgte enheter) innenfor en gitt periode for at beslutningen skal videreføres (man tester «suksess» og «fiasko» mot ulike KPIer over tid (fra periode til periode, «år» til «år»))

Tidlig fase: Lean Startup, analytisk sirkel



Tidlig fase:

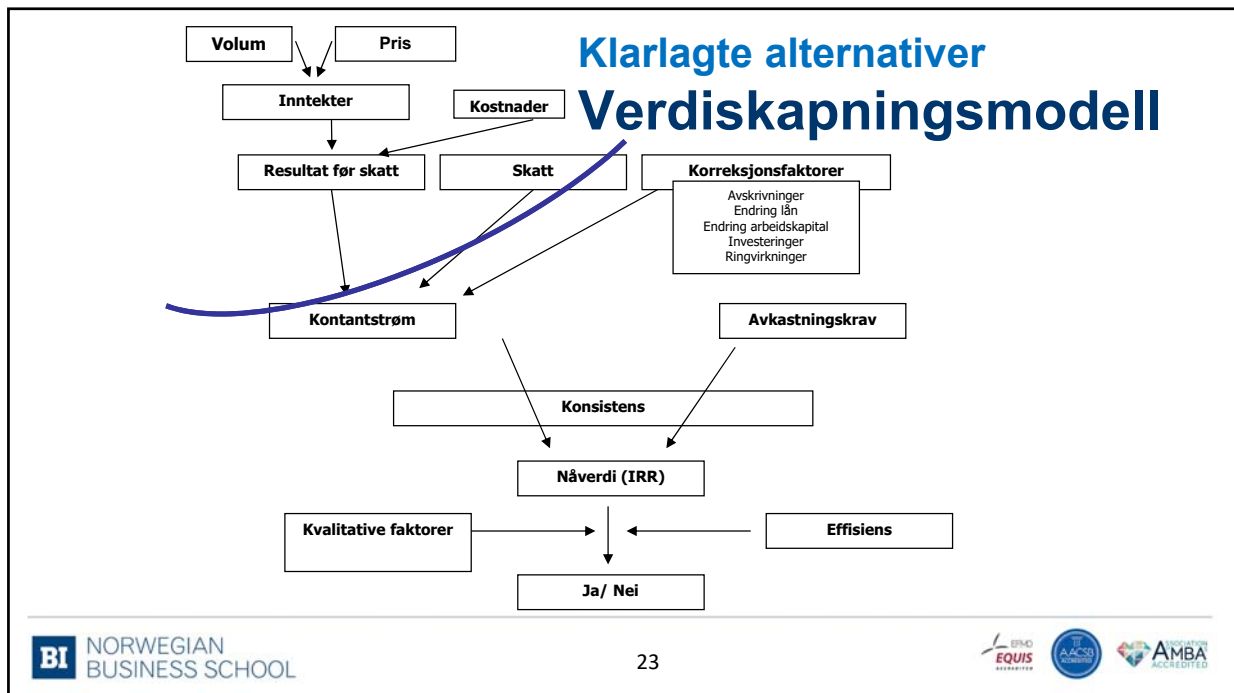
Merk at lean start-up bygger på at man utvikler forretningsidéen hele tiden (beslutningen), og at kriteriene for suksess/fiasko på kort sikt kan knyttes opp mot at man innfrir måletallene for de valgte KPI'ene. Metoden forutsetter at brukerne har en viss erfaring med hva til en hver tid må være oppnådd for at beslutningen på lang sikt skal vise seg å være formuesskapende for eierne.

Klarlagte alternativer:

Den teoretisk mest korrekte metoden som anvendes er netto nåverdimetoden (NNV). Med denne metoden beregnes forventet endring i formuen på beslutningstidspunktet, det vil si, en metode som direkte kan kobles opp mot målsettingen om maksimering av formuen (eiernes verdiskapning).

Klarlagte alternativer:

«Netto nåverdimetoden er en perfekt modell for økonomiske beslutninger. Alle økonomer bør som refleks tenke i tråd med denne metoden. Det dumme er at netto nåverdimetoden i praksis er nesten umulig å benytte korrekt»



Klarlagte alternativer:

Ulempen med netto nåverdimetoden er at det er svært vanskelig å finne størrelsene på forventede kontantstrømmer, det er ofte vanskelig å fastslå relevant levetid, og det er svært vanskelig å fastsette et troverdig avkastningskrav.

