

Mathias Aune
Michael Jenssen Norum
Aleksander Fuglem

Verdsettelse av Equinor ASA

Valuation of Equinor ASA

Semesteroppgave i finansiell styring

Veileder: Hans Marius Eikseth

April 2020

Mathias Aune
Michael Jenssen Norum
Aleksander Fuglem

Verdsettelse av Equinor ASA

Valuation of Equinor ASA

Semesteroppgave i finansiell styring
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2020

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne avhandlingen er en avsluttende semesteroppgave i finansiell styring på bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved NTNU handelshøyskolen i Trondheim. Oppgaven er skrevet våren 2020. I løpet av studiet har vi opparbeidet oss en mengde kunnskap. Denne kunnskapen er utgangspunktet for oppgaven, som er å verdsette Equinors egenkapital.

Vi ser det som nødvendig å påpeke at oppgaven ikke må ses på som en helt reell verdsettelse av Equinor, da oppgaven i sin helhet er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Videre har vi vært nødt til å ta visse forutsetninger og avgrensninger. Dette gjør at oppgaven er utsatt for en rekke feilkilder, og friheten vi tar oss til å komme med en konklusjon må på det beste vurderes kritisk.

Ved å ferdigstille en slik oppgave har vi fått god innsikt i Norges største selskap og dets videre fremtidsutsikter. Vil oljenæringen fases ut? Hvor lang tid vil det eventuelt ta? Har Equinor gode nok planer for nye driftsområder som kan ta over når/hvis dette skjer? Etter å ha fordypet oss i Equinor er dette spørsmål som vi, i tillegg til å kunne sette en pris på Equinors egenkapital, føler oss mer kapable til å besvare.

Vi vil takke vår veileder Hans Marius Eikseth med god veiledning og bistand underveis.

Sammendrag

I denne semesteroppgaven har vi verdsatt markedsverdien på egenkapitalen til Equinor. Selve verdsettelsen er gjort på to ulike finansielle metoder. Den første tok utgangspunkt i en prognose av kontantstrømmer hvor vi neddiskonterte disse kontantstrømmene til i dag. Satsen vi brukte for neddiskonteringen var et avkastningskrav funnet med kapitalverdimodellen. Den andre analysen er en komparativ analyse ved bruk av diverse multipler.

Vi avsluttet den finansielle analysen ved å se på hvilken effekt inkrementelle endringer av avkastningskrav og vekstfaktor har på den beregnede aksjekursen. Vi gjorde dette først individuelt for hver enkelt faktor, før vi til slutt satte opp en matrise med endringer av avkastningskrav og vekstfaktor på hver sin akse.

Som grunnlag for verdsettelsen har vi foretatt en grundig gjennomgang av Equinor som selskap og bransjen de opererer i. Videre har vi gjort en strategisk analyse hvor vi skilte mellom en intern analyse og en ekstern analyse. Under den interne analysen brukte vi verktøyet SVIMA. Under den eksterne analysen brukte vi både *PESTEL* og *Porters fem konkurransekrefter*. Til slutt oppsummerte vi funnene våre i en SWOT-tabell.

For å sikre oss et enda bedre grunnlag for verdsettelsen og den finansielle analysen, gjennomførte vi en regnskapsanalyse ved å bruke diverse finansielle nøkkeltall. Dette ga først og fremst god innsikt i regnskapstallene, men dette ga også en del viktig informasjon om den finansielle strukturen til Equinor.

Abstract

In this paper we have valuated the market value of the equity of Equinor. The valuation have been conducted through two financial methods. The first method is based on an estimate of future cash flows and the *capital asset pricing model*. The second method is a comparative analysis based on various multiples.

To finish our financial analysis, we looked at how incremental changes in both required return and growth rate affected the projected stock price.

As a basis for our analysis we have undertaken a thorough review of Equinor as a company and the industry they operate in. Furthermore, we have done a strategic analysis in which we differentiated between an internal analysis and an external analysis. In regards to our internal analysis, we have utilized the VRIO-model, and for our external analysis we have used both PESTEL and Porter's five forces. Finally, in order to summarize our strategic findings, we utilized the infamous SWOT-tool.

In order to ensure a better basis for our valuation and financial analysis, we conducted a standard financial statement analysis with calculations of certain key figures. This was primarily to achieve a sufficient insight to Equinors financial health, as well as its financial structure.

Table of Contents

Forord	2
Sammendrag	3
Abstract	4
Tabelliste	8
Figurliste	9
1 Innledning	9
1.1 Motivasjon	9
1.2 Problemstilling	9
1.3 Avgrensning	9
1.4 Oppbygging	10
2 Selskaps- og bransjeanalyse	11
2.1 Om equinor	11
2.1.1 Året 2019	12
2.1.2 Ledelse	13
2.1.3 Visjon, strategi og mål	14
2.1.4 Om aksjen	15
2.2 Om bransjen	16
2.2.1 Energiindustri i Norge	17
2.2.2 Energiindustri internasjonalt	19
3 Strategisk analyse	21
3.1 SVIMA	21
3.1.1 Utvinningstillatelser i Norge	22
3.1.2 Teknologi	23
3.1.3 Relasjonskapital	25
3.1.4 Oppsummerende tabell	26
3.2 Pestel	26
3.2.1 Political (Politikk)	26
3.2.2 Economic (Økonomiske)	28
3.2.3 Sociocultural (Sosiokulturelle)	31
3.2.4 Technological (Teknologiske)	34
3.2.5 Environmental (Miljøvurderinger)	35
3.2.6 Legal (Lovmessige)	36
3.3 Porters fem konkurransekrefter	37
3.3.1 Trusselen for nyetableringer	38
3.3.2 Kundenenes forhandlingsmakt	40
3.3.3 Leverandørene forhandlingsmakt	41
3.3.4 Fare for substitusjoner	42
3.3.5 Trusselen fra konkurrentene	42
3.4 SWOT	43
3.4.1 Styrker	44
3.4.2 Svakheter	44
3.4.3 Muligheter	45
3.4.4 Trusler	45

4 Regnskapsanalyse	46
4.1 Resultatregnskap og balanse	47
4.2 Lønnsomhet	48
4.2.1 Totalkapitalrentabilitet	48
4.2.2 Egenkapitalrentabilitet	50
4.2.3 Resultatmargin	51
4.3 Finansiering	52
4.3.1 Finansieringsgrad 1	53
4.3.2 Arbeidskapital	54
4.4 Soliditet	55
4.4.1 Egenkapitalandel	55
4.5 Likviditet	57
4.5.1 Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2	57
4.6 Oppsummering regnskapsanalyse	59
5 Finansiell analyse	61
5.1 Diskontert kontantstrømmetode	61
5.1.1 Avkastningskrav	62
5.1.2 Kapitalverdimodellen (CAPM)	62
5.1.2.1 Risikofri rente	63
5.1.2.2 Beta	64
5.1.2.3 Markedets risikopremie	65
5.1.2.4 Beregning av kapitalverdien	65
5.1.2.5 Skattesats	66
5.1.3 Avkastningskravet på totalkapital	66
5.1.4 Estimert kontantstrøm	67
5.1.5 Kommentar til kontantstrømmen	69
5.1.5.1 Inntekter og kostnader	69
5.1.5.2 Skatt	69
5.1.5.3 Finanskostnader	70
5.1.5.5 Netto investeringer	70
5.1.5.6 Avskrivninger	70
5.1.5.7 Omløpsmidler	70
5.2 Komparativ analyse / verdsettelse ved multipler	70
5.2.1 Sammenlignbare selskap	71
5.2.3 Price/Book	73
5.2.4 EV/EBITDA	74
5.2.5 Oppsummering av multipler og estimert aksjepris	76
5.3 Sensitivitetsanalyse	77
5.3.1 Avkastningskrav	77
5.3.2 Vekstfaktor	78
6 Kritikk	79
6.1 Strategisk analyse	80
6.2 Regnskapsanalyse	80
6.3 Finansiell analyse	81
7 Konklusjon	82
8 Referanser	83

Tabelliste

Tabell 1 (SVIMA-tabell)	22
Tabell 2 (oppsummering SVIMA-analyse).....	26
Tabell 3 (resultatregnskap, 2015-2019)	47
Tabell 4 (balanse, 2014-2019).....	48
Tabell 5 (totalkapitalrentabilitet, 2015-2019)	49
Tabell 6 (egenkapitalrentabilitet, 2015-2019)	51
Tabell 7 (resultatmargin, 2015-2019).....	52
Tabell 8 (finansieringsgrad 1, 2015-2019).....	53
Tabell 9 (arbeidskapital, 2015-2019).....	54
Tabell 10 (egenkapitalandel, 2015-2019).....	55
Tabell 11 (gjeldsgrad, 2015-2019)	57
Tabell 12 (likviditetsgrader, 2015-2019)	58
Tabell 13 (beta).....	65
Tabell 14 (vektet gjennomsnittlig rentenivå, 2015-2019).....	67
Tabell 15 (estimert kontantstrøm).....	68
Tabell 16 (estimert fri kontantstrøm).....	68
Tabell 17 (estimert aksjekurs).....	69
Tabell 18 (sammenligning av multipler)	76
Tabell 19 (markedsverdi og aksjepris Equinor).....	76
Tabell 20 (sensitivitetsanalyse; avkastningskrav)	77
Tabell 21 (sensitivitetsanalyse; vekstfaktor)	79

Figurliste

Figure 1 (Equinor, årsrapport 2019, s.25)	12
Figure 2 (Norsk Petroleum, 2019)	18
Figure 3 (Myrset, 2019).....	18
Figure 4 (Norsk Petroleum, 2019)	19
Figure 5 (Utvikling av oljeprisen i 2020, Yahoo Finance).....	34
Figure 6 (Porters Five Competitive Forces That Shapes Strategy, Porter 2008)	37
Figure 7 (Windeurope, 2019, s.7).....	39
Figure 8 (totalkapitalrentabilitet, 2015-2019)	50
Figure 9 (egenkapitalrentabilitet, 2015-2019)	51
Figure 10 (resultatmargin, 2015-2019).....	52
Figure 11 (finansieringsgrad 1, 2015-2019)	53
Figure 12 (arbeidskapital, 2015-2019).....	54
Figure 13 (egenkapitalandel, 2015-2019)	56
Figure 14 (gjeldsgrad, 2015-2019)	57
Figure 15 (likviditetsgrader, 2015-2019)	59
Figure 16 (price/earning ratio)	73
Figure 17 (price/book).....	74
Figure 18 (EV/EBITDA)	75

1 Innledning

1.1 Motivasjon

I denne oppgaven har vi valgt å ta for oss Equinor ASA. Dette er et spennende selskap som har hatt en enorm utvikling siden det ble grunnlagt. Selskapet ble opprettet av den norske stat og er i dag i all hovedsak eid av den norske stat. Norges rikdom har blomstret de siste 50 årene og dette er helt klart på grunn av oljereservoarene langs vår kystlinje. Equinor er først og fremst et olje- og gassutvinnings selskap, men satser i større og større grad på fornybar energi. Det blir spennende å anvende vår tillærte kunnskap her ved NTNU Handelshøyskole til å gå dypere i Equinor ASA og til slutt verdsette selskapet.

1.2 Problemstilling

Denne oppgaven vil forsøke å verdsette det børsnoterte selskapet Equinor ASA. Problemstillingen blir dermed slik:

“Hva er Equinor ASA verdt pr. 31.12.2019?”

Dette er en enkel og konkret problemstilling, og vil kunne undersøkes gjennom empiri i selskapets egne regnskapstall og årsrapporter. Dessuten er den spennende, tatt i betraktning formålet med oppgaven, som nettopp er å verdsette Equinor.

1.3 Avgrensning

Vi ønsker å bruke regnskapstallene for de siste 5 årene, altså for 2015-2019. Rapporten for 2019 blir publisert i løpet av mars, og vi vil da kunne ferdigstille våre beregninger. Beregningene vil i all hovedsak bygge på sekundærdata fra selskapets egen hjemmeside. Vi vil her bruke deres egne årsrapporter og annen informasjon for å underbygge vår oppgave på best mulig måte. Vi vil også estimere kontantstrømmen for årene 2020-2024.

I og med at Equinor i dag definerer seg som et energiselskap, må vi, om ikke *avgrense*, men i alle fall påpeke at kraftprodusenter er utelukket. Det er kanskje selvsagt i en analyse av Equinor, men kraftprodusenter er i og for seg energiselskap. Forskjellen ligger i at de fokuserer sin produksjon i og rundt elektrisk energiproduksjon. Dette skiller da Equinor markant fra kraftprodusenter. Med andre ord, energiindustrien, og dermed det vi definerer som “bransjen” i denne oppgaven, utelukker kraftprodusenter.

Gjennomgående i denne oppgaven vil vi referere til “oljeprisen” eller “prisen på olje”. Når vi tar i bruk dette begrepet er det snakk om spotprisen på brent olje som hentes opp av Nordsjøen. Det gjør den først og fremst særlig aktuell for Equinor med store deler av sin drift i Nordsjøen. I tillegg er det også blitt den globale referanseprisen for oljehandel.

1.4 Oppbygging

Vi vil begynne med å presentere Equinor som selskap og dets historie før vi ser på bransjen Equinor opererer i. Deretter vil vi gjennomføre en strategisk analyse, med både interne og eksterne analyser av selskapet og dets omgivelser. Regnskapsanalysen og den finansielle analysen vil bli presentert under henholdsvis del fire og del fem. I førstnevnte del skal vi gå grundig inn i regnskapet til Equinor og beregne viktige nøkkeltall. I sistnevnte del vil vi vise til en utledning av avkastningskravet og estimering av de fremtidige kontantstrømmene, sammensette en fundamental og markedsbasert verdsettelse, og gjennomføre en sensitivitetsanalyse. I del seks vil vi presentere kritikk av oppgaven, før vi i del syv kommer med en konklusjon.

2 Selskaps- og bransjeanalyse

I kapittel 2 presenteres energibransjen og selskapet Equinor. Dette skal gi et overblikk over bransjen Equinor operer i, både nasjonalt og internasjonalt. En forståelse av hvilket farvann Equinor opererer i, vil gi holdbarhet til de avgrensningene vi har gjort og en grundigere forståelse av den videre verdsettelsen. Dessuten vil det generere et grunnlag for, og fungere som en god innledning til, den strategiske analysen i del 3.

2.1 Om equinor

Equinor ble først opprettet i 1972 under navnet *Den norske stats oljeselskap AS* (mer kjent som Statoil). Frem til 2018, med et kort innslag av StatoilHydro¹ i perioden 2007-2009, har selskapet vært kjent som Statoil. Den 16. mai 2018 endret selskapet navn til Equinor, noe som skulle bedre reflektere fremtiden til selskapet og omleggingen til et bredt energiselskap.² Første børsnotering kom i 2001 på børsene i henholdsvis Oslo og New York.

Equinor er altså et børsnotert energiselskap, og er dessuten Norges største selskap. De driver primært med olje- og gassutvinning, men opererer også innenfor sol- og vindkraft og andre fornybare energikilder. Fra Equinors vedtekter gjeldende fra og med 15. mai 2018 kan vi lese følgende: *“Equinors ASAs virksomhet er å drive undersøkelse etter og utvinning, transport, foredling og markedsføring av petroleum, avledede produkter og andre energiformer, samt annen virksomhet ...”* (Equinor, Vedtekter, 2018). Med andre ord kan Equinor sies å være med i hele verdikjeden når det kommer til energiproduksjon. Fra for eksempel leting etter olje, til opphenting, transport, tilrettelegging og markedsføring/salg (se for øvrig figur 1). Det samme gjelder for andre energikilder.

Hver dag produserer Equinor omtrent 2 millioner fat oljeekvivalenter som derfor er den klart største bidragsyteren til hva selskapet driver med. I tillegg kommer en produksjon på 1,8 terrawatt-timer energi fra fornybare kilder. Equinor hevder at deres energiproduksjon er med på å gi grunnlag for at 170 millioner mennesker hver dag har tilgang på energi.

¹ Selskapene Statoil og Hydro fusjonerte i 2007.

² Equinor definerte seg tidligere som et rent olje- og gasselskap. Men fra og med høsten 2017 gikk de over til å definere seg som et energiselskap, som ga opphav til navneskifte i 2018.

Arbeidsstokken rommer i dag omtrent 21,000³ medarbeidere og fordeler seg i mer enn 30 land med hovedkontor i Stavanger (Equinor, 2020).

Nedenfor er verdikjeden til Equinor fremstilt. Ser man bort i fra konsernstruktur (dvs. at vi ser bort fra hvor inntektene kommer fra, det være seg diverse datterselskap eller lignende, før eliminerings til konsernregnskapet) står leting og produksjon for omtrent 32% av inntektene, mens resterende 68% kommer fra markedsføring, midtstrøm og prosessering.

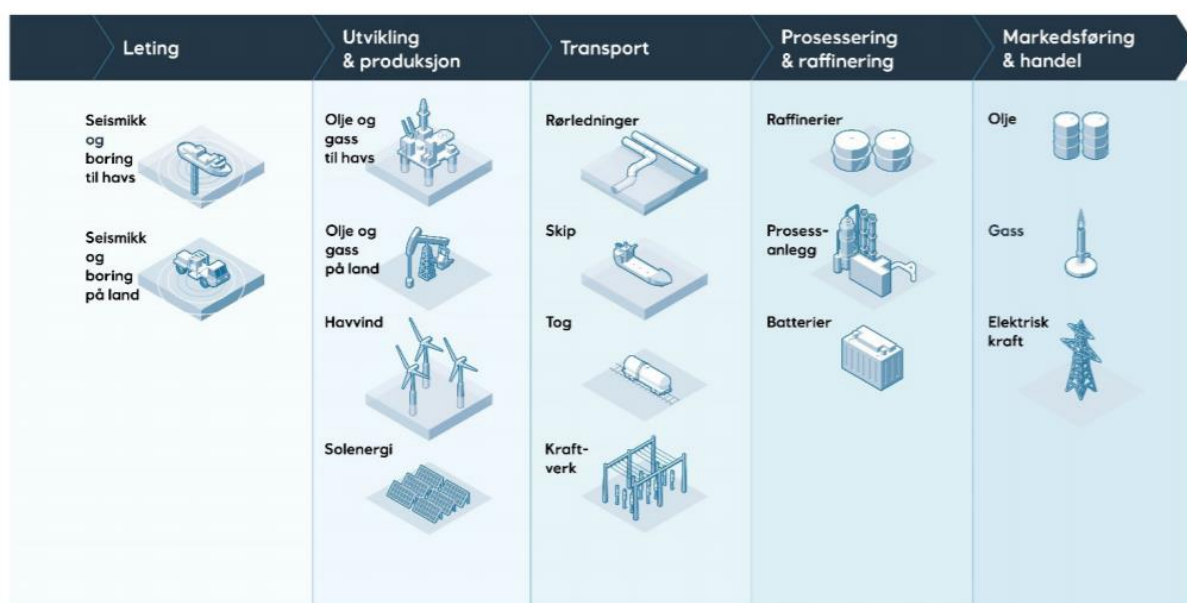


Figure 1 (Equinor, årsrapport 2019, s.25)

2.1.1 Året 2019

I 2019 hadde Equinor en omsetning på 64,357 milliarder USD, noe som ga et årsresultat på 1,851 milliarder USD. Det meste av inntektene kommer fra produksjon i henholdsvis Norge og USA. Førstnevnte står for cirka 72% av inntektene, mens sistnevnte står for omtrent 18%. De resterende 10% fordeler seg på andre områder, særlig Brasil og Danmark. Som følge av driften i 2019 kan Equinor se tilbake på et driftsresultat på 9,3 milliarder USD og en kontantstrøm etter skatt på 13,5 milliarder USD.

³ I følge årsrapporten er det 21 412 ansatte i Equinor ved utgangen av 2019.

I juli ble det klart at Equinor skal stå for utbyggingen av en ny havvindpark utenfor New York. Dette blir den klart største investeringen Equinor noensinne har gjort i vindkraft. Kontrakten er verdt cirka kr 25 millioner.⁴

I oktober ble produksjonen fra Johan Sverdrup-feltet satt i gang (den offisielle åpningen av statsministeren skjedde 7. januar 2020). På dette feltet har Equinor en eierandel på 42.63%. Feltet er gigantisk og et av de tre største feltene funnet på norsk sokkel. Plattformen er dessuten en milepæl når det gjelder å ta i bruk ny teknologi og redusere CO₂-utslipp. I tillegg har Equinor gjort en ekstrem innsats for å redusere kostnader knyttet til den daglige produksjonen på feltet. Det har resultert i en “break-even” -oljepris⁵ på omtrent 15 USD. For å sette dette i perspektiv var en “break-even” -pris på over 100 USD helt normalt i tiden før oljekrisen som rammet oljeindustrien i perioden 2014 til 2016.

2.1.2 Ledelse

Konsernledelsen består av 10 konserndirektører samt en konsernsjef. Direktørene har ansvar for ulike områder av selskapet, for eksempel økonomi og finans, leting og utvikling og produksjon. Eldar Sætre er i dag konsernsjef, og har vært det siden han tok over for Helge Lund i oktober 2015. Sætre var ansatt som konstituert konsernsjef i en periode på 4 måneder før han ble ansatt som konsernsjef på permanent basis i februar 2015. I det han ble innstilt på midlertidig basis, uttalte Sætre at han egentlig ikke ville gå inn i stillingen på permanent basis. I løpet av perioden som midlertidig konsernsjef endret han likevel mening. Sætre har jobbet i Equinor siden 1980 og har derfor lang erfaring i selskapet. Han har dessuten vært en del av konsernledelsen siden 2003. I perioden 2003 til 2010 var han konserndirektør for økonomi og finans, mens i perioden 2011 til 2014 var han konserndirektør for markedsføring, prosessering og fornybar energi.

På Equinors hjemmesider kan vi lese at Equinor mener at grunnlaget for et veldrevet foretak er effektiv eierstyring og selskapsledelse. Bakgrunnen for det begrunnes med at *“det er den beste måten å skape langsiktig, konkurransedyktig avkastning for aksjonærene på og sikre at virksomheten på alle måter er bærekraftig”* (Equinor, u.å.). Det er altså et fokus på å oppnå

⁴ Dette er et estimat på hvor mye Equinor selv tror de kommer til å investere i prosjektet (Haugan, 2019).

⁵ Break-even oljepris er den prisen som gjør at inntektene fra produksjonen akkurat dekker utgiftene.

tilfredsstillende avkastning for eierne, samtidig som driften skal være bærekraftig. Effektiv eierstyring og selskapsledelse skal bidra til tillit blant selskapets aksjonærer. Videre siktes det mot å drive verdibasert ledelse som skal bidra til å gjøre de ansatte bevisste på miljøproblematikken, slik at det opparbeides en respekt for miljøet og dermed en sunn bedriftskultur, tatt i betraktning bransjen Equinor operer i.

2.1.3 Visjon, strategi og mål

Visjon

Equinor former sin visjon slik: *“Forme energifremtiden”* (Equinor, 2020). De tar sikte på å være et forbilde når det kommer til endringen energiindustrien står overfor. Equinor skal fortsette å levere energi, men det skal skje til lave karbonutslipp. De skal tørre å utfordre bransjen og finne løsninger som bidrar til reduksjon av CO₂, samtidig som de skal være konkurransedyktige.

Mål

Med utgangspunkt i sin visjon formulerer Equinor konkrete mål. Formuleringene dreier seg hovedsakelig om overgangen til fornybar energi. To eksempler illustrerer dette. Et mål er at mellom 15 og 20% av Equinors investeringer skal være av fornybar energi og lavkarbonløsninger innen 2030, og et annet er å oppnå årlige reduksjoner i CO₂-utslipp på 3 millioner tonn innen 2030 sammenlignet med 2017.

Strategi

For å nå de nevnte målene lyder Equinors strategi slik *“sikker drift, høy verdiskapning og lave karbonutslipp. Vi er et energiselskap dedikert til høy verdiskapning i en lavkarbonframtid”*. Mer konkret skal de *“bygge opp en olje- og gassportefølje med høy verdiskapning og lave karbonutslipp”* og *“etablere en betydelig industriell posisjon innen nye energiløsninger”*. Oppsummert dreier det seg altså mye om å redusere karbonutslipp og håndtere overgangen til fornybare energikilder, noe som gjenspeiles i den overordnede visjonen.

All formulering av visjon, strategi og mål er pene setninger som ikke lett lar seg dyrke i den operative og daglige driften av Equinor. Derfor formulerer de fire verdier som enklere lar seg

styre etter. Equinor skal fremme *åpenhet* og har fokus på korrekt etisk etterlevelse i forbindelse med blant annet korrupsjon, hvitvasking og menneskerettigheter. Videre engasjeres *samarbeid* hvor medarbeidere og partnere skal dele kunnskap og opparbeide tillit til hverandre. Den tredje verdien er *modig* som skal tilrettelegge for innovativ problemløsning hvor man som medarbeider skal tørre å ta risiko. Den siste verdien er *omtenksom* som nettopp gjenspeiles i det økte fokuset på fornybar energi, og dessuten skal det dyrkes et positivt og inkluderende arbeidsmiljø.

2.1.4 Om aksjen

Equinor er et allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs (OSE) og New York Stock Exchange (NYSE). På Oslo Børs er aksjen det desidert største egenkapitalinstrumentet, med en markedsverdi på kr 585.935.044.000, noe som utgjør 26,99% av Oslo Børs (per 31.12.2019). Det er faktisk over dobbelt så mye som nummer 2 på listen, DNB. Det er også det mest omsatte verdipapiret på Oslo Børs, med en omsetning på kr 132.670.851.000 i 2019. Den totale markedsverdien er et produkt av antall utestående aksjer som beløper seg til 3,33 milliarder⁶ og en aksjekurs som avsluttet 2019 på kr 175,50. I løpet av 2019 var aksjen på sitt høyeste ved kr 202,00 i april, mens den falt til sitt laveste nivå på kr 147,25 i august.

Hovedaksjonæren i Equinor er den norske stat, som har en eierandel på hele 67%. Denne andelen forvaltes av olje- og energidepartementet. I tillegg kommer en indirekte andel gjennom Folketrygdfondets andel på 3,41%. Dermed er den statlige eierandelen i Equinor på omtrent 70,41%. De resterende 30% er mer eller mindre eid av diverse selskaper rundt om i verden som driver kapitalforvaltning. For eksempel eier investeringselskapet Dodge & Cox 1,3%, mens Storebrand kapitalforvaltning har en eierandel på 0,54% (Equinor, årsrapport 2019, s. 270).

Equinor har ikke aksjer som gir spesielle rettigheter, for eksempel i form av stemmerett. De opererer dermed med bare én aksjeklasse, som gir én stemmerett på generalforsamling. Den store statlige eierandelen på over 70%, gir staten en mulighet til å endre Equinors vedtekter,

⁶ Beløpet er basert på et vektet gjennomsnitt gjennom 2019 ifølge årsrapporten til Equinor.

jf. allmennaksjeloven §5-18(1). Pålydende verdi per aksje er kr 2,50. Med cirka 3,33 milliarder utestående aksjer gir dette en aksjekapital på cirka 8,33 milliarder.

Utbyttepolitikken er en sentral del av aksjen til Equinor. De har som mål å øke utbytte til investorer i takt med økte inntekter, målt i amerikanske dollar (USD). Når Equinor bestemmer utbytte tar de hensyn til “forventet kontantstrøm, investeringsplaner, finansieringskrav og finansiell fleksibilitet”. Utbetalingene av utbytte gjennomføres kvartalsvis. Investerer du i Equinors aksje, kan du dermed forvente utbytte 4 ganger hvert år. For de tre første kvartalene i 2019 var pålydende verdi 0,26 USD. Som følge av ulik verdi på NOK mot USD, ble utbetalingene i NOK henholdsvis 2,33; 2,38; 2,42. Utbytte trenger ikke nødvendigvis komme i tradisjonell form som slike vanlige dividendeutbetalinger. De kan også komme i form av tilbakekjøp av aksjer. Equinor har som “tradisjon” å annonsere slike tilbakekjøp i såkalte “tilbakekjøpsprogrammer”. De varer gjerne over flere år, som vi for eksempel ser i dag. Den 4. september 2019 annonserte Sætre og Bacher⁷ et tilbakekjøp av aksjer for inntil 5 milliarder USD frem til utgangen av 2022. Det primære formålet med slike tilbakekjøp av aksjer er som regel å redusere aksjekapitalen i et selskap, og dermed redusere de totale utbyttebetalingene i fremtiden fordi det blir færre aksjer å betale utbytte til. Summen av utbytte og tilbakekjøp av aksjer for 2019 ble 3,8 milliarder USD. Det utgjør 28,15% av kontantstrømmen etter skatt (jf. kapittel 2.1).

2.2 Om bransjen

Som vi nevnte innledningsvis operer Equinor innenfor energibransjen. Dette er mildt sagt ingen liten industri. Den omfatter alle selskaper som benytter seg av en energikilde, fornybar eller ikke fornybar, til å produsere energi. Energien blir så brukt til for eksempel transport og drivstoff, elektrisitet, matlaging og mye, mye mer. Dermed ser vi at energiindustrien er en svært viktig næring, da den ikke bare generer verdi i form av å gi mennesker tilgang på energi, men den bidrar også til å muliggjøre verdiskapning i andre industrier. Det beste eksempelet her er hvordan fossilt brensel, som er en sær viktig del av Equinors virksomhet, tas i bruk som drivstoff og gir muligheter for transport på alle slags måter (bil, fly osv.). Dette

⁷ Lars Christian Bacher er konserndirektør for økonomi og finans.

gjør at ASKO får levert sin varer til Meny som distribuerer disse videre til deg som forbruker, og slik kan vi fortsette.

2.2.1 Energiindustri i Norge

Energiindustrien i Norge er forholdsvis stor. Vi produserer en del energi gjennom vannkraft. Men i og med vi ser bort i fra kraftprodusenter, drøfter vi ikke videre denne delen av industrien. Resterende produksjon dreier seg da i hovedsak av olje og gass med noe innslag fra vindkraft.

Hvis vi kort vender blikket spesifikt mot olje- og gassindustrien i Norge, kan vi nevne bidraget til det norske samfunnet, eller med andre ord: Statens inntekter av denne industrien. Norsk Petroleum skriver "*Statens samlede netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten anslås til 238 milliarder kroner for 2019 og 245 milliarder kroner for 2020. Dette er en vesentlig økning sammenlignet med de siste fem årene, og skyldes hovedsakelig høyere olje- og gasspriser.*" Mye av årsaken til disse enorme inntektene er en særskatt som pålegges inntekter fra oljeutvinning i tillegg til den ordinære skattesatsen på 22% (se videre drøftelse i kapittel 5.1.2.5). Equinor står for om lag 70% av den norske olje- og gassproduksjonen, og bidrar altså signifikant til disse statlige inntektene.

Den totale olje- og gassproduksjonen i Norge utgjør cirka 50% av Norges totale eksport (se figur 2). Som Sysla skriver i februar 2019, truer dette konkurransen i bransjen på norsk sokkel (Skarsaune, 2019). For eksempel, da Statoils og Hydros oljedivisjon slo seg sammen i 2007, ble den spisse konkurransen mellom selskapene borte.

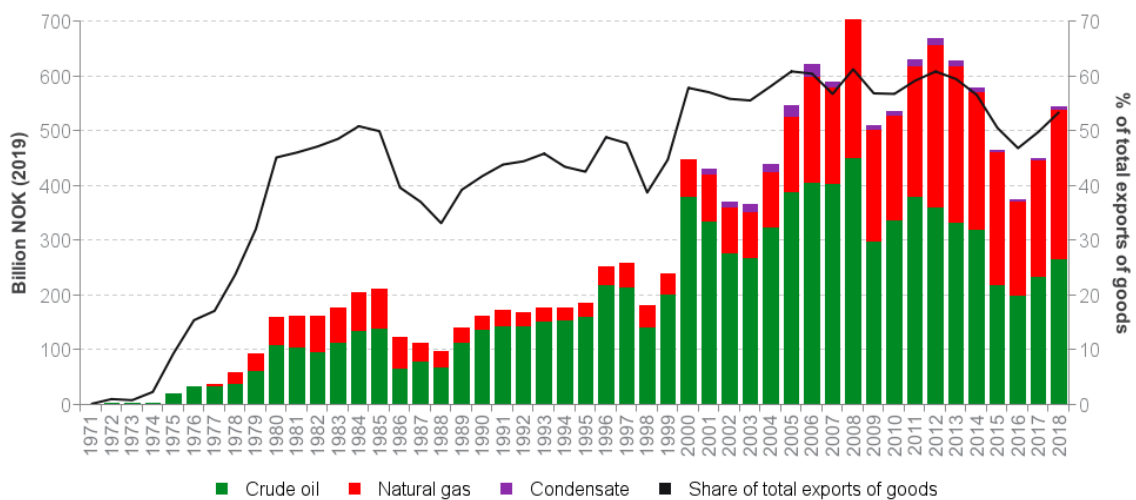


Figure 2 (Norsk Petroleum, 2019)

Ser vi på de største produsentene, og dermed konkurrentene til Equinor, troner Equinor øverst på produksjonen i Norge med tall fra januar 2019 til juni 2019. Da hadde Equinor en produksjon på 1.249.000 oljeekvivalenter. Deretter følger Petoro, Vår Energi, Total Energi og Aker BP som vist i figuren nedenfor.

Oljeselskapene er sammenlignet etter produksjon januar til juli 2019. Tall i tusen fat oljeekvivalenter.



Figure 3 (Myrset, 2019)

2.2.2 Energiindustri internasjonalt

Etterspørselen etter olje og gass er svært høy, og Equinor dekker hele 25% av denne etterspørselen innenfor EU. Ser vi på den totale produksjonen av olje står Norge for 2% av verdens produksjon. Dette tilsvarer i underkant av 2 millioner oljeekvivalenter per dag og plasserer Norge som nummer 15 blant de største oljeprodusentene internasjonalt (se figur 4). Her troner USA klart øverst, etterfulgt av henholdsvis Saudi Arabia og Russland. Disse tre skiller seg klart fra andre oljeproduserende land, hvor vi ser Russland, som nummer tre, produsere over dobbelt så mange oljeekvivalenter per dag som nummer fire (Canada).

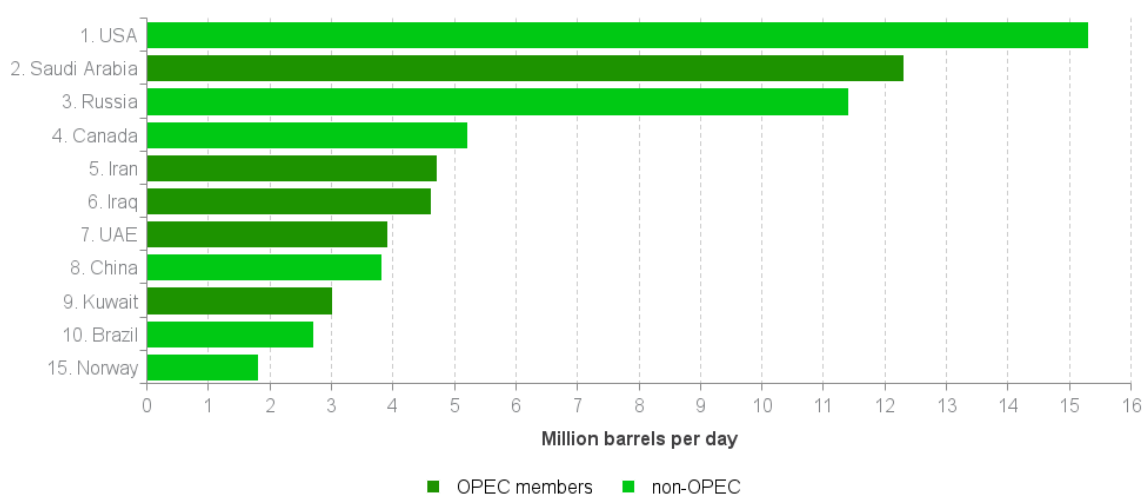


Figure 4 (Norsk Petroleum, 2019)

Ser vi på konkurrenter internasjonalt og tar utgangspunkt i totale eiendeler, ender vi opp med følgende liste over topp 5 største olje- og gassprodusenter internasjonalt: Royal Dutch Shell, PetroChina, Exxon mobil, Gazprom og BP (Workman, 2020). Selv havner Equinor opp som nummer 13 på denne listen. Workman har også laget en liste som rangerer de samme selskapene etter henholdsvis inntekt og profit. Rangeringen tar utgangspunkt i regnskapsåret 2018, og har ført til at et selskap som ble rangert som nummer 8 etter eiendeler (selskapet Sinopec fra Kina), havnet på topp når rangeringen var basert på inntekter. Økningen i inntekter fra 2017 var på hele 210,8%! Hovedårsaken bak denne markante økningen var diverse fusjoner og oppkjøp av virksomheter. Dette er ikke tilfeldig. Energiindustrien, særlig

internasjonalt, bærer preg av stadige oppkjøp og fusjoner. Mye er grunnet det økende fokus på fornybar energiproduksjon. Omstillingen fra å være rendyrkede olje- og gassprodusenter til å drive innenfor nye virksomhetsområder har ført til mye “outsourcing”, og kanskje oppkjøp, til bedrifter som spesialiserer seg på disse nye områdene, for eksempel fornybar energi. Omstillingen har med andre ord kanskje vært vanskeligere enn hva man spådde på forhånd. Et eksempel er da nederlandske Shell i november 2019 gjennomførte et kjøp av Eolfi SA for å ekspandere sin satsing på vindkraft til havs (Eolfi SA er et fransk selskap som opererer innenfor havvind og utvikler flytende vindparker til havs).