**«Jeg har arbeidet med undervisning, bedriftsøkonomisk analyse og utredninger i 30 år.
Sannsynligvis har jeg aldri regnet helt riktig en eneste gang»**

Espen Skaldehaug

Eksempel, «Analyse og avgrensninger»

Tenk på våre helseforetak (sykehus) og anta at du har fått en stor utfordring, du skal ta stilling til om en ny behandlingsform er lønnsom. Skal du vurdere helseforetakets samlede inntekter og kostnader i forbindelse med behandlingen, eller bare se på økonomien til avdelingen som utfører behandlingen?

Eller kanskje du bør inkludere de samfunnsmessige effektene med hensyn til sykepenger/trygd eller verdien av tiden som personen behandles ikke utfører samfunnsmessige verdifulle oppgaver?

Enda vanskeligere blir det dersom man trekker inn tidsperspektivet, er det de økonomiske effektene på kort sikt som skal måles, eller de langsiktige?

Det kan være stor forskjell på effektene av en behandling i ett perspektiv på ett år versus 20 år. Til slutt, hva med pasienten? Burde ikke helseeffekten per anvendt krone vært benyttet som målekriterium, og hvordan måles i så fall dette? Opplevd økning i livskvalitet over pasientenes gjenværende levetid per anvendt krone?

Til slutt, i realiteten vil denne type beslutninger måtte tas under begrensninger, det være seg økonomiske begrensninger eller begrensninger med hensyn til helsepersonell og/eller relevant utrustning. Beslutningen kan med andre ord ikke fattes uten å ta hensyn til konsekvensene for andre behandlingsformer. Som nær sagt alltid, alternativvurderinger er relevant.

Dessverre er det gjerne slik at økonomiske analyser, nærmest av tradisjon, følger den regnskapstekniske inndelingen. En vertikal inndeling hvor avdelinger/enheter gjerne må redegjøre for sin økonomi, og hvor analysen gjerne blir for snever i forhold til forståelse av det store bildet. For en økonom er drømmen å få en dreining i retning av å måle de økonomiske effektene til produktene/tjenesten gjennom heler verdikjeden, på tvers organisasjonsstruktur.

Verdimaksimering:

En urealistisk, men innsiktsskapende modell, er å se på selskapsverdien av en uendelig annuitet (konstant inn- og utbetalingsstrøm, konstant avkastningskrav, begge i evig tid).

$$\text{Selskapsverdi} = (\text{Innbetaling} - \text{utbetaling}) / \text{avkastningskrav}$$

Modellen forteller oss at selskapsverdien utelukkende kan påvirkes på tre måter, eller kombinasjoner av disse. Enten økes innbetalingsstrømmen, eller så minsker utbetalingsstrømmen eller avkastningskravet, i alle tilfeller «alt annet likt». Som et apropos bør nevnes at en reduksjon i avkastningskravet ofte vil handle om å redusere risiko.

Et viktig læringsmoment er å innse at begrepet «synergi» i økonomisk forstand kan kobles opp mot modellen. Når en person snakker om økonomiske synergieffekter, er personen i stand til å forklare koblingen til innbetalingsstrøm, utbetalingsstrøm eller avkastningskrav?

Merk at et selskaps fundamentalverdi er summen av nåverdiene til alle «prosjektene» selskapet består av.

Verdien til et nytt prosjekt er lik endringen i selskapets. Netto nåverdi til et prosjekt er derfor lik *fundamentalverdiendringen* i selskapets egenkapitalverdi og angir derfor eiernes *endring* i deres formue *som følge av prosjektet* i dag. Et prosjekt som bidrar til at eiernes formue øker er lønnsomt, mens et prosjekt som bidrar til at eiernes formue synker er ulønnsomt.