En annen faktor for slike oppkjøp og fusjoner er at energiselskaper er utsatt for en svært hard konkurranse. For eksempel kjøpte det norske selskapet Vår Energi, ExxonMobils andeler på norsk sokkel i slutten av september 2019. Vår Energi uttalte, i forbindelse med oppkjøpet, at bransjen de siste årene hadde vært preget av “... *mange sammenslåinger og kjøp og salg av eiendeler ...*” (Hovland, 2019). Dette inkluderer dem selv fordi Vår Energi er et produkt av en rekke sammenslåinger og fusjoner, noe som illustrerer poenget.

3 Strategisk analyse

I dette kapitlet skal vi foreta en strategisk analyse av Equinor. En slik analyse har som formål å avdekke et selskaps strategiske posisjon i markedet. Man skiller mellom interne og eksterne analyser av et selskap i en strategisk analyse. Vi starter med en intern analyse ved å bruke analyseverktøyet *SVIMA*, for deretter å gjøre en ekstern analyse ved å bruke analyseverktøyene *PESTEL* og *Porters fem konkurransekrefter*. Avslutningsvis vil vi oppsummere funnene og konklusjonene våre i en SWOT-analyse.

3.1 SVIMA⁸

SVIMA-analyse er en såkalt “ressursbasert analyse” som består i å analysere et selskaps interne ressurser. Analysen skal avdekke hvorvidt en ressurs har potensial til å være et varig konkurransefortrinn eller om den “bare” er en paritet (se for øvrig tabell 1). SVIMA står for sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar, og representerer fem krav en ressurs må inneha for å oppnå status som et varig konkurransefortrinn.

- *Sjelden* handler om hvorvidt en ressurs er lite utbredt og dermed at få konkurrenter har denne ressursen.
- *Viktig* handler om hvorvidt en ressurs bidrar til verdiskapning i selskapet. Det kan for eksempel være at ressursen bidrar til å redusere kostnader og/eller øke inntekter.
- *Ikke-imiterbar* handler om ressursen kan kopieres eller ikke. Idealet er å ha en ressurs som vanskelig lar seg kopiere hos konkurrenter.
- *Mobiliserbar* handler om en ressurs er lett utnyttbar og kan tas i bruk.
- *Approprierbar* handler om at en ressurs skal være fordelaktig for selskapet.

⁸ SVIMA-modellen er basert på den engelske VRIO-modellen utviklet av Barney i 1991. SVIMA er, med andre ord, en “fornorsket” versjon av denne modellen.

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

Tabell 1 (SVIMA-tabell)

Et formål med en slik analyse er å avdekke hvorfor noen selskaper er mer lønnsomme enn andre i samme bransje, eller alternativt, mindre lønnsomme. Det er klart at Equinor skiller seg fra konkurrenter i form av ressurser og utnyttelse av dem. Dette er noe vi vil påpeke. I tillegg kommer vi ikke utenom det egalitære preget av energibransjen.

En grov klassifisering av ressurser er et skille mellom fysiske- og ikke-fysiske ressurser. Eksempler på førstnevnte kategori er maskiner, naturressurser og finansiell kapital, mens eksempler på sistnevnte er kunnskapskapital og relasjonskapital. Dette er grove inndelinger, som har potensielt mange flere underkategorier og konkrete eksempler. I det følgende vil vi gjøre en SVIMA-analyse med fokus på Equinors utvinningstillatelser i Norge, teknologi og relasjonskapital.

3.1.1 Utvinningstillatelser i Norge⁹

Equinor har en, om ikke unik, men viktig tilgang på oljeressurser i Nordsjøen, Norskehavet og Barentshavet. Dette deler de med mange andre, sammenlignbare selskap slik som Aker BP, Vår Energi osv. Vi kan i denne sammenheng snakke om letelisenser i Nordsjøen som den sittende regjeringen, med olje- og energiministeren og det tilhørende departementet, olje- og energidepartementet, deler ut hvert år. Dette er enkelt og greit tildeling av en enerett på leteareal i Nordsjøen, Norskehavet og Barentshavet til selskaper som driver olje- og gassutvinning.¹⁰ Det er vanskelig å argumentere for at denne tilgangen på letelisenser er

⁹ Det skal nevnes at Equinor operer på de aller fleste, og viktigste, olje- og gassprovinsene i verden, for eksempel Norge, Brasil, Argentina, Angola og USA. Totalt hadde Equinor, i 2018, letelisenser i 21 land og virksomhet i 30 land.

¹⁰ Norsk petroleum skriver på sin hjemmeside: "Utvinningstillatelser, eller lisenser, gir enerett til undersøkelse, leteboring og utvinning av petroleumforekomster innenfor utvinningstillatelsens angitte geografiske område. Rettighetshaverne blir eiere av den petroleum som produseres." (Norsk Petroleum, u.å.).

sjelden, da det for eksempel i januar 2020 ble utdelt 69 lisenser til 28 forskjellige selskaper, hvor det totalt var 33 selskaper som søkte om utvinningstillatelse.¹¹ Når det er sagt, er Equinor blitt tildelt klart flest letelisenser år etter år, og denne tendensen til å bli tildelt flest letelisenser er heller sjelden og dessuten svært viktig. Det øker sannsynligheten for å sette i gang olje- og gassutvinning, og kan dermed bidra til høyere inntekter, relativt til konkurrentene. Videre er den ikke lett imiterbar, da det i grunnen er en statlig tildeling av lisenser, hvor Equinor er 70% statlig eid. Det kan medføre en tilbøyelighet til å dele ut tillatelser til et selskap man selv er klart største aksjonær i, selv om olje- og energidepartementet argumenterer for at størrelsen på selskapene har den største betydningen. Ressursen er mobiliserbar da du er blitt tildelt en enerett på utvinningstillatelse, og det er du som eier som har rett til å starte olje- og gassproduksjon ved potensielle funn. Til slutt er tilgangen på letelisenser fordelaktig for Equinor, i den forstand det gir Equinor tilgang til å drive med sin primære inntektskilde, olje- og gassutvinning, samtidig som det er dem selv som sitter igjen med verdiskapningen.

3.1.2 Teknologi

Selv om Equinor er et energiselskap, er nødvendigheten av teknologisk utvikling helt essensielt i bransjen. Derfor har IT-avdelingen i Equinor vokst kraftig. Dessuten er behovet for nytenkning i forbindelse med det grønne skiftet¹² helt sentralt å få til.

I utbygging av for eksempel oljeplattformer, må Equinor tenke langsiktig, da teknologien er i stadig forandring. Dette bidrar til et behov til å legge til rette for lett implementering av slik ny teknologi på eksisterende plattformer. Som Henriette Dorthea Aarrestad, leder av digitaliseringsteamet i undergrunnsmiljøet til Johan Sverdrup, sier i en artikkel til TU i november 2019:

Vi vet ikke hva fremtiden vil bli, teknologien endrer seg fort og det vil den fortsette med. Skal vi kunne være aktuelle hele veien, må vi være med å utvikle teknologi som vi tror vi får bruk for. Og vi må være villige til å satse og legge til rette for rask

¹¹ Det skal nevnes at for hver søknad til TFO, må selskapene betale et gebyr på kr 123.000. Det kan ha betydning for hvor mange arealer et selskap søker etter, og dermed hvor mange de blir tildelt. Vi nevner det bare kort her.

¹² NHO definerer det grønne skiftet som “*En endringsprosess som handler om å øke verdiskapningen med mindre samlet miljøpåvirkning og utslipp.*” (NHO, u.å.).

implementering av nye løsninger underveis i feltets levetid. Utstrakt bruk av sensorer, samt investeringer i fiber optiske kabler på havbunnen og i brønnene for datainnsamling, er eksempler på dette” (Andersen, 2019).

Senest i 2018 redegjorde Equinor for teknologiløsninger som de ønsker å implementere med det formål å kunne øke utvinningen fra hvert oljefelt (Hovland, 2018):

- Automatiske boresystemer skal bidra til å styre boret unna problematisk fjell.
- Undergrunnsdata fra 3000 systemer samles i en plattform for bedre analyser.
- Plattformkonsepter skal forenkles, og de satser også på at noen kan fjernstyres fra land.
- Vedlikehold skal i større grad gjøres forebyggende i stedet for i visse intervaller.
- Planleggingen forenkles med “digitale tvillinger” med livedata fra installasjoner.

Det automatiske boresystemet er svært interessant og skal hjelpe å forutse, og dermed unngå, store problemer. Et eksempel hvor dette har vært vellykket i praksis, er under en borekampanje hvor man unngikk sidesteg¹³ som igjen sparte millioner av kroner. Dette boresystemet består av mye maskinlæring og kunstig intelligens som utvikles av noen av de fremste forskere i verden.

Er slik langsiktig tenkning og teknologisk utvikling sjelden vare i bransjen? Teknologisk utvikling er noe alle selskaper i denne bransjen står overfor. Det betyr at det å implementere ny teknologi på eksisterende plattformer er en nødvendighet. Likevel er det viktig, i og med at det bidrar til å redusere kostnader (jf. Sætres sitat under). I tillegg kan teknologisk utvikling ses på som en inntektsgivende ressurs. Problemet er at teknologi (slik som de nevnt i listen over) lett kopieres, forutsatt at det ikke foreligger patent(er). På den ene siden har vi den langsiktige planleggingen for implementering av teknologi som gjør teknologisk utvikling mobiliserbar. Det er jo nettopp det som er formålet. Men på den andre siden har teknologisk utvikling alltid en usikker side ved seg, og en vet ikke om ny implementering vil lykkes. Teknologisk utvikling og digitalisering bidrar til økt verdiskaping for Equinor, som i og for seg er formålet med slikt arbeid. Vi siterer konsernsjef Eldar Sætre: “... *En kombinasjon av digitalisering, standardisering og en kultur for kontinuerlig forbedring kan*

¹³ Et sidesteg er nødvendig boring ut til siden for å omgå hindringer.

gi lavere kostnader, og skape grunnlag for økt verdiskaping og aktivitet.” (Equinor, 2017). Men sammenligner man konkurrentenes effekt av teknologisk utvikling er den økte verdiskapingen ikke lenger særlig unik. Størrelsen på konkurrentene (Exxon, Shell, Chevron osv.) gir dem trolig større nytte og verdiskaping av den teknologiske utviklingen enn Equinor (det er vanskelig å gi en kvantitativ vurdering av effekten på teknologi, så her får vi nøye oss med en tilfredsstillende kvalitativ vurdering). Likevel er det klart at Equinor drar nytte av dette når det kommer til å skape verdier for seg selv og andre.

3.1.3 Relasjonskapital

Equinor har i en årrekke vært den mest ettertraktede arbeidsgiver for ingeniørstudenter, og dessuten har Equinor vært rangert høyt også blant IT-studenter. Videre ble Norges fremste universitet blant ingeniører og teknologer, NTNU, i 2017 rangert som nummer 1 i verden blant skoler med det beste relasjonsbåndet til en enkelt bedrift, takket være deres tette samarbeid med SINTEF (Brandslet, 2017). Dette gjør NTNU internasjonal anerkjent og gjør det attraktivt å studere ved NTNU, ikke bare for studenter fra Norge, men også fra utlandet.

Men er Equinor alene om slike gode rekrutteringer? Studerer vi internasjonale rangeringer blant hvilke olje- og gasselskaper som er mest attraktive å jobbe for, hevder ikke Equinor seg helt i toppen. Shell ble for eksempel rangert som den mest attraktive arbeidsplassen innenfor olje- og gassindustrien både i 2018 og 2019 (Taylor, 2019). Selv ble Equinor rangert som nummer 12 i 2018, mens det falt til nummer 18 i 2019. Det er likevel ingen tvil om at rekrutteringen fra NTNU er viktig. Equinor bidrar med finansielle midler til NTNUs forskning og utdanning gjennom akademia-avtaler. Store deler av midlene skal benyttes til fornybar forskning, noe som gjenspeiler Equinors planer om å gradvis gå over til fornybare energikilder.¹⁴ Et norsk teknologiuniversitet som samarbeider med et norsk energiselskap er i og for seg en unik sammensetning, og vanskelig lar seg kopiere. Den er mobiliserbar i den forstand at nye forskere bidrar med innspill og hjelper Equinor på forskningsområdet. Det er vanskelig å måle den direkte effekten av en slik ressurs, men det er ingen tvil om at Equinor oppnår, om ikke høyere avkastning med det første, men helt klart høyere verdiskaping når det kommer til effektivisering i bruk av fornybare energikilder.

¹⁴ Equinor har som mål, innen 2030, at mellom 15 og 20% av deres investeringer skal være av fornybar energi og lavkarbonløsninger (NTB, 2019).

3.1.4 Oppsummerende tabell

Ut i fra vår introduserende tabell med forhåndsdefinerte utfall som var bestemt av hvilke av de fem kriteriene som man kunne krysse av for, kan vi si at utvinningstillatelsene i Norge er et varig fortrinn da Equinor har blitt tildelt flest områder i en årrekke. Fra denne ressursen sitter Equinor igjen med verdifulle områder hvor de kan dyrke sin kjernevirksomhet, olje- og gassproduksjon. Teknologi og relasjonskapital er pariteter. Det betyr at disse to ressursene er utbredt og relativt vanlig å inneha i bransjen. Dessuten kan de anses som rene nødvendigheter i bransjen.

	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Utvinningsstillatelse i Norge	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Teknologi	Nei	Ja	Ja	Muligens	Ja	(Paritet)
Relasjonskapital	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet

Tabell 2 (oppsummering SVIMA-analyse)

3.2 Pestel

En PESTEL-analyse er en analyse av et selskaps makroomgivelser. Ved å foreta en slik analyse, vil vi sitte igjen med mer kunnskap om hvilke vurderinger et bredt energiselskap som Equinor må ta hensyn til på det makroøkonomiske plan. "PESTEL" er et akronym slik at analysen tar for seg seks ulike forhold: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige. Gjennomgående i denne analysen fokuserer vi på reelle hendelser og tar gjerne utgangspunkt i relevante eksempler i dag for å ikke la PESTEL-analysen bestå av bare det generelle og teoretiske.

3.2.1 Political (Politikk)

Energibransjen er en bransje som er svært utsatt for politiske avgjørelser og -hendelser, særlig på grunn av oljeindustrien. For eksempel er USAs president, Donald Trump, en mann som lett kan påvirke oljeprisen ved sine uttalelser i media. I januar 2020 bidro USA, med Trump i spissen, til å øke prisen på olje. Trump skal ha beordret et angrep, med det formål å ta livet av Irans general, Qasem Solaimani. Angrepet gjorde at oljeprisen passerte 70 dollar,

noe den ikke hadde vært siden mai 2019. Dette tilsvarte en økning på cirka 4%.¹⁵ Bare fem dager senere, uttalte Trump til media at USA ikke har behov for olje eller naturgass fra Midtøsten. Da falt oljeprisen tilbake til nivået før angrepet, dvs. en reduksjon på rundt 4% igjen.

Globalt opplever vi et økt fokus på å redusere klimagassutslipp og sikre en bærekraftig utvikling. Det har gitt opphav til fremmarsj av en grønn politikk som vil redusere de totale klimagassutslippene i verden. Dette legger press på politikken i dag, hvor vi opplever at miljøpartier får høyere oppslutning verden rundt.¹⁶ Særlig i Norge ser vi denne tendensen. Et nært eksempel er miljøpartiet de grønne (MDG). I partiprogrammet til partiet kan vi lese, under overskriften “utfasing av oljen”, følgende nøkkelpunkter (MDG, u.å.):

- Stanse åpning av nye olje og gassfelt på norsk sokkel.
- Starte en gradvis og planmessig utfasing av petroleumsvirksomheten over en 15-årsperiode.
- Opprette en oljekommisjon etter modell fra den tyske kullkommissjonen. Kommissjonens mandat bør være å forhandle frem en dato for utfasing og en plan for omskolering av oljearbeidere.
- Satse målrettet på omstilling av kompetanse og teknologi i olje- og gassindustrien og leverandørindustrien.
- Fjerne alle skattefordeler og subsidier til petroleumsvirksomhet og avskaffe TFO-ordningen.
- Gi gode skattevilkår til grønne næringer inspirert av dagens fordeler til olje- og gassindustrien.

Dette er alle mål som vil sette begrensninger for Equinor. De tre første vil begrense og kanskje utelukke investeringsmuligheter som kan være økonomisk lønnsomme. Det femte punktet vil bidra til å gjøre investeringer i petroleum mindre/ikke lønnsomme. Det sjette punktet kan derimot gi incentiver til den fornybare energisatsingen til Equinor og gjøre slike investeringer mer lønnsomme.

¹⁵ Det skal nevnes at en 4% økning i forbindelse med en slik stor hendelse, er historisk veldig lavt. Hadde dette skjedd for 20 år siden, ville prisen sannsynligvis økt mye mer og den ville dessuten trolig forblitt på et høyere nivå over en lengre periode.

¹⁶ I tillegg blir klimapolitikken til de allerede veletablerte partiene viktigere og viktigere.

Selv om Norge ikke står for mye av de totale klimagassutslippene i verden, ser man seg nødt til å gå frem som et eksempel ved å redusere klimagassutslippene. Det viktigste virkemiddelet regjeringen i Norge benytter for å redusere klimagassutslipp i dag, er CO₂-avgiften. I arbeidet mot å nå klimamålene for 2030, vurderer regjeringen å øke denne avgiften. I tillegg kommer andre tiltak, som for eksempel gjenvinning av metan i produksjonen. Slike tiltak fører til merkostnader for Equinor og vil dessuten føre til at andre, sannsynligvis mer lønnsomme prosjekter, må tilsidesettes. Det er ingen tvil om at dette vil føre til økt fokus på fornybar energiproduksjon for Equinor. Her kan vi sitere Equinor: *“Vi følger med på teknologiutviklingen og endringer i lover og regler, og vurderer hvordan disse kan påvirke etterspørselen etter olje og gass, kostnadene for utvikling av nye felt og muligheter for lavkarbonteknologi.”* (Equinor, u.å.).

3.2.2 Economic (Økonomiske)

Under økonomiske forhold er det mye som kan nevnes. Vi vil velge å fokusere på tre tema. Vi starter med etterspørsel etter energi, fortsetter med å diskutere oljeprisen, før vi avslutter med å redegjøre for betraktninger Equinor må gjøre i valutamarkedet.

Etterspørsel etter energi

Det er i utgangspunktet vanskelig å predikere hvordan energietterspørselen vil utvikle seg fremover. Men den globale økonomiske veksten tilsier i dag at etterspørselen vil øke. Denne påstanden kan valideres ved å henvise til FNs 17 bærekraftsmål.¹⁷ Mål nummer 7 er *“ren energi for alle”*, eller med andre ord *“Sikre tilgang til pålitelig, bærekraftig og moderne energi til en overkommelig pris for alle”*. Så lenge målet ikke er nådd og den globale økonomiske veksten fortsetter har vi i prinsippet to argumenter for at etterspørselen kommer til å øke. Det internasjonale energibyrået (IEA) forventer en årlig økning på cirka 1% frem til 2040 (Stevens, 2019). Det er ikke forventet at denne økningen i etterspørsel etter energi vil kunne dekkes av fornybare energikilder, hvilket betyr at vi fortsatt vil ha behov for fossilt brensel som energikilde i fremtiden.

¹⁷ FNs bærekraftsmål er *“verdens felles arbeidsplan for å utrydde fattigdom, bekjempe ulikhet og stoppe klimaendringene innen 2030”* (FN-sambandet, 2020). Dette er et overordnet mål som er opphav for 17 ulike mål med tilhørende delmål.

Oljepris

En kanskje enda mer direkte faktor Equinor må vurdere er oljeprisen. Den er bestemt av tilbud¹⁸ og etterspørsel i markedet for olje. I tillegg kunne vi nevnt prisen på gass som deler mye av de samme karakteristikken når det kommer til fastsettelse av pris, men vi velger å fokusere på oljeprisen. Analysebyrået McKinsey har gjort prognoser på oljeprisen frem til 2022 som vi i første omgang vil benytte oss av. De gjør rede for tre ulike scenario:

- Det mest pessimistiske forventer at den pågående handelskrigen mellom USA og Kina fortsetter, samtidig som OPEC gir opp fokuset på stabile priser og heller fokuserer på å forsvare markedsandeler (dvs. øke produksjon). Oljeprisen vil her ligge rundt 50 USD.
- Et mer positivt scenario forventer at USA vil fortsette å øke produksjonen, mens OPEC vil inngå en avtale om produksjonskutt som vil føre til en mer moderat produksjonsvekst. Oljeprisen vil trolig ligge mellom 60 og 70 USD.
- Det mest positive scenario predikerer forstyrrelser i oljeproduksjonen som følge av stans i oljeinvesteringer etter et volatilt 2018 for oljeprisen. Produksjonen i Venezuela og Iran vil avta og nye amerikanske sanksjoner mot Iran vil trolig innføres. Oljeprisen vil øke opp mot 90 USD.

Den 27.03.2020 er oljeprisen 25,07 USD. Dette er betydelig lavere enn hva hvert scenario predikerer. Likevel må disse prognosene anses som å ha et mer langsiktig fundament. Mckinsey predikerte at USA skulle innføre nye sanksjoner i scenarioet med en oljepris opp mot 90 USD. Vi kan vel si at vi har fått slike sanksjoner og litt til i dag ved å henvise til det allerede nevnte angrepet på den iranske generalen. Noe av årsaken til den lave oljeprisen er coronaviruset (se sosiokulturelle faktorer), som først reduserte etterspørselen etter olje kraftig i verdens andre største konsument av olje, Kina og videre hele verden. Men hovedårsaken er bruddet på avtalen mellom OPEC og Russland. Fredag 6. mars 2020 møttes OPEC+, med Saudi-Arabia i spissen, for å diskutere produksjonskutt. OPEC foreslo et kutt på 1,5 millioner fat per dag. Dette ble ikke Russland med på (det eneste de gikk med på var å forlenge eksisterende kutt). På forhånd var det spekulert i et slikt utfall. Bare det bidro til å senke oljeprisen med 3,6 prosent til 48,17 USD (Parr, 2020). Når det ble klart at Russland ikke var villig til å gå med på kuttene, falt prisen ytterligere ned til omtrent 45 USD. I stede for å kutte

¹⁸ "Tilbudet" i markedet for olje består av produksjonen fra de oljeproduserende landene.

på egenhånd for å unngå ytterligere fall i oljeprisen, bestemte Saudi-Arabia seg for å forsøke å vinne markedsandeler gjennom å øke produksjonen med tilhørende rabatter til viktige markeder. Utvinning av skiferolje i USA har økt betydelig med økende oljepriser på grunn av de relativt høye kostnadene knyttet til utvinning av skiferolje. Dersom prisen på olje faller, vil det ikke lenger være lønnsomt å utvinne skiferolje, noe som vil etterlate Saudi-Arabia med større markedsandeler.¹⁹

Dette skulle bare vise seg å være starten. Da handelen begynte søndag kveld 8 mars, fortsatte fallet i oljeprisen, og mandag 9.mars klokken seks hadde oljeprisen falt 29% til 32,34 USD. I ettertid har prisen fortsatt å falle, men stabiliserte seg til en viss grad mellom 25 og 30 USD, før vi fikk et nytt fall på cirka 9% til cirka 23 USD da handelen på verdens børser åpnet i uke 14. Når det nå ikke er inngått en ny avtale mellom medlemslandene i OPEC+ etter at den nåværende gikk ut 1. april, står alle land som produserer olje fritt til å produsere så mye de vil, uten begrensninger. Situasjonen har klare likhetstrekk fra oljekrisen i 2014 og viser at det ikke alltid lar seg gjøre å iverksette produksjonskutt for å påvirke oljeprisen. Flere parter må være villige til å gjennomføre slike kutt for at det skal ha en effekt.

Det siste vi vil si om denne spesielle situasjonen er at det, ifølge Trump den 02.04.2020, nærmer seg en ny avtale i OPEC+. Trump sier han har vært i kontakt med både OPEC og Russland, hvor han hevder det kan se ut til at det begynner å formes en avtale. Oljeprisen stiger merkbart til 27,59 USD etter uttalelsen. Senere samme dag skriver Trump på twitter at det er kommet frem en avtale om kutt på 10 millioner fat per dag som gjorde at oljeprisen nådde 36 USD, før den falt raskt til 30 USD. Like etter skriver Trump igjen, men nå øker han tallet til 15 millioner fat per dag. Er dette et desperat forsøk på å oppnå en svært ønsket økning i oljeprisen eller ligger det noe mer bak uttalelsene? Det vil vi ikke spekulere i, og lar heller tiden vise.

Ut i fra dette kan vi si det er vanskelig å predikere en eksakt utvikling for oljeprisen, da den er utsatt for uforutsette hendelser som påvirker tilbudet og/eller etterspørselen etter olje. I tillegg har vi sett at noe så smålig som twitter-utspill vil påvirke prisen. Et moderat estimat på

¹⁹ Et eksempel på effektene av lav oljepris på skifervirksomhet er da Equinor så seg nødt til skrive ned verdier til kr 25,36 milliarder av sin skifervirksomhet i USA. Sætre begrunnet dette, i en uttalelse til e24, med forsiktige prisutsikter til oljeprisen (Hovland, 2019).

drøye 70 USD frem mot 2040 kan være realistisk (alternativt kan det ses på som et langsiktig gjennomsnitt mot 2040). Men man skal ikke utelukke et gjennomsnitt som bikker 100 USD, dersom de geopolitiske forholdene skulle tillate det. Hva som skjer etter 2040, når oljeproduksjonen er forventet å fase ut på grunn av fallende etterspørsel, gjenstår å se. Da vil fallende etterspørsel på den ene siden trekke prisen ned, mens på den andre siden vil fallende tilbud føre til høyere pris.

Valutamarkedet

En siste økonomisk faktor er valutamarkedet og nærmere bestemt valutakursen NOK/USD. All handel av olje skjer i amerikanske dollar (USD). Disse må omgjøres til norske kroner (NOK). I prinsippet gjør dette en svak NOK ettertraktet for Equinor. En depresiering av NOK på 1% mot USD, vil øke inntektene med 1% per fat olje solgt. Velger vi en annen innfallsvinkel, vil for eksempel et fall i oljeprisen på 1% kunne utlignes av en depresiering av NOK mot USD med 1%. Tilstedeværelsen av denne faktoren gjør at Equinor ser seg nødt til å forsikre seg mot denne valutarisikoen ved bruk av finansielle instrumenter slik som terminkontrakter og opsjoner.

3.2.3 Sociocultural (Sosiokulturelle)

Vi har allerede kommentert at den forventede etterspørselen etter energi, og dessuten olje, vil fortsette å øke med befolkningsveksten og den økonomiske veksten. Men i en sosiokulturell sammenheng kan vi fokusere på andre, mer spesifikke bruksområder av for eksempel olje. Olje brukes nemlig ikke bare til energiproduksjon. Olje finner vi i alt fra sminke til plast. Det betyr at den generelle hverdagen består av et hyppig forbruk av produkter som er produsert av, eller i alle fall med, olje. Skulle etterspørselen etter slike varer endre seg, vil det få innvirkning på etterspørselen etter olje, da den benyttes tidlig i en slik verdikjede. En slik endring av etterspørsel kan være fremprovosert av en overgang for den enkelte fra hyppig å bruke slike produkter, til å redusere bruken. Det kan også dreie seg om at nye råvarer som er mer effektive blir funnet, og blir dermed et substitutt til olje. Vi kan eksemplifisere med plast som eksempel.

Grovt regnet har man kommet frem til at for hver kilo plast som fremstilles, forbrukes to liter fossilt brensel (Jortveit, 2018). I denne prosessen frigjøres det om lag 2 kilo CO₂. I tillegg frigjøres det cirka 3 kilo når plasten forbrennes. Hvert år produseres cirka 300 millioner tonn

plast, slik at frigjøring av CO₂ hvert år tilsvarer 1,5 milliarder tonn.²⁰ Dette er på høyde med hva bidraget er fra flytrafikken. For å få ned disse enorme utslippene spekuleres det i om man i større omfang kan bytte ut fossilt brensel med fornybare kilder, for eksempel etanol. Kostnadene knyttet til fornybare kilder overgår likevel fossilt brensel betydelig. En høyere miljøavgift på bruk av fossilt brensel, kunne incentivert produsenter til å benytte fornybare kilder. Så lenge plastproduksjonen ikke blir mer miljøvennlig ser vi også tendenser til at mennesker begynner å fokusere på å heller redusere sitt eget forbruk av blast.

Et annet moment er den aldrende befolkningen vi ser rundt om i verden, særlig i Norge og Japan (den såkalte “eldrebølgen”). For det første vil dette medføre store utgifter til velferdsstaten. Statens pensjonsfond utland (“oljefondet” på folkemunne”) blir her en viktig verktøykasse. For å sikre at disse utgiftene vil kunne finansieres er vi avhengige av inntekter i fremtiden, til tross for at verdien av fondet er på svimlende 9.600 milliarder kroner (per 02.04.2020).²¹ Olje- og gassutvinning vil dermed være en særs viktig inntektskilde fremover. Equinor bidrar med utbytte, skatter og diverse avgifter, og blir dermed viktig som finansieringskilde.

Et siste relevant forhold å nevne for Equinor i dag er potensielle virusutbrudd og nærmere bestemt pandemier. Vi går her spesifikt inn på utbruddet av koronaviruset for å eksemplifisere, men diskusjonen vil ha relevans for trusselen av lignende pandemier også på et mer generelt nivå.

Koronaviruset er til nå (17.03.2020) kjent som et virus som kan forårsake luftveisinfeksjon hos mennesker (stadig ny informasjon kommer da viruset er nytt). Den sykdommen som oppstår har fått navnet Covid-19. Viruset *kan* være dødelig, men da gjerne for utsatte individer. Det dreier seg da om eldre personer eller personer med sykdommer slik som kreft, diabetes eller astma. Utbruddet hevdes å ha startet i byen Wuhan i Kina i desember 2019, men ble først oppdaget i begynnelsen av januar 2020 av helsemyndighetene i Kina. I ettertid

²⁰ Her tar vi forbehold om at det ikke kommer tydelig frem i artikkelen hvor mye av den totale produksjonen av plast som benytter seg av fornybare kilder som substitutt til olje. Regnestykket tar utgangspunkt i at olje er eneste kilde i de nevnte 300 millionene tonn produsert. Tall på total produksjon fra andre kilder (for eksempel Statista, 2019) er varierende, men det kan se ut til at det minst produseres 350 millioner (sannsynligvis opp mot 380 millioner) plast hvert år. Kalkulasjonen kan således se ut til å ha gyldighet.

²¹ Vi kan nevne at dette er betydelig ned fra verdsettelsestidspunktet vårt 31.12.2019 og toppen 21.02.2020. Ved utgangen av 2019 var verdien av fondet 10.088 milliarder, mens verdien toppet seg i februar på enorme 10.800 milliarder.

har viruset hatt en markant innflytelse på oljeprisen. De påfølgende 30 dagene etter 15. januar falt oljeprisen med omtrent 13% (se figur 5). Fra den tidlige toppen i januar på nesten 70 USD dollar, er utslaget et fall på over 20%. Bakgrunnen for dette fallet var kinas nedgang i etterspørsel etter olje, da de måtte sette i gang ekstreme tiltak for å hindre smitte. Med andre ord skjedde det et ekstremt etterspørselssjokk fra verdens 2. største konsument av olje. I følge Bloomberg falt kinas oljeetterspørsel med 3 millioner fat per dag. I prosent av kinas totale etterspørsel tilsvarte dette 20% (Bloomberg, 2020). Utslaget på oljeprisen blir likevel smålig når vi så hva som kom i ettertid med OPEC-situasjonen.

I tillegg har det hatt innflytelse på de tidligere nevnte prognosene av etterspørselen etter energi og olje de neste årene. For eksempel nedjusterer IEA sin kortsiktige prognose for den totale etterspørselen etter olje i 2020 med 90 000 fat olje per dag (IEA, 2020). Årsaken til denne fallende etterspørselen kan mye begrunnes i en forholdsvis stor “stans” i verdensøkonomien. Det hele startet, som sagt, med stor stans i den kinesiske økonomien. Den globale økonomien i dag gjorde det vanskelig å unngå spredning av viruset til andre deler av verden. Italia ble spesielt rammet og har per 17.03.2020 den største smitteraten i befolkningen (Worldometers, 2020). Myndigheter rundt omkring i verden har derfor måttet sett seg nødt til å iverksette tiltak. For eksempel har skoler og barnehager midlertidig blitt stengt her hjemme i Norge. Nye tiltak kommer fortløpende og de eldre tiltakene blir stadig oppdatert og forlenget. Folk over hele verden må isolere seg og vareflyten stopper til dels opp. Mindre transportmidler (særlig fly) blir benyttet som følge av både hjemmekontor og mindre økonomiske transaksjoner. Dette betyr lavere etterspørsel etter olje. I tillegg kommer den psykologiske effekten inn i bildet. Frykten for ytterligere nedgang i etterspørselen etter olje og usikkerheten rundt omfanget av coronaviruset påvirker oljeprisen og Equinors aksjekurs negativt. Vi skal ikke dvele mer med coronaviruset, og begrenser oss dermed til å ha kommentert den fallende etterspørselen etter energi og olje og den psykologiske faktoren frykt.



Figure 5 (Utvikling av oljeprisen i 2020, Yahoo Finance)

3.2.4 Technological (Teknologiske)

Som utgangspunkt for denne delen av PESTEL-analysen vil vi benytte oss av en rapport om teknologitrender i energibransjen skrevet av selskapet Deloitte fra 2018 (Deloitte, 2018). De trekker frem 3 essensielle trender.

For det første mener de at automatisering av prosesser, slik som backoffice-funksjonen, er viktige for å opprettholde konkurransedyktighet. Det har en enorm effekt på å redusere arbeidstiden. I slikt automatiseringsprosesser er utvikling av roboter og kunstig intelligens viktige. Dette frigjør arbeidskraft og kan fremme kreativt arbeid.

For det andre er det å kunne håndtere store mengder data ekstremt viktige. Deloitte skriver at det her er et stort forbedringspotensial. Å håndtere store mengder data letter risikoanalyser og kan bidra til å forutse potensielle hinder ved byggeprosesser av for eksempel plattformer. Hyppig bruk av droner er også viktig, og det å ta i bruk de på effektive måter vil være sentralt fremover.

Til slutt ser blokk-kjedeteknologi til å ha relevans innenfor energisektoren. Å samle data i kjeder kan gi store gevinster for selskaper som utnytter dette effektivt. Et eksempel er den

positive effekten av å redusere antall mellomledd i økonomiske transaksjoner. Det ser også ut til å skape bedre tillit selskaper i mellom.

Alle disse forskjellige trendene er i mer eller mindre grad fremtidsrettet og er trender som et bredt energiselskap som Equinor må ta hensyn til i sine kalkyler og strategiske planer.

3.2.5 Environmental (Miljøvurderinger)

Miljøvurderinger er svært viktige for Equinor. Selv om kanskje ikke Equinor direkte blir kritisert for miljøutslipp, er det mye negativ omtale om olje- og gassindustrien som Equinor er en del av.

Drilling etter olje kan for eksempel få fatale konsekvenser for lokalmiljøet dersom olje lekker ut i havet. Det kan ha mange årsaker, der eksplosjoner på oljeplattformer bærer den største risikoen. Statistisk sett ser det likevel ut til å “bare” være en eksplosjon/oljeutblåsning for hver 7043 letebrønn, etter beregninger fra olje- og energidepartementet. En annen fare er dessuten menneskeliv. For eksempel mistet 123 personer livet da plattformen Alexander L. Kielland møtte svært dårlige værforhold i 1980. Videre har vi såkalt “fracking” som er en type utvinning av skiferolje eller -gass. Under slik utvinning driller man ned i jorden og pumper en miks av vann, sand og kjemikalier mot skiferen, noe som frigjør olje og gass. Equinor er et selskap som har investert i amerikanske selskaper som driver med denne type olje- og gassutvinning. To kritikker mot fracking har vært gjennomgående. Det dreier seg i all hovedsak om økt fare for jordskjelv og det faktum at det er påvist olje og diverse kjemikalier i drikkevannet til innbyggere i nærheten av felt der det drives fracking.

Equinors satsing på vindkraft er også et omstridt tema. Til tross for at å fange opp vindens bevegelsesenergi og transformere denne til den enkelte husstand ikke slipper ut CO₂, er det sterk motstand mot slik energiproduksjon. Som naturvernforbundet skriver (Naturvernforbundet, u.å.): “*Utbygging av vindkraft innebærer betydelige arealinngrep og store naturødeleggelse.*” Et tiltak som flere ser ut til å støtte enn vindkraft på land, er å sette den til havs²². Men dette har også sine miljømessige konsekvenser med tanke på økosystemet

²² Dette var konklusjonen på en spørreundersøkelse av respondenter i Norsk medborgerpanel (Gregersen et al., 2019).

til havs. Den mest omtalte effekten er at sammensetningen av arter i området vil forandres. Det kan for eksempel skje som følge av det økte støynivået vindmøller medfører og/eller at vindmøllene tar plass på havbunnen og ødelegger liv der.

Ikke bare ulykker og virkningene andre arter opplever er miljømessige vurderinger Equinor må gjøre. Olje- og gassutvinning bidrar også til global oppvarming gjennom utslipp av CO₂. Årsaken er at fossile brensler inneholder stoffet karbon, som frigjøres og slippes ut som CO₂ når det forbrennes. Dette vanskeliggjør “togradersmålet” i henhold til *parisavtalen* (jf. kapittel 3.2.6), og er derfor noe Equinor må ta hensyn til. I tillegg opplever vi et økende fokus på klimagassutslipp som begrenser etterspørselen etter olje. Dette har medført at oljeprisen, til tross for et kraftig “comeback” etter krisen i perioden 2014-2016, har “stabilisert” seg på et noe lavere nivå enn hva man kunne forvente (dersom vi antar effektene av covid-19 og OPEC+-konflikten til å være kortsiktige). Vi har nevnt at etterspørselen etter olje fortsatt er stor og økende, men man skal ikke utelukke at denne økningen hadde vært en del høyere om det ikke hadde vært for et økende fokus på bærekraft.