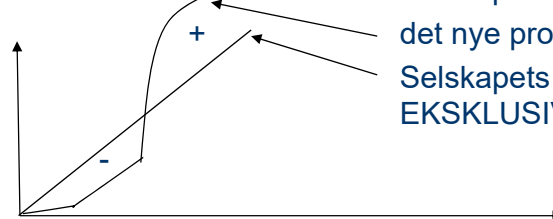
Hvorvidt den kalkulerte netto nåverdien er en reell verdiøkning eller en forventet verdiøkning er situasjonsavhengig. Gitt at det eksisterer et marked som er villig til å betale den kalkulerte verdien, da er verdien å oppfatte som en reell verdiøkning. Gitt at prosjektet må gjennomføres innen verdien er skapt, da bør netto nåverdi betraktes som en forventningsverdi.

Stikkordet er **endring**.

Det relevante i prosjeklønnsomhetsanalysen er hvilke endringer prosjektet skaper i selskapets samlede innbetalinger, utbetalinger samt risiko (risikoendringer skaper endringer i avkastningskravet og påvirker selskaps- og prosjektverdien).

Det er særdeles viktig å innse at «endring» innebærer at man *aldri* skal vurdere prosjektet gjennom en isolert analyse, det er konsekvensene for selskapet totalt som teller. Prosjektlønnsomhetsanalyser handler derfor om porteføljeteori (øker verdien av prosjektporteføljen totalt eller ikke?), ikke om enkeltprosjekter.

Netto kontantstrøm



Selskapets kontantstrøm INKLUSIV
det nye prosjektet

Selskapets kontantstrøm
EKSKLUSIV det nye prosjektet

Dersom «+ arealet» (Netto nåverdi av differansekantantstrømmen hvor selskapets kontantstrøm har økt som følge av prosjektet) > «- arealet» (Netto nåverdi av differansekantantstrømmen hvor selskapets kontantstrøm har blitt redusert som følge av prosjektet), da er prosjektet lønnsomt (fundamentalverdien av egenkapitalen i selskapet øker).

Et dilemma i prosjektanalyse er spørsmålet om hvorvidt kontantstrømindringer i andre selskaper kan være relevante. Man kan jo tenke seg investorer som er eiere i to forskjellige selskaper, selskaper hvis kontantstrømmer påvirker hverandre gjensidig. Man kan med andre ord se for seg at et prosjekt i et selskap skaper en høyere eller lavere kontantstrøm i et annet selskap, og investorene er eiere i begge selskapene. I et slikt tenkt tilfelle ville det vært relevant å se på endringen i eiernes totale kontantstrøm til egenkapitalen, det vil si, samlet sett for de to selskapene, når man gjennomfører en lønnsomhetsberegning av prosjektet.

Når en slik vurdering sjelden blir utført så skyldes dette at man legger til grunn at eierne er involvert i så mange selskaper at eventuelle korrelasjoner mellom endringen i kontantstrømmen i selskapet der prosjektet gjennomføres og andre selskapers kontantstrømmer er lik 0.

Et annet relevant poeng er at man går ut i fra at mange eiere er involvert og at disse har spredd sin formue i ulike selskap. Noen entydig korrelasjon med andre selskapers kontantstrømmer som følge av prosjektet er derfor umulig (selskapsporteføljen er ikke identisk for alle eierne).

Allikevel, merk at i situasjoner hvor vi snakker om få eiere og få selskaper *vil det være korrekt* å si at relevant kontantstrøm til prosjektet er endringen i kontantstrømmen til porteføljen av selskaper som investorene har eierinteresser i.

Med hensyn til avkastningskrav er det relevante spørsmålet hvilken risikoendring prosjektet vil påføre eierne totalt sett.

Læringseffekt av eksempelet:

Presiser hva du har lagt til grunn for din måling/presentasjon/analyse. Ingen analyse kan benyttes til å besvare alle mulige problemstillinger, så vær bevisst på hva formålet med analysen var, og hvordan du avgrenset analysen!

Allikevel, er det nødvendig å regne riktig, eller er det tilstrekkelig at analysen er så vidt god at korrekte beslutninger blir fattet?

Det er ingen tvil om at jo større usikkerhet som knytter seg til en beslutning, jo vanskeligere er det å estimere de økonomiske effektene. Allikevel, det handler om bruk av innovasjon/lean start up/nye forretningsmodeller OG klassisk modellering/simulering.