3.2.6 Legal (Lovmessige)

Klimakonvensjon ble vedtatt i 1992 av FN og trådte i kraft i 1994. Enkelt forklart er det en internasjonal samarbeidsavtale for medlemsland i FN som skal bidra til å hindre, eller i alle fall redusere, menneskeskapte klimaendringer. Det primære formålet er, som FN selv skriver: “å stabilisere konsentrasjonen av klimagasser i atmosfæren på et nivå som vil hindre farlig, menneskeskapt påvirkning av klimasystemet.” (FN-sambandet, 2019). Konvensjonen gir ingen konkrete retningslinjer for handling og er svært generell. Men poenget med avtalen var heller å danne et grunnlag for å senere inngå mer handlingsrettede avtaler. Parisavtalen som trådte i kraft i 2016 er et godt eksempel. Hovedmålet i denne avtalen er at det ikke skal bli mer enn 2 grader varmere på jordkloden ved utløpet av dette århundre. De som slutter seg til avtalen skal lage en nasjonal plan som viser hvordan de skal nå målene. Det legges altså opp til en selvstendig utarbeidelse av en plan. I Norge har vi vedtatt *klimaloven* som sier at vi skal ha redusert klimagassutslippene i Norge med 40% innen 2030 sammenlignet med 1990-nivå og innen 2050 skal reduksjonen være i størrelsesorden 80-95%²³.

²³ Klimaloven §3 og §4, 2.ledd (2017)

Et annet tiltak er den politiske plattformen som ble utarbeidet på Jeløya i januar 2018 av regjeringen bestående av Høyre, Fremskrittspartiet og Venstre. Denne er ikke ensidig rettet mot klima eller olje og energi, men er likevel viktige bestanddeler av plattformen. Vi kommenterer her olje- og energi i del 14. I plattformen legger regjeringen opp til å utnytte våre energiresurser, og særlig er målet å være en foregangsnaasjon innen fornybar energi. Kort sagt er det et stort fokus på å legge til rette for både implementering og utvikling av fornybar energi, ved å gjøre slike investeringer lønnsomme. I olje- og gassindustrien skal det ikke legges opp til en rask utfasing av industrien, men heller en bærekraftig, realistisk og oppnåelig utfasing. Man skal videreføre en letepolitikk (jf. TFO) som skal bidra til å videreføre finansieringen av det norske velferdssamfunnet. Likevel skal selskaper intensiveres til å vurdere klimarisikoen i nye investeringer i olje- og gassutvinning.

Både klimaloven og Jeløya-plattformen er tiltak som Equinor må ta hensyn til, ikke bare på grunn av de potensielle merkostnadene som følger av tiltakene, men fordi de også legger til rette for mer fokus på den fornybare energiproduksjonen Equinor selv har lagt opp til.

3.3 Porters fem konkurransekrefter



Figure 6 (Porters Five Competitive Forces That Shapes Strategy, Porter 2008)

Porter hevder at de fem elementene som påvirker konkurransen i et marked er: Threat of new entrants, Bargaining power of supplier, Bargaining power of customers, Threat of substitute products or services, og “The industry: Jockeying for position among current competitors/Rivalry among existing competitors (Porter, 1991, s. 12). Gjennom å analysere disse fem faktorene kan en generere et bilde av hvordan Equinor stiller i petroleumsnæring, og til dels hvordan det grønne skiftet kommer til å påvirke dem. I tillegg, vil vi kunne gi et godt bilde av dynamikken i næringen.

3.3.1 Trusselen for nyetableringer

Det å gå inn i oljeindustrien medfører massive investeringskostnader - Både innen kapital og intellektuell kapital. Dette gjelder særs innenfor såkalte “offshore” rigger. For eksempel, er investeringskostnaden på Johan Sverdrup-feltet alene estimert til 124 milliarder kroner, ifølge dem selv (Equinor, 2020). Dette gjør det svært vanskelig for nye aktører å gå inn i markedet da de etablerte aktørene nødvendigvis har enorme ressurser tilgjengelig. I tillegg, som vi var inne på i SVIMA-analysen, er tilgangen på petroleum som regel regulert av myndighetene som eier områdene karbonet skal utvinnes fra. Videre kan det ta flere år fra et funn frem til produksjonen er klar, og det er gitt at letingen faktisk resulterte i et funn. Således fører disse faktorene til en høy etableringsbarriere for potensielle nykommere.

Ifølge OPEC sine egne rapporter (OPEC, 2019) er det forventet at verdens etterspørsel etter olje vil begynne å stagnere og etter hvert reduseres i de kommende årene. I den vestlige verden er allerede den negative trenden tydelig i horisonten. På en annen side, nevnte vi IEA i PESTEL-analysen som rapporter om noe økende etterspørsel etter olje frem mot 2040. Konklusjonene er noe uklar da IEA operer med ulike scenarioer, men fortsetter trenden som i dag, vil vi se en økende oljeetterspørsel. Men fra og med 2040 predikerer IEA en fallende etterspørsel, slik som OPEC. Som vi ser er utsiktene for vekst innen olje- og gassmarkedet uhyggelige og usikre. Dette vil dermed også redusere sannsynligheten for nyetableringer.

Videre gjør Equinor i skrivende stund et forsøk på å penetrere det fornybare markedet. Også her stiller selskapet sterkt med sine stordriftsfordeler²⁴. Det er dog i denne sektoren truslene for Equinor er størst. Det fornybare energimarkedet har en enorm støtte fra både politiske hold og media, noe som presser flere aktører til å prøve å etablere seg innen fornybar energi. Selv om vindmarkedet har vokst enormt de siste årene på grunn av mulighetene til havs (se figur 7), og utsiktene er gode de kommende årene, er konkurransen hard. For eksempel, om England skulle ha blitt totalt uavhengig av olje og gass kreves det omtrent 10% av landets landområde til å produsere 10 KWh/Person/dag gjennom vind alene, dersom vi ignorerer problematikken med lagringskapasitet og distanse (MacKay, 2010, s. 32). Til sammenligning bruker en gjennomsnittlig brite 195 KWh/person/dag (MacKay, 2010, s.103).²⁵

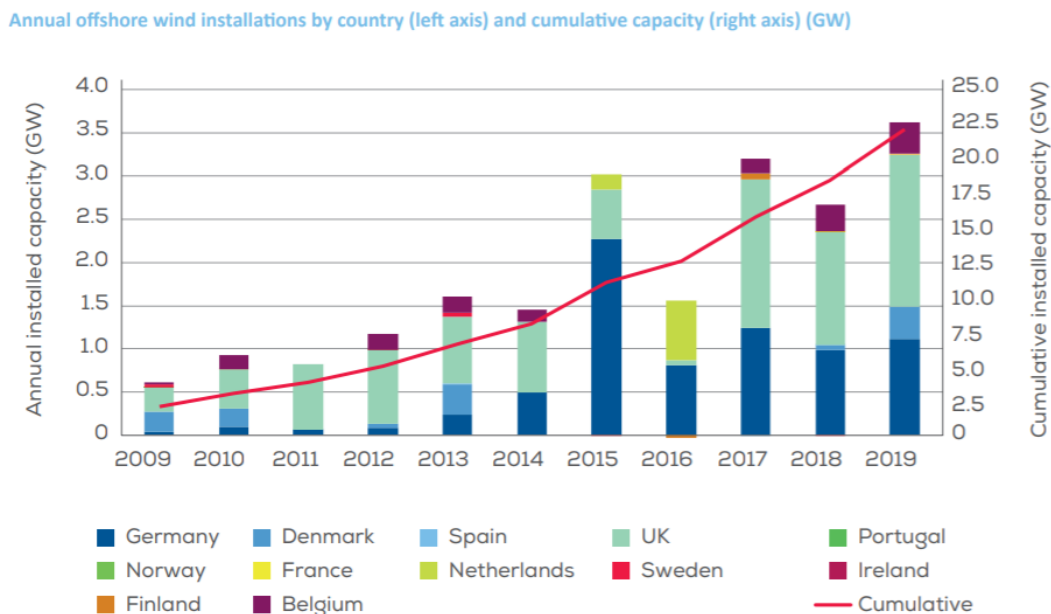


Figure 7 (Windeurope, 2019, s.7)

Det vil med andre ord ta tid før fornybare kilder kan ta helt over for petroleum, og dette bare på markedet for energi. Innenfor de andre sektorene, som for eksempel plast, er det fortsatt en rekke nyvinninger og/eller tiltak fra myndighetene (jf. sosiokulturelle forhold i PESTEL-analysen) som må til før en kan si at det er plausible substitutter der ute.

²⁴ SNL definerer stordriftsfordeler som “en kostnadsstruktur som er slik at de langsiktige gjennomsnittskostnader faller med økende produksjon.”, men vi sikter hovedsakelig til det faktum at Equinor er av en slik størrelse at kapital og kompetanse er lett tilgjengelig - selv innenfor et til dels ukjent marked.

²⁵ Disse estimatene er hentet fra klimaforskningens svar på “Freakonomics”, Sustainable Energy - Without the hot air, og er kun ment som en indikator på de massive konstruksjonene og investeringene som må til for å endre til et fornybart samfunn.

Trusselen for nye aktører anses som svært lav innen petroleum, men svært høy innen fornybar energi.

3.3.2 Kundenenes forhandlingsmakt

Fordi olje og gass er råprodukter, og det er derfor svært vanskelig for aktørene å differensiere seg i markedet. Dette ville normalt ha gitt kundene større forhandlingsmakt da produktene er tilnærmet homogene, noe som resulterer i at pris er eneste forhandlingsmiddel. Equinor har dog gjort et hedersverdig forsøk på å differensiere seg fra konkurrentene med betydelige reduksjoner i CO₂-utslippene fra produksjonen (Equinor, 2020) - selv om dette i miljømessig sammenheng er helt ubetydelig.

I utgangspunktet er prisen bestemt av tilbud og etterspørsel (jf. økonomiske faktorer i PESTEL-analysen). Som vi har nevnt har olje utallige bruksområder og er helt sentral for flere deler av økonomien. Av den grunn har det dannet seg flere flaskehalsar i forbindelse med pris. For det første er kvantumet tilgjengelig på markedet til dels manipulert av OPEC. Siden OPEC styrer omtrent 40% av verdens oljeproduksjon svekker dette forhandlingsmakten til kundene betydelig. Oljeprisen som vi kjenner den i dag er også bestemt av såkalte "futures". En future er rett og slett en bindende kontrakt om å kjøpe et gitt kvantum til en gitt pris på et gitt tidspunkt frem i tid. Disse faktorene fører til høyere volatilitet²⁶ i markedet i tillegg til at hverken kundene eller Equinor har spesielt mye de skulle ha sagt i forhold til oljeprisen.

Ettersom olje og gass hovedsakelig blir brukt til transport, kjemisk produksjon, og energi er det kritisk for kundene å få tilgang til et gitt kvantum for at samfunnet eller bedriften skal fungere. Dette resulterer i en reduksjon i kundenes spillerom til å skape gode avtaler. Det finnes flere eksempler på hvordan usikkerhet om fremtiden har ført til at oljeprisen har skutt i været. I nyere tid var oljetoppen på 138 USD per fat i 2008 et godt eksempel på hvordan usikkerhet fører til enda lavere forhandlingsmakt blant kundene. På den andre siden, kan enkeltaktører som trosser kartellet (OPEC), føre til at oljeprisene synker betraktelig, slik vi ser i dag.

²⁶ Den økte volatiliteten kommer også til dels av åpningen for spekulasjon i markedet som futures naturlig medbringer - både fra aktører som faktisk trenger olje, og rene spekulanter.

Avslutningsvis kan vi nevne at Equinor er spredt over hele verden som gir dem en godt diversifisert kundeportefølje. Dette reduserer kundenes forhandlingsmakt ytterligere.

Kundene har derfor lav forhandlingsmakt.

3.3.3 Leverandørenes forhandlingsmakt

Selv om Equinor står for under 2% av global etterspørsel innen olje og gass (Norsk Petroleum, 2019) er de en goliat innen norsk industri. Leverandørene vil derfor alltid stille svakere enn Equinor når det kommer til størrelse. Spørsmålet blir om leverandørene besitter kunnskap eller tjenester goliaten ikke kan levere selv, eller produsere på en kostnadseffektiv måte. Dersom dette er tilfellet vil de likevel kunne stille sterkt i forhandlinger, og dette er noe som varierer fra leverandør til leverandør. Det er med andre ord enkelte leverandører som har neglisjerbar forhandlingsmakt. På den andre siden, er det også andre leverandører som besitter elementer som er helt kritisk for Equinor sin fremtidige drift, og har dermed en enorm forhandlingsmakt.

Både historisk, og i skrivende stund, ser vi at det er leverandørene til Equinor som merker nedgangstider både tidligere og hardere. Eksempelvis har vi sett at til og med store leverandører som Aker Solutions har slitt med nedgangstider i petroleumsmarkedet, og de har derfor sett seg nødt til å varsle om permitteringer (E24, 2020) lenge før det er snakk om det samme i Equinor. Dette forsterker vårt syn på at leverandørene er mer utsatt enn Equinor.

Problematikken for Equinor ligger nok i at de blir kontinuerlig mer avhengig av leverandører jo mer de utvider bedriften sin. Bare fra 2018 til 2019 økte anskaffelsene til Equinor med 20 milliarder NOK, og i 2019 ble det kjøpt varer og tjenester fra over 9 000 leverandører verden over for over 160 milliarder kroner. Dette er dog naturlig for en bedrift som begynner å differensiere seg inn i flere (nye) markeder.

Vi mener leverandørene har moderat forhandlingsmakt.

3.3.4 Fare for substitusjoner

Her blir spørsmålet om kundene kan anvende andre produkter enn petroleum til blant annet å få produsert strøm, kjemiske produkter og energi til transport. Om vi ser på den sistnevnte vet vi at markedet for elbiler bare øker og øker, noe som vil redusere forbruket av olje i denne sektoren fremover. For kjemiske produkter (for eksempel plast) er det ingen gode/lønnsomme substitutter i markedet per nå (jf. sosiokulturelle forhold i PESTEL-analysen). Videre vil økningen av elektrifisert transport øke behovet for strøm. Dette vil føre til en økning i etterspørselen etter kraft, og siden olje og gass står for 58% av verdens kraftproduksjon gir dette gode utsikter i nærmeste fremtid.

Vi vet også at barrierene for å bytte energikilde er svært høy. Dette er både med tanke på arbeidsplasser, men også med tanke på de enorme investeringskostnadene energibransjen fører med seg. I tillegg til den intellektuelle kapitalen som må til og de geografiske områdene det gitte landet må gi fra seg for å kunne skifte fra olje og gass til alternative energikilder, er dette kanskje de eneste faktoren som fører til at faren for substitusjoner ikke er svært høy.

Over et lengre perspektiv ser vi at fornybare energikilder vokser i et enorm tempo. Spørsmålet blir da om Equinor klarer å henge med i “det grønne skiftet”.

Vi anser faren for substitusjoner til å være moderat.

3.3.5 Trusselen fra konkurrentene

Kanskje den største trusselen Equinor står ovenfor er konkurrentene. En rekke oljeselskaper er statlig eid, på lik linje med Equinor, noe som kan resultere i “uetisk” konkurranse. Med uetisk konkurranse, snakker vi her om subsidier fra staten til enkelte næringer. Eksempelvis, Kina har subsidiert solcellenæringen siden 2010 som førte til undergangen av norske REC silicon og en rekke andre internasjonale aktører. I tillegg er Equinor, som tidligere nevnt, en ny aktør innen det fornybare markedet. Dette betyr at de konkurrerer med mange aktører på mange ulike arenaer.

Videre er Equinor helt klart “lillebror” av oljegigantene, med rundt 20% av salgsinntektene til de aller største oljeselskapene i verden (Forbes, 2020). Dette fører til at de neppe vil kunne

overleve lave oljepriser like lenge som sine konkurrenter i Russland og Saudi - Arabia. Det er altså de geopolitiske faktorene som er de største truslene for Equinor.

Avslutningsvis kan vi nevne produksjonsøkningen fra Russland som, på tross av OPEC sine retningslinjer, førte til en massiv krasj i oljeprisen (noe vi diskuterte nøye under PESTEL-analysen). Kombinasjonen av at næringen er svært veletablert og det faktum at veksten har avtatt de siste årene vil nok sannsynligvis øke konkurransen innad i bransjen.

Vi anser trusselen fra konkurrentene som den desidert største utfordringen for Equinor i årene som kommer.

3.4 SWOT

SWOT-analysen er et verktøy som skal gi en oversikt over de indre og ytre styrkene og svakhetene til et selskap. Vi vil benytte verktøyet til å oppsummere funnene fra de tidligere analysene i dette kapitlet og tilføye noen viktige momenter som ikke har blitt fanget opp av de tidligere analysene. Bestanddelene i analysen er:

- Styrker (Strengths)
- Svakheter (Weaknesses)
- Muligheter (Opportunities)
- Trusler (Threats)

Helt generelt tar de to første punktene for seg styrkene og svakhetene med en bedrifts ressurser, mens de to siste tar for seg muligheter og trusler som man kan identifisere fra de eksterne omgivelsene. Når en SWOT er gjennomført kan den brukes til for eksempel å justere overordnede strategier eller til å utarbeide mer konkrete handlingsstrategier, dersom man finner det nødvendig. Dette kan gjøres gjennom å prøve å fjerne eller forbedre svakhetene man finner og/eller gjøre enda mer nytte av styrkene man finner. Alternativt kan resultatet fra en SWOT være at man opplever dagens strategi som en “perfect fit” som ikke behøver en justering.

3.4.1 Styrker

I SVIMA-analysen så vi at tilgangen på utvinningstillatelser i Norge ble ansett som et varig fortrinn. I flere år har Equinor sikret seg tilgang på letelisenser i Nordsjøen, Norskehavet og Barentshavet. Ingen selskaper har tilgang på så mange leteområder som Equinor etter mange år i førerretet rundt disse utdelingene. Vi har videre sett på en rekrutteringsprosess som sikrer Equinor god tilgang på nyutdannede og godt kvalifiserte ingeniører som kan bidra med nye, kreative løsninger og idéer. Vi kan også nevne sikringen på valutamarkedet, som gjør Equinor mindre utsatt for svingninger i valutakurser. Til slutt kan vi nevne at Equinor er et stort selskap som har drevet og driver lønnsomt. Dette sikrer utdeling av utbytte til investorer. Mye av dette går til den norske stat og Statens pensjonsfond utland som er med på å finansiere det årlige statsbudsjettet.

3.4.2 Svakheter

All handel av olje skjer i amerikanske dollar, slik at Equinor er utsatt for endringer i valutakursen. Dette håndterer Equinor til en viss grad ved valutasikring (noe som vi også plasserte under “styrker”). Men den usikkerheten er vanskelig å fjerne helt. I tillegg skjer utbetaling av utbytte i amerikanske dollar.

En annen svakhet, som også dreier seg om svingninger i markedet²⁷, er utvikling av oljeprisen. Vi har sett, særlig i PESTEL-analysen, at det ikke skal mye uro til før oljeprisen knebles. En lav oljepris er ikke ønskelig for Equinor da det gir betydelig mindre inntekter på grunn av den store andelen av driften som olje- og gassutvinning utgjør. Andre grunner er at det har en negativ effekt på igangsetting av nye prosjekter. Selv om kostnadene er betydelig redusert de siste årene, vil ikke alle plattformer ha en “break-even” -pris så lavt som for eksempel første fase av Johan Sverdrup feltet. Der har nemlig Equinor oppnådd en “break-even” -pris på under 15 USD per fat, noe vi påpekte i del 2.

²⁷ Det er klart at svingninger i valutamarkedet og oljeprisen i og for seg kan vurderes som heller trusler enn svakheter i en SWOT-analyse, men det faktum å være slikt *utsatt* kan argumenteres for at er en *svakhet*.

3.4.3 Muligheter

Vi var innom teknologisk utvikling i PESTEL-analysen. Dersom Equinor er frem på og utnytter de fordelene som teknologien bringer på banen, kan Equinor sikre seg store gevinster. Gjennom å legge til rette for innovativ problemløsning internt i selskapet og dyrke dette inn i kulturen vil dette være en arena Equinor kan utfolde seg på (dette var jo nettopp noe ledelsen hadde fokus på, jf. delkapittel 2.1.3). Den økende etterspørselen etter energi gir også Equinor muligheter til å fortsette sin energiproduksjon, både fornybar og ikke-fornybar. For å kunne nå målene i *parisavtalen* er vi nødt til å gå gjennom en omstilling til fornybar energiproduksjon. Ikke-fornybar energiproduksjon må fases ut over tid, og dermed er mulighetene som ligger i fornybar energiproduksjon enorme.

3.4.4 Trusler

Under PESTEL-analysen kom vi frem til at det økende fokus på klima og bærekraft har ført til enorme utgifter for Equinor. CO₂-avgiften er et eksempel. Dette økende fokuset har også ført til en etterspørsel blant enkelte politiske partier til å fase ut olje- og gassproduksjon. Dette har vi også sett legge en demper for oljeprisen.

Equinor har opprinnelig vært et olje- og gasselskap. Tiltak i form av klimakvoter og -lover og miljøavgifter, med mer, har satt begrensninger for Equinor når det kommer til utvinning av ikke-fornybare energikilder. Det har bidratt til å gjøre lønnsomme prosjekter ulønnsomme. Det økende fokus på bærekraft kommer ikke til å redusere slike tiltak.

Vi så at virusfrykt bidro til en nedstenging av økonomien, noe som hadde innvirkninger på økonomisk aktivitet og dermed oljeprisen. Lavkonjunkturer i økonomien kan også sette en demper for økonomisk aktivitet og bidra til en redusert oljepris.

4 Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse består, i grove trekk, av å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og -stilling. Det vil vi gjøre ved å analysere Equinors lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet. Alle fire delene vil inneholde en inngående gjennomgang av viktige nøkkeltall. Det eksisterer utallige nøkkeltall for hver del, slik at vi må avgrense. Vi kommer til å ta for oss de vi mener representerer en bedrifts økonomiske situasjon på den beste måten samtidig som vi forsøker å få med flest mulig nyanser fra hver del. Et viktig poeng i regnskapsanalysen er å se på utvikling av nøkkeltallene over tid. Dermed skal vi, etter å ha gjennomført regnskapsanalysen, sitte igjen med et bedre helhetsbilde av den økonomiske situasjonen i bedriften og være bedre rustet til å gå løs på den finansielle analysen. Før vi tar fatt på de fire delene av regnskapsanalysen, presenterer vi resultatregnskapet og balansen til Equinor for de siste fem årene.

4.1 Resultatregnskap og balanse

Resultatregnskap

Resultatregnskap	2019	2018	2017	2016	2015
Salgsinntekter	62.911	78.555	60.971	45.688	57.900
Resultat fra datterselskap,m.m.	164	291	188	(119)	(29)
Andre inntekter	1.283	746	27	304	1.770
Sum driftsinntekter	64.359	79.593	61.187	45.873	59.642
Varekostnad	(29.532)	(38.516)	(28.212)	(21.505)	(26.254)
Driftskostnader	(9.660)	(9.528)	(8.763)	(9.025)	(10.512)
salgs- og administrasjonskostnader	(809)	(758)	(738)	(762)	(921)
Avskrivninger	(13.204)	(9.249)	(8.644)	(11.550)	(16.715)
Leiekostnader	(1.854)	(1.405)	(1.059)	(2.952)	(3.872)
Driftsresultat	9.299	20.137	13.771	80	1.366
(Finansinntekter)	746	283	487	436	396
Netto finansposter	(7)	(1.263)	(351)	(258)	(1.311)
Resultat før skatt	9.292	18.874	13.420	(178)	55
Skattekostnad	(7.441)	(11.335)	(8.822)	(2.724)	(5.225)
Årets resultat	1.851	7.538	4.598	(2.902)	(5.169)

Tabell 3 (resultatregnskap, 2015-2019)

(i millioner USD)

Balanse

	2019	2018	2017	2016	2015	(2014)
Eiendeler						
Anleggsmidler	93.285	86.452	83.911	79.133	66.756	63.453
Omløpsmidler	24.778	26.056	25.820	24.859	24.420	22.753
SUM EIENDELER	118.063	112.508	111.100	104.530	91.176	86.206
Egenkapital og gjeld						
Egenkapital	41.159	42.990	39.885	35.099	36.854	39.563
Langsiktig gjeld	57.346	52.914	52.198	52.633	33.286	26.110
Kortsiktig gjeld	19.557	16.605	19.017	16.744	21.036	20.533
SUM EK og gjeld	118.063	112.508	111.100	104.530	91.176	86.206

Tabell 4 (balanse, 2014–2019)

(i millioner USD)

4.2 Lønnsomhet

En bedrifts lønnsomhet handler mye godt om bedriftens inntjening og inntjeningsevne. Med andre ord, bedriftens evne til å skape overskudd. Nedenfor tar vi for oss de tre nøkkeltallene total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og resultatmargin.

4.2.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten (TKR) er et hyppig brukt mål på hva bedriftens avkastningen er på den totale kapitalen som er bundet i bedriften. Årsaken til at dette nøkkeltallet er et av de viktigere nøkkeltallene er fordi en ser på hvor effektivt kapitalen har blitt brukt til å generere avkastning til investorer og kreditorer. I tillegg kommer det faktum at vi ser på avkastningen uavhengig av hvordan bedriften er finansiert.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Som vi kan se fra tabellen under har det vært en solid økning i TKR frem til 2018, men nøkkeltallet opplevde et markant fall i 2019. Dette skyldes den kraftige nedgangen i salgsinntekter i 2019. En årsak til dette er blant annet at de gjennomsnittlige prisene på olje og gass var lavere i 2019. For oljeprisen erfarte vi en nedgang på 9%, mens gassprisene opplevde et fall på cirka 18% i Europa og hele 20% i Nord-Amerika. Vi kan også nevne økte nedskrivninger og lavere salgsvolum. Vi ser en svært lav TKR i 2015 og 2016, og årsakene til dette er nok de sterke negative makroøkonomiske svingningene i samme periode for olje- og gassindustrien, hvor bransjen var preget av overtilbud med et tilhørende lavt nivå på oljeprisen.

Nøyaktig hva som anses som en god TKR er sterkt avhengig av de eksterne forholdene bedriften befinner seg i. En tommelfingerregel som ble presentert av Trond Kristoffersen er om lag 10%, og vi ser at andre selskaper i bransjen ligger på rundt 7%.²⁸ Equinors gjennomsnittlige TKR har de siste fem årene vært 8,54%, og må derfor sies å være god.

År	2019	2018	2017	2016	2015
Totalkapitalrentabilitet	8,71%	18,26%	13,22%	0,53%	1,99%

Tabell 5 (totalkapitalrentabilitet, 2015-2019)

²⁸ Med bransjen mener vi de fem største oljeselskapene (eksklusive Equinor) i verden, da det ikke er hensiktsmessig for oppgavens omfang å sammenligne med flere.

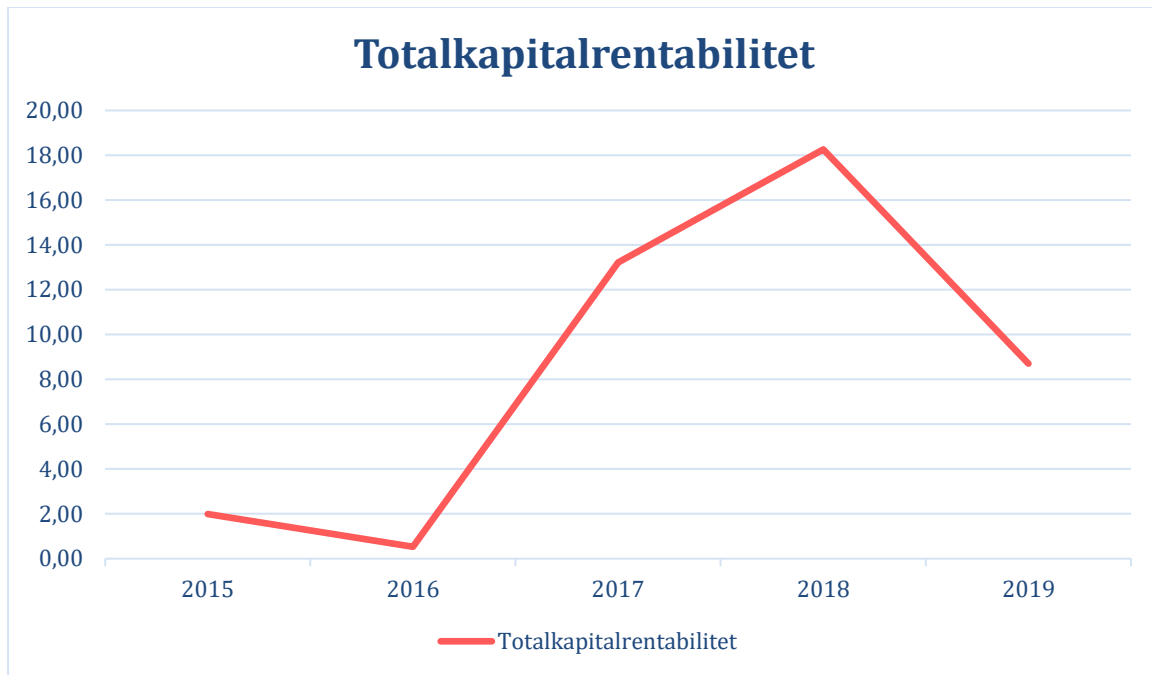


Figure 8 (totalkapitalrentabilitet, 2015-2019)

4.2.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten (EKR) er naturligvis hvilken avkastning eierne har klart å generere på sin egen kapital. Her ser man rett og slett på hvilken avkastning eierne har oppnådd på kapital som de selv har investert. Dermed sitter vi igjen med et mål på inntjeningssevne på lik linje med TKR, men hvor vi tar hensyn til finansieringsstruktur i selskapet.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

I Equinors tilfelle ser vi at det her er snakk om store svingninger de siste fem årene hvor vi ser en spredning på hele 46 prosentpoeng. Dette kan være en trend som er ugunstig for Equinor over lengre sikt, da investorer har en tendens til å foretrekke stabile avkastninger foran flyktige.

Sammenlignet med totalkapitalrentabiliteten, bør naturligvis egenkapitalrentabiliteten, i prinsippet, være noe høyere. Det kommer av den økte risikoen som medfører det å investere “egne” midler, og dessuten det at kreditorer har høyere prioritet når det kommer til dekning.

År	2019	2018	2017	2016	2015
Egenkapitalrentabilitet	22,08%	45,55%	35,79%	-0,49%	0,14%

Tabell 6 (egenkapitalrentabilitet, 2015-2019)



Figure 9 (egenkapitalrentabilitet, 2015-2019)

4.2.3 Resultatmargin

Resultatmargin er rett og slett et mål på hvor mye av omsetningen som går til overskudd. Isolert sett, forteller nøkkeltallet lite om hvorvidt et selskap presterer bra eller ikke. Da er det enda viktigere å se på bransjen som en helhet. For eksempel har eiendomsbransjen høye verdier i balansen, noe som resulterer i en lav resultatmarginen.

$$\text{Resultatmargin} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} \times 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

På lik linje med de øvrige nøkkeltallene for lønnsomhet ser vi at også her har 2015 og 2016 vært svært tøffe år for Equinor. I de påfølgende to årene ser vi en solid forbedring, før vi ser et tilbakefall i 2019. Årsaken til nedgangen i 2019 er banal og kommer tydelig frem i

resultatregnskapet; Driftsinntektene faller uten at kostnadene er redusert tilsvarende. Særlig avskrivninger bidro sterkt her, med en økning på nesten 43%.

År	2019	2018	2017	2016	2015
Resultatmargin	14,44%	23,71%	21,93%	-0,39%	0,09%

Tabell 7 (resultatmargin, 2015-2019)

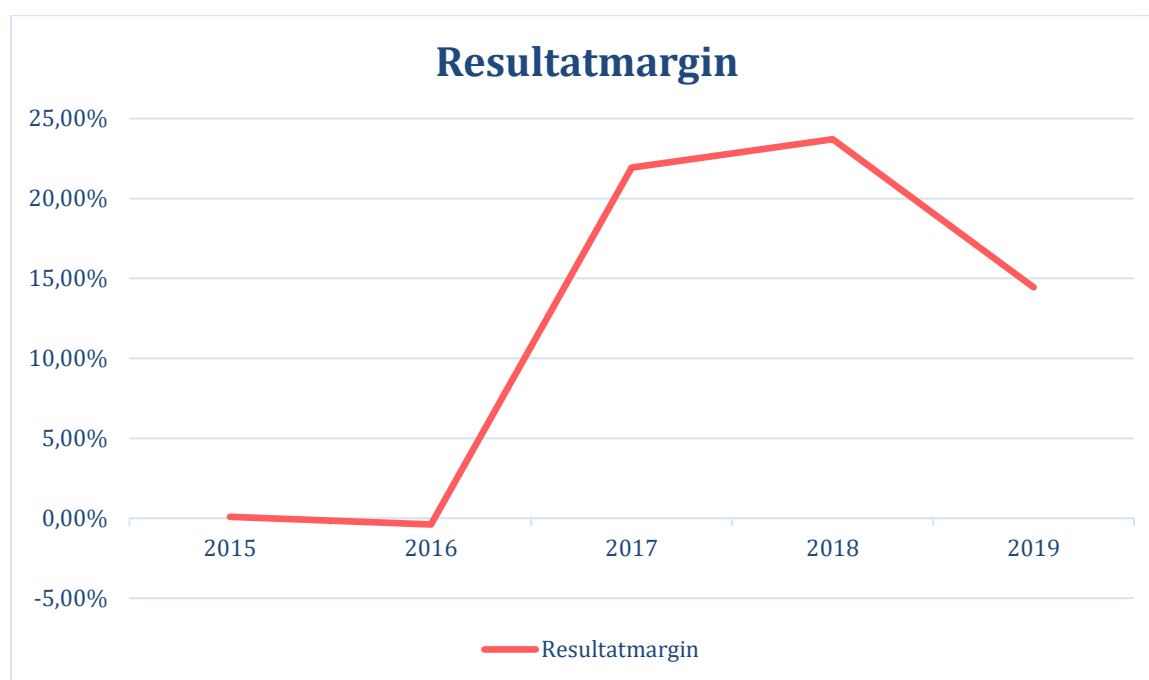


Figure 10 (resultatmargin, 2015-2019)

4.3 Finansiering

Finansiering handler om nettopp hvordan og gjennom hvilke kanaler selskapet finansierer sin drift og sine investeringer. Berikende begreper som brukes om en bedrifts finansiering er hvordan den *anskaffer* og *anvender* kapital. Formålet med å analysere nøkkeltall for finansiering er å generere et bilde av hvordan de ulike eiendelene blir betalt, og ikke minst hvorvidt denne finansieringen er bærekraftig for fremtidig drift.

4.3.1 Finansieringsgrad 1

Et viktig aspekt med en bærekraftig finansieringsstruktur er at anleggsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld.²⁹ Fortrinnsvis bør målet være at porsjoner av de kortsiktige eiendelene bør være finansiert med langsiktig gjeld.

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmideler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Fra tabellen ser vi at Finansieringsgrad 1 (FG1) de 5 siste årene ligger under 1. Dette betyr at Equinor finansierer alle sine anleggsmidler med langsiktig kapital, og noe av den langsiktige kapitalen finansierer også kortsiktige eiendeler. Sammenlignet med British Petroleum (BP) og Royal Dutch Shell (Shell), der begge hadde en FG1 de to siste årene på 0,96, så kan man si at Equinor finansierer sine eiendeler marginalt bedre måte enn resten av bransjen.

År	2019	2018	2017	2016	2015
Finansieringsgrad 1	0,95	0,90	0,91	0,90	0,95

Tabell 8 (finansieringsgrad 1, 2015-2019)

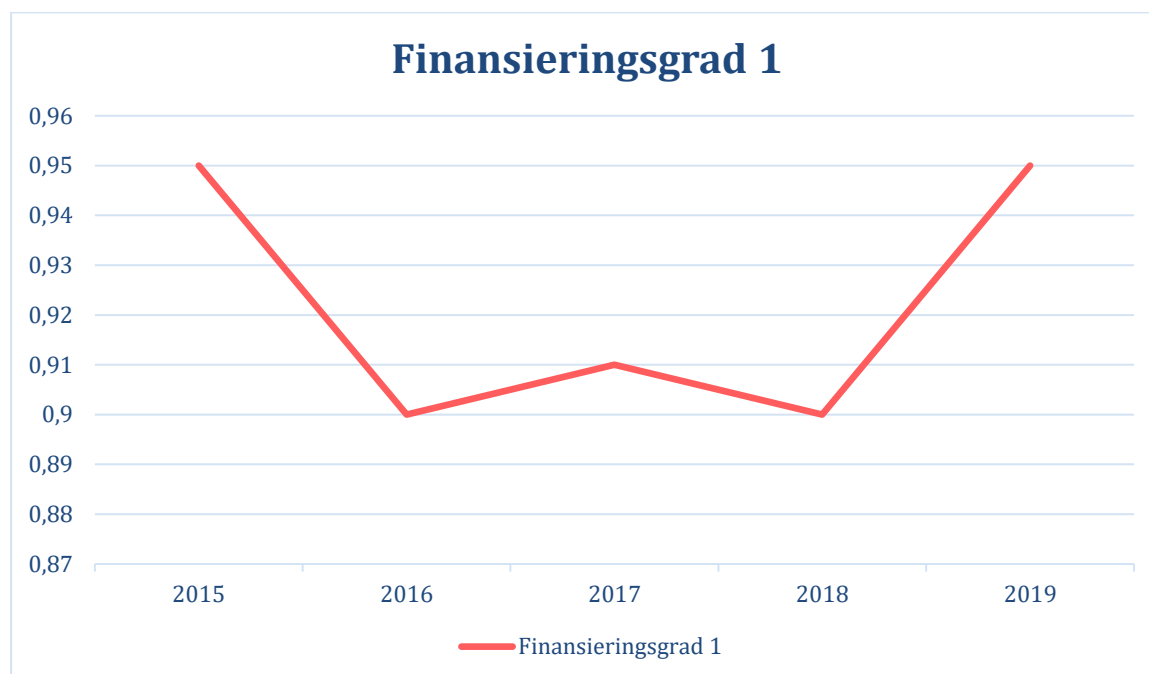


Figure 11 (finansieringsgrad 1, 2015-2019)

²⁹ Alternativet er kortsiktig gjeld, for eksempel kassekreditt, som ofte er en dyr finansieringsform med svært høy effektiv rente.

4.3.2 Arbeidskapital

Som vi nevnte tidligere bør omløpsmidlene fortrinnsvis være finansiert gjennom langsiktig kapital for å øke sannsynligheten for bærekraftig drift. Det vi ser ut i fra både FG1 og arbeidskapitalen er at anleggsmidlene til Equinor de siste årene har vært finansiert gjennom langsiktig gjeld, og at de ikke har hatt noe behov for kortsiktig gjeld for å finansiere anleggsmidlene. En kostnadsstruktur som resulterer i en positiv arbeidskapital, vil føre til lavere rentekostnader (se for øvrig fotnote 30).

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

År	2019	2018	2017	2016	2015
Arbeidskapital	5221	9451	6803	8115	3384

Tabell 9 (arbeidskapital, 2015-2019)

(i millioner USD)

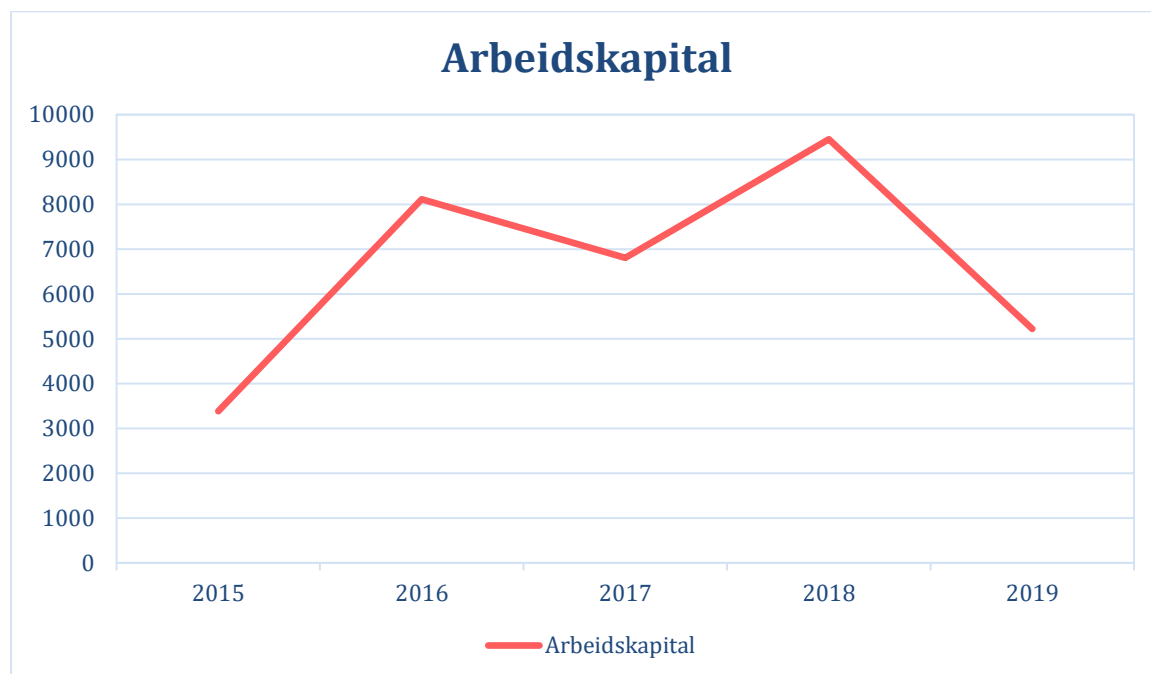


Figure 12 (arbeidskapital, 2015-2019)

4.4 Soliditet

Soliditet kan beskrives som bedriftens støttemper og er tett knyttet til finansieringen. Hvor godt rustet er bedriften til å tåle uforutsette tap?

4.4.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er rett og slett et mål på hvor mye av totalkapitalen som er finansiert med egne midler. Dette forteller oss noe om hvor avhengig Equinor er av andre aktører for å fortsette sin drift. Med andre ord, hvor lenge kan Equinor gå med underskudd, før dette tapet blir påført kreditorene. Allmennaksjeloven stiller et krav til handleplikt dersom egenkapitalen faller til nivåer som *ikke* er forsvarlig ut fra risikoen og omfanget av virksomheten.³⁰

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} \times 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

Av tabellen ser vi en tilsynelatende stabil egenkapitalandel på mellom 33,58% og 40,42% de siste fem årene. Mange selskap får kritikk for å ha for lav egenkapitalandel, men her må en kunne si at Equinor går foran som et godt eksempel, med å både ha en relativt høy og stabil egenkapitalandel. Til sammenligning hadde BP 34,12 % i 2019.

År	2019	2018	2017	2016	2015
Egenkapitalandel	34,86%	38,21%	35,90%	33,58%	40,42%

Tabell 10 (egenkapitalandel, 2015-2019)

³⁰ Allmennaksjeloven §3-4

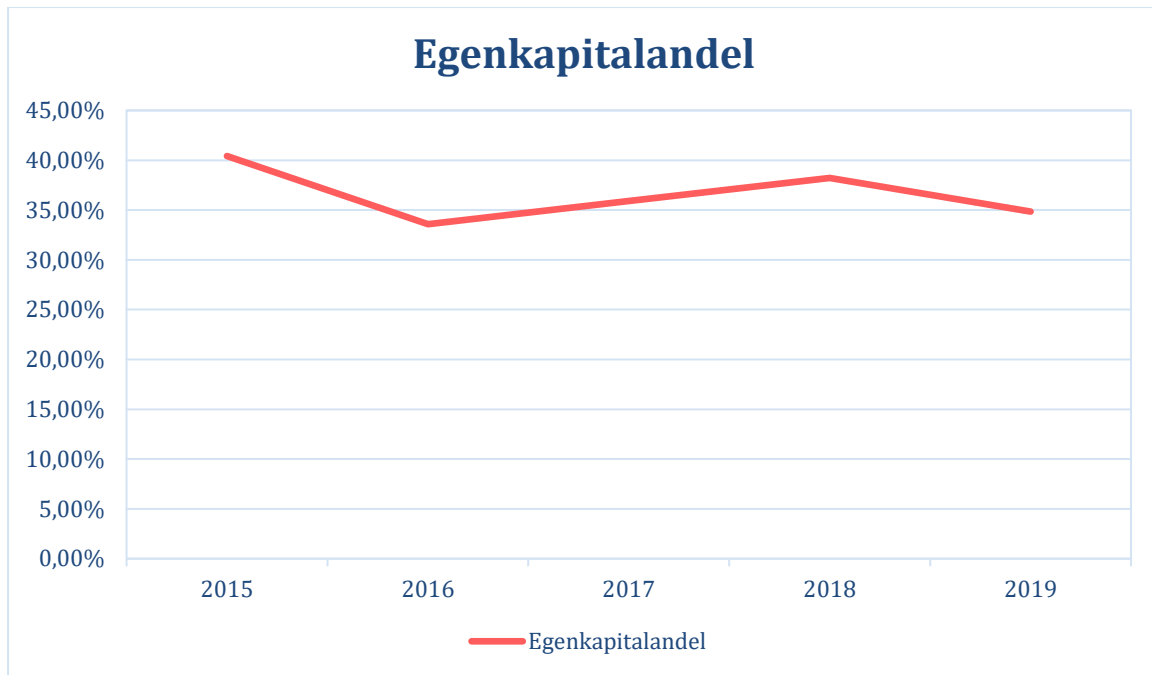


Figure 13 (egenkapitalandel, 2015-2019)

4.4.2 Gjeldsgrad

For å få et innblikk i hvordan kapitalen er innhentet, er gjeldsgraden et godt mål. Vi ser her på forholdet mellom gjeld og egenkapital. Desto høyere gjeldsgraden er, jo høyere er risikoen ved potensielle tap. Kapitalen er da innhentet gjennom aktører fra utsiden som har høyere prioritet.

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

Vi ser ut fra både egenkapitalandel og gjeldsgraden at disse har vært relativt stabile de siste årene og er innenfor det en må kunne kalle sunne marginer. Energibransjen er en kapitalintensiv bransje med høye verdier i eiendelene. Det er ofte lønnsomt å lånefinansiere investeringer i for eksempel oljeplattformer med høy verdi. En høy gjeldsgrad er av den grunn forventet i en slik bransje.

Tradisjonelt har en gjeldsgrad på slike nivåer vært utsatt for argumentasjoner om at selskapet ikke er spesielt godt rustet mot tap, men Equinor viser til lønnsomhet og sterk evne til å betjene den "høye" gjeldsgraden. Det kan, til kontrast, anses som et godt tegn og en evne til å håndtere underskudd hvis det skulle inntreffe.

År	2019	2018	2017	2016	2015
Gjeldsgrad	1,87	1,62	1,79	1,98	1,47

Tabell 11 (gjeldsgrad, 2015-2019)

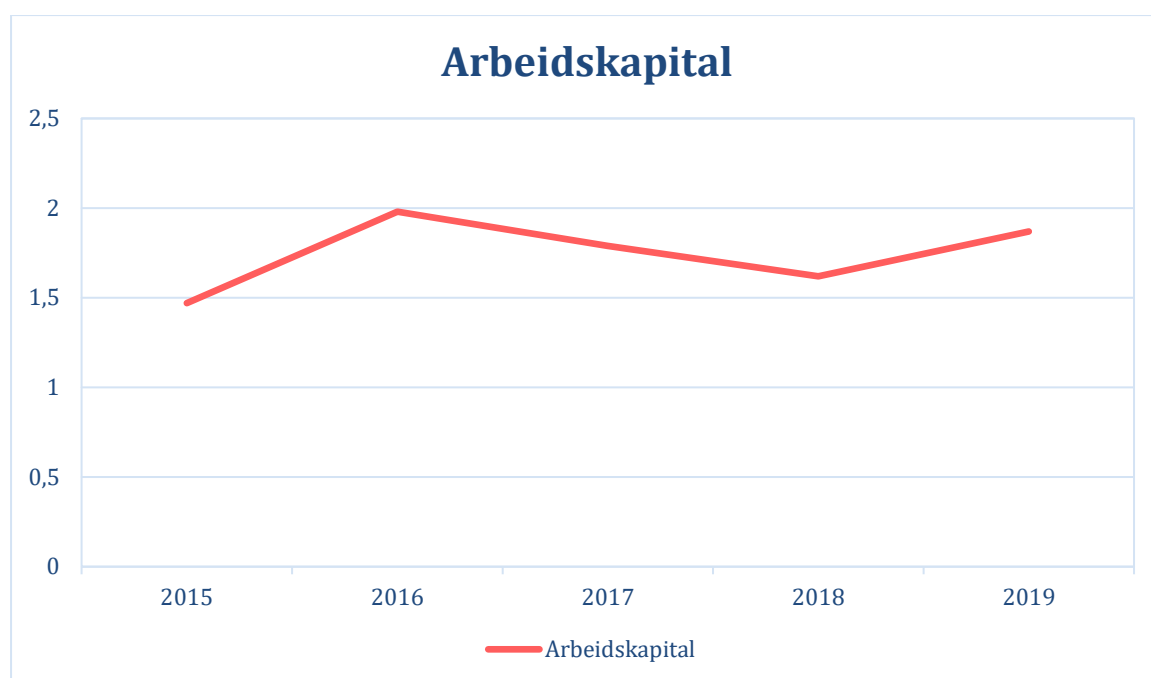


Figure 14 (gjeldsgrad, 2015-2019)

4.5 Likviditet

Likviditet blir ofte omtalt som betalingsevne. Det handler om hvor kjapt ulike eiendeler kan bli omsatt til penger for å betale løpende og/eller uforutsette utgifter.

4.5.1 Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2

For å se på hvor likvide Equinor er har vi valgt å se på likviditetsgrad 1 (LG1) og likviditetsgrad 2 (LG2). Her ser vi på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Som den observante leser kanskje har oppdaget, er derfor LG1 og LG2 omvendt-proporsjonal med FG1. Disse nøkkeltallene bør derfor ligge over 1. I likhet med FG1 ser vi her en negativ trend gjennom de siste årene.

I likviditetsgrad 2 ser vi kun på de mest likvide omløpsmidlene. Her er varelager, garantiforpliktelser, forskuddsbetalinger til leverandører og langsiktige fordringer trukket ut. Grunnen til at disse omløpsmidlene er trukket fra er fordi det antas å ta lengre tid å omsette disse til likvide midler, sammenlignet med de andre omløpsmidlene. For eksempel er det ikke bare å bestemme seg over natten for å selge ut et varelager for å generere likviditet, om behovet skulle oppstå.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Disse nøkkeltallene bør som en tommelfingerregel være over 1, og likviditetsgrad 1 bør helst være over 1,5. Likevel må en vurdering av god likviditet tas i samsvar med risikoen og omfanget av virksomheten, noe lovgivning også konstaterer i allmennaksjeloven §3-4. I tillegg er ikke en maksimering av likviditetsgradene et mål heller, da det vil *kunne* gjenspeile store verdier i utestående kundefordringer.

I likhet med FG1 ser vi svingninger de siste 5 årene, men det er relativt (jf. tommelfingerregel) tilfredsstillende tall, selv om vi gjerne skulle sett LG2 og spesielt LG1 noe høyere i 2019.

År	2019	2018	2017	2016	2015
Likviditetsgrad 1	1,27	1,57	1,36	1,48	1,16
Likviditetsgrad 2	1,10	1,44	1,18	1,29	1,09

Tabell 12 (likviditetsgrader, 2015-2019)

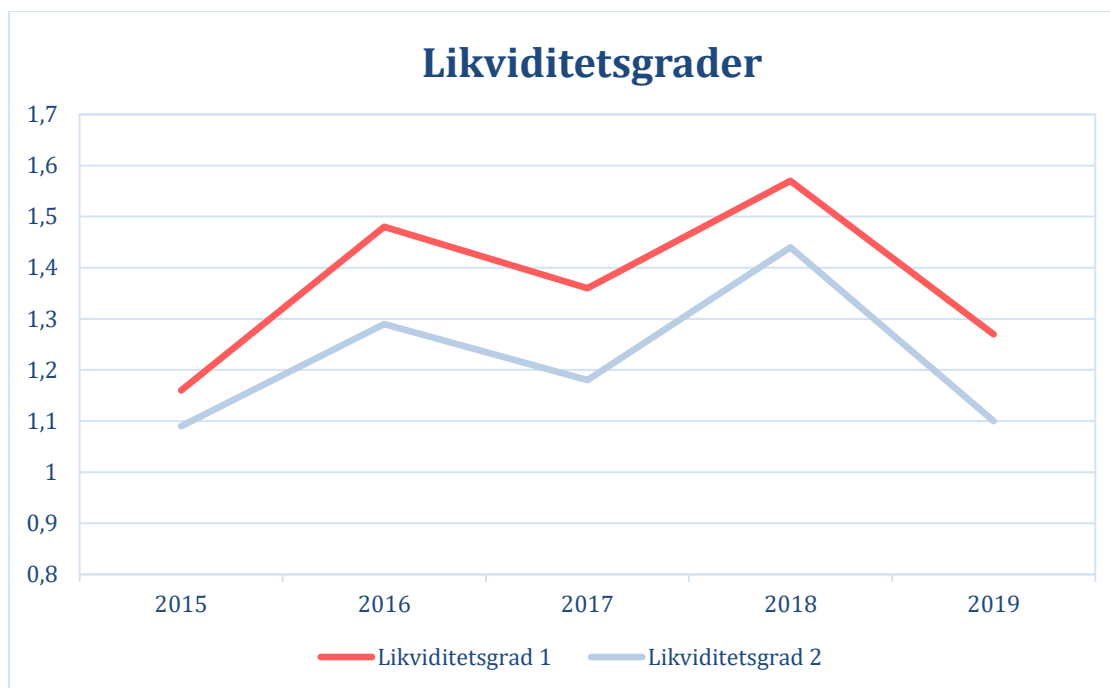


Figure 15 (likviditetsgrader, 2015-2019)

4.6 Oppsummering regnskapsanalyse

Fra resultatregnskapet har Equinor hatt noen meget gode år, med en liten tilbakegang foregående år. Fra samtlige nøkkeltall taler det for en meget positiv vekst fra 2016 frem til og med 2018 hvor Equinor leverte sine klart beste regnskapstall. Det betyr at selskapet hentet seg godt inn igjen etter oljedturen som var uunngåelig i perioden 2014-2016. Nedgangen i 2019 må kunne antas å være midlertidig og at det vil være håp om fremtidig oppgang.

Lønnsomhetsanalysen belyser hvor utsatt Equinor er for makroøkonomiske svingninger utenfor selskapets kontroll. Vi nevnte oljedturen, men også et marginalt prisfall førte til et svekket resultat i 2019, noe som påvirket nøkkeltallene for lønnsomhet. Likevel kan Equinor vise til god lønnsomhet og avkastning på kapitalen både i 2017 og 2018.

Finansieringen må kunne sies å være tilfredsstillende gjennom de 5 siste årene, da anleggsmidlene fullt ut blir finansiert av langsiktig kapital

Ut fra nøkkeltallene på soliditet, er det rimelig å anta at Equinor kan tåle uforutsette tap i en lengre periode. De har holdt egenkapitalen over en tredjedel av totalkapitalen i mange år, og klarer de å holde egenkapitalprosenten i området her vil de være godt rustet for større tap. Selv med en betydelig lavere egenkapitalandel ville konklusjonen vært den samme, da Equinor har staten Norge i ryggen.

Med en likviditetsgrad 2 over 1 i samtlige år, slik at den kortsiktige gjelden kan håndteres av likvide midler, er både likviditetsgrad 1 og 2 jevnt over tilfredsstillende. Equinor må kunne sies å stå med en lav konkurserisiko.

Basert på tallene presentert i regnskapsanalysen kan man konkludere med at Equinor er et lønnsomt selskap med god likviditet, en god finansieringsstruktur og står godt rustet til potensielle perioder med underskudd.

5 Finansiell analyse

Kjernen i hele denne oppgaven er å verdsette Equinor og komme med et anslag på en aksjepris. Det er nettopp det vi vil gjøre i denne delen, ved å estimere en markedsverdi for egenkapitalen til Equinor. Det finnes mange metoder å gjennomføre en finansiell analyse på. Vi kommer til å først bruke en diskontert kontantstrømmetode, for deretter å gjøre en markedsbasert verdsettelse ved å ta i bruk en tripplett av multipler. Metodene vil bli gjennomgått mer grundig nedenfor.

Som teoretisk grunnlag for metodene i den finansielle analysen vil vi ta utgangspunkt i *Principles of corporate finance* (2017) av Brealey et al., med diverse innslag fra *finansielle emner* (2018) Boye et al.

5.1 Diskontert kontantstrømmetode

Når vi benytter diskontert kontantstrøm-metode til å verdsette Equinor innebærer det å estimere de fremtidige frie kontantstrømmene. Det vil si det som er igjen av kontantstrømmene til å betale eiere og kreditorer etter investeringer og operative utgifter. Disse neddiskonteres med en diskonteringsfaktor, slik at vi finner verdien i dag. Helt konkret betyr dette å finne nåverdien av Equinors fremtidige frie kontantstrømmer basert på våre egne estimater, forutsetninger, og beregninger. Den valgte diskonteringsfaktor er viktig for verdsettelsen, som vi vil se, fordi små justeringer her vil gi store utslag på den beregnede prisen. Faktoren vil her representere et avkastningskrav, og for å komme frem til et godt anslag på et avkastningskrav kommer vi til å ta i bruk en modell kalt WACC (Weighted Average Cost of Capital). I modellen inngår det en rekke elementer som vi stegvis vil gjøre rede for. I tillegg til å estimere kontantstrømmer, er vi nødt til å komme frem til et godt og realistisk estimat på fremtidig vekst fordi det ikke vil være praktisk å estimere kontantstrømmer langt frem i tid.

Grunnlaget for de beregninger og valgte verdier i denne delen tar primært utgangspunkt i regnskapstallene til Equinor gjennom de siste publiserte årsrapporter. I andre tilfeller, der hvor regnskapstall fra Equinors årsrapporter ikke er tilstrekkelige, er vi nødt til å basere oss

på egne vurderinger og estimater. I et forsøk på å validere våre egne vurderinger og antakelser har vi tatt i bruk, og sammenlignet med, offentlig tilgjengelige markedsanalyser av både Equinor, energibransjen og økonomien som en helhet.

5.1.1 Avkastningskrav

Et avkastningskrav er en verdi som skal representere eieres og de andre kreditorenes “minstekrav” til avkastning. Det skal reflektere hvilken avkastning de alternativt kunne oppnådd ved å plassere sin kapital andre steder med tilnærmet lik risiko.

Vi vil først finne avkastningskravet til aksjonærene³¹ ved å bruke kapitalverdimodellen. Modellen inneholder en rekke elementer som vil bli gjennomgått. Underveis vil vi kommentere de verdier vi har kommet frem til ved våre forutsetninger. Deretter beregner vi avkastningskravet til totalkapitalen ved å ta et vektet gjennomsnitt mellom avkastningskravet til eierne og lånekostnaden til Equinor. Det er det sistnevnte avkastningskrav som vi skal bruke når vi skal verdsette Equinor videre i dette kapitlet.

5.1.2 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen er en modell som benyttes for å beregne avkastningskravet til aksjonærene. Det vi kommer frem til er med andre ord eiernes avkastningskrav. Modellen bygger på en forutsetning om at aksjeinvestorer er risikoaverse slik at de diversifiserer sine investeringer. Ved å diversifisere kan de bli kvitt usystematisk risiko, som er risiko knyttet til det spesifikke selskapet. Av den grunn blir aksjeinvestorer kun kompensert for systematisk risiko, som er risiko tilknyttet markedet som helhet (for eksempel svingninger i valutakurs eller endringer i rentenivå).

Beregningen av avkastningskravet til eierne tar utgangspunkt i summen av risikopremien for aksjen og den risikofrie renten. Risikopremien for en spesifikk aksje kan med ord skrives slik:

$$\text{Risikopremie} = \text{Risikopremie for markedet} * \text{beta}$$

³¹ En aksjonær og en eier er i denne sammenheng praktisk talt det samme.

Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning for en markedsportefølje³² og risikofri rente i det samme markedet, mens beta er et mål på den systematiske risiko. Vi legger også merke til at beta kan gjenspeile en kompensasjon for å påta seg risiko. Med symboler kan vi uttrykke risikopremien for en aksje slik:

$$\text{Risikopremie} = [R_M - R_F] * \beta$$

hvor

R_M = Forventet avkastning på markedsporteføljen

R_F = Risikofri rente

β = Beta

Avkastningskravet til aksjonærene kan uttrykkes slik, som nevnt innledningsvis:

$$\text{Avkastningskrav} = \text{Risikofri rente} + \text{Risikopremie}$$

Med symboler:

$$R_E = R_F + [R_m - R_F] * \beta$$

5.1.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten skal reflektere den høyeste avkastning en investor kunne oppnådd dersom han hadde plassert kapital risikofritt. Risikofritt i denne sammenheng dreier seg om at du på forhånd vet (tilnærmet) hvilken avkastning du vil oppnå ved å investere i verdipapirer, for eksempel obligasjoner eller aksjer. Å vurdere verdipapirer som risikofritt er på det meste vågalt og krever en god begrunnelse. Likevel er norske statsobligasjoner tradisjonelt sett på som risikofrie da den norske stat er ansett som en sikker betaler og det er usannsynlig at den ikke oppfyller sine forpliktelser. I teorien burde man matche løpetiden på statsobligasjonen med antall estimerte frie kontantstrømmene, men siden vi har med et terminalledd, vil dette vanskelig la seg gjøre. Norske statsobligasjoner med løpetid på 10 år er blitt en slags

³² Et eksempel på en markedsportefølje er en miniutgave av Oslo Børs (Boye et al., 2018, side 218).

konsensus³³ på risikofri rente når kapitalverdimodellen anvendes i det norske markedet, og er ikke noe vi kommer til å bryte med. Renten på 10-årig statsobligasjoner per 30.12.2019 var 1,55% .³⁴ Vi må justere for eventuell prisstigning. Inflasjonen i 2019 var 2,2%, men vi velger å benytte inflasjonsmålet på 2%. Denne regnes med i risikofri rente, som da blir 3,55% totalt.

5.1.2.2 Beta

Beta er et mål på den systematiske risikoen til en enkelt aksje sett opp imot et valgt marked. Vi har derfor valgt å beregne Betaen til Equinor opp mot OSEBX, som er hovedindeksen på Oslo børs.

Helt generelt er en beta mellom 0 og 1 en indikasjon på at aksjekursen svinger mindre enn markedet, noe som blir karakterisert som mindre risiko. Er den lik 1, svinger den i takt med markedet, mens en beta over 1 betyr at aksjen svinger mer enn markedet. En beta kan også være negativ. Det vil si at aksjen svinger i motsatt retning av markedet.

Beregningen av beta for en gitt aksje tar utgangspunkt i et forholdstall mellom samvariasjonen (kovariansen) mellom aksjen og markedet og variasjonen i avkastningen til markedsporteføljen:

$$\beta_i = \frac{\text{Kovarians}(R_i, R_m)}{\text{Varians}(R_m)}$$

R_i : Avkastningen til aksjen

R_m : Avkastningen til markedet

Når aksjen og markedet samvarierer eksakt, vil kovariansen være lik variansen til markedet. Aksjens beta vil da være lik 1, og indikere at aksjen svinger i takt med markedet. En beta mellom 0 og 1 er en indikasjon på at aksjekursen svinger mindre enn markedet, noe som blir karakterisert som mindre risiko. En beta over 1 betyr at aksjen svinger mer enn markedet, og derav høyere risiko. En beta kan også være negativ. Det vil si at aksjen svinger i motsatt retning av markedet.

³³ Dette blir støttet opp av resultatene fra PwC sin årlige rapport blant et representativt utvalg av økonomer (PwC, side 4, 2019).

³⁴ Data per 31.12.2019 er ikke tilgjengelige (Norges Bank, u.å.)

Her ble avkastningen fra dag til dag gjennom de fem siste årene brukt som datagrunnlag, noe som ga oss en beta på 1,34903 (tabell 13) basert på 1253 datapunkter. Dette vil si at Equinor har (i teorien) rett under 35% høyere systematisk risiko enn markedet. Med andre ord kan en investering i Equinor gi en høyere forventet avkastning, men også med en høyere risiko. Vi anser dette som en troverdig beta for våre videre analyser da Equinor er, som tidligere diskutert, mer sårbar for makroøkonomiske svingninger enn det norske markedet som sådan. I tillegg, stemmer denne betaen godt overens med bransjens gjennomsnittlige beta som ligger rundt om 1,3 - 1,4 - avhengig av tidsintervall.

Equinor	1 år	3 år	5 år	Gjennomsnitt
Beta	1,30707	1,24471	1,34903	1,30027
Varians (Oslo børs)	0,00006	0,00007	0,00010	0,00008
Varians (Equinor)	0,00020	0,00018	0,00029	0,00022
Covarians	0,00008	0,00008	0,00013	0,00010

Tabell 13 (beta)

5-årig beta = 1,34903

5.1.2.3 Markedets risikopremie

Risikopremien er den ekstra avkastningen investorer krever for å investere i den aktuelle investeringen, kontra å investere i en risikofri investering. Dette betyr, ikke overraskende, at investorer krever en høyere avkastning for å påta seg større risiko. I følge PwC sin årlige rapport er risikopremien i det norske markedet om lag 5%.

5.1.2.4 Beregning av kapitalverdien

Avkastningskravet på egenkapitalen ser vi blir 10,30 %

$$\begin{aligned}R_E &= R_F + [R_m - R_F] * \beta \\ &= 0,0355 + 0,05 * 1,34903 \\ &= 0,1029515\end{aligned}$$

5.1.2.5 Skattesats

Den ordinære selskap skattesatsen i Norge er på 22% i år. På grunn av sin petroleumsvirksomhet blir Equinor ilagt en særskatt på 56 %, jf. petroleumsskatteloven §§4 - 1 - 4 - 3 samt stortingets skattevedtak - kapittel 4. Det er viktig å merke seg at denne satsen er knyttet til resultatet og skal ikke benyttes på finansielle aktiviteter, og skal derfor ikke inkluderes i beregningen av WACC. Equinor oppgir ofte svært høy effektiv skattesats. Dette skyldes fortrinnsvis forskyvninger av utsatt skatt.

Vi antar at den effektive skattesatsen vil etterhvert bevege seg mot den nominelle og derfor benytter vi en skattesats på 78 % (= 22 % + 56 %) i fremtidige kontantstrømmer.

5.1.3 Avkastningskravet på total kapital

Avkastningskravet til total kapitalen beregner vi ved å ta et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og den gjennomsnittlige lånekostnaden til equinor. Weighted Average Cost of Capital (WACC) eller avkastningskravet på total kapitalen blir da som følger:

$$R_{TK} = R_{EK} \left(\frac{EK}{V} \right) \left(\frac{G}{V} \right) (1 - s)$$

Der:

R_{TK} = avkastning på total kapitalen

R_{EK} = avkastningskravet til egenkapitalen

$\frac{EK}{V}$ = egenkapitalandel

r_G = gjennomsnittlig gjeldsrente

$$\frac{G}{V} = \text{gjeldsandel}$$

$$V = \text{totalkapital (EK + G)}$$

$$s = \text{skattesats}$$

Avkastningskravet til egenkapitalen ble beregnet til å være 10,30% i kapittel 5.1.2.4. Vårt beste anslag på gjennomsnittlig gjeldsrente vil være et vektet gjennomsnitt av rentenivået til Equinor de siste 5 årene. Data hentet fra de siste 5 årsrapporter viste følgende:

År	2019	2018	2017	2016	2015
Rentenivå (%)	3,53	3,66	3,33	3,30	3,33

Tabell 14 (vektet gjennomsnittlig rentenivå, 2015-2019)

Gjennomsnittlig gjeldsrente for de siste 5 årene blir da $\frac{3,33+3,30+3,33+3,66+3,53}{5} = 3,43 \%$.

Norsk selskapsskattesats i 2019 var på 22 %.

$$R_{TK} = 0,1029515 * 0,3486 + 0,0343 * 0,6514 * (1 - 0,22)$$

$$R_{TK} = 5,33 \%$$

5.1.4 Estimert kontantstrøm

Nedenfor presenterer vi formelen som vi benytter for å beregne nåverdien av de estimerte kontantstrømmene for de fem neste årene i *tabell 15*. Som nevnt innledningsvis til denne delen, neddiskonteres kontantstrømmene til i dag ved å bruke avkastningskravet til totalkapitalen. Det siste leddet i formelen er terminalleddet vårt som består av gordons formel, som beregner verdien av en uendelig rekke med konstant vekst.

$$\text{Selskapets nåverdi} = \sum_{t=1}^5 \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{CF_5(1 + g)}{(1 + WACC)^4}$$

År	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	65650	66963	68302	69668	71062
Driftskostnader	56160	57283	58429	59597	60789
Driftsresultat (EBIT)	9490	9680	9873	10071	10272
Netto finanskostnader	-600	-640	-670	-690	-700
Resultat før skatt	8890	9040	9203	9381	9572
Skattekostnad	-6934	-7051	-7179	-7317	-7466
Resultat etter skatt	1956	1989	2025	2064	2106
Avskrivinger	12600	12600	12600	12600	12600
Netto investeringer	-9000	-9000	-9000	-9000	-9000
Endring i omløpsmidler	-2350	-2340	-2340	-2340	-2340
Kontantoverskudd	3206	3249	3285	3324	3366

Tabell 15 (estimert kontantstrøm)

År	2020	2021	2022	2023	2024
Estimert kontantstrøm	3206	3249	3285	3324	3366
Terminalverdi					101078
Estimert fri kontantstrøm	3206	3249	3285	3324	104444

Tabell 16 (estimert fri kontantstrøm)

WACC = 5,33 %

g = 2,00 %

OPEC estimerer en vekst på 1,25 % og Equinor selv uttalte i en pressemelding i 2019, at de forventer en årlig vekst på opp under 3 %. Vi velger derfor å sette veksten lik 2 %, som også er lik inflasjonsmålet i Norge.

Estimert markedsverdi	92.044
-----------------------	--------

+ likvide midler	5.177
= Bedriftens verdi	97.221
- gjeld	29.032
= estimert verdi av egenkapital	68.189
Antall aksjer (millioner)	3.338,66
Estimert kurs	20,42 USD

Tabell 17 (estimert aksjekurs)

Antall aksjer ved årsskifte var 3 338 661 219, og vi ender da opp med en estimert aksjekurs på 20,42 USD. Dette tilsvarte 179,98 NOK.

Sammenligner vi dette med aksjekursen på oslo børs 31. desember 2019 (19,91 USD), finner vi et avvik på 0,51 USD (eller 4,47 NOK). Dette må kunne sies å være nære, men det kan her påpekes at Equinor er marginalt underpriset.

5.1.5 Kommentar til kontantstrømmen

I det følgende vil vi kort kommentere leddene i tabellen som viser de estimerte kontantstrømmene for de neste fem årene. I all hovedsak vil vi begrunne valgte verdier og presisere utviklingen av dem.

5.1.5.1 Inntekter og kostnader

Vi tar utgangspunkt i kontantstrømmen i 2019 og antar en årlig økning på 2%. Dette vil nok ikke være de reelle tallene vi ser fremover, men en gjennomsnittlig økning på 2% over de neste fem årene kan vise seg å være et godt estimat. Ser man på det i et langsiktig perspektiv, virker dette også rimelig. Vi kan nevne at posten inntekter i stor grad er knyttet opp mot en faktor som er utenfor Equinors kontroll, nemlig oljeprisen. Denne kan svinge voldsomt, noe vi erfarte underveis i regnskapsanalysen, men det er naturlig å anta en økning i fremtidig oljepris.

5.1.5.2 Skatt

Vi antar at argumentasjonsrekken fra 5.1.2.5 holder også i fremtiden. Selv om Equinor i skrivende stund utvider sine operasjoner i næringer som ikke er påvirket av petroleumsskatten er det stor usikkerhet rundt størrelsen, hastighet og omfanget av dette skiftet. Vi antar derfor at svingningene i avvik mellom regnskapsmessig og skattemessige verdier, m.v., vil være av en slik magnitud at Equinors reelle skattesats de neste årene vil konvergere mot 78%. Uavhengig om Equinor klarer et fullstendig grønt skifte fra og med 2050 (for eksempel), vil skattesatsen ha minimal påvirkning på terminalleddet.

5.1.5.3 Finanskostnader

Finanskostnadene har svingt noe de foregående årene. Men vi ser tendensen til en svak økning i den rentebærende gjelden og antar denne posten vil flate ut etter hvert.

5.1.5.5 Netto investeringer

Investeringene de siste årene har ligget rundt 9000 (mill. USD). I og med at Equinor går inn i en fase der mer og mer av deres ressurser rettes mot fornybar energi, kunne man anta at denne posten vil øke, men det betyr samtidig at det trolig vil investeres mindre i olje og gass. Vi har derfor, litt konservativ, valgt å legge fremtidige investeringer rundt 9000 mill. USD.

5.1.5.6 Avskrivninger

Avskrivningene de siste årene har variert fra 8500 til 16500 (mill. USD). Med tanke på årlige investeringer har vi satt fremtidige avskrivninger til snittet av de siste fem årene på 12.600 mill. USD.

5.1.5.7 Omløpsmidler

Endringen i omløpsmidler er satt lik kontantstrømmen fra foregående år, da de har vært tilnærmet likt de siste årene.

5.2 Komparativ analyse / verdsettelse ved multipler

I dette delkapittelet skal vi ta i bruk den andre metoden for å verdsette Equinor, nemlig ved bruk av multipler (en multippel er også kalt en multiplikator). Metoden har fått betegnelsen *komparativ* eller *relativ* analyse, som gjenspeiler det faktum at analysen skjer gjennom sammenligning med andre selskaper. Metoden er svært utbredt nettopp på grunn av sin enkelhet. Den gir et raskt, intuitivt estimat på et selskaps egenkapital.

En multippel er gjerne et forholdstall som beregnes ut i fra to valgte balanse- og/eller resultatverdier. I denne analysen vil vi beregne multipler for Equinor og fem andre sammenlignbare selskaper. Gjennomsnittet for de fem andre selskapene blir så benyttet som multippel og videre til å estimere en aksjekurs for Equinor.

En forutsetning for at en slik analyse skal fungere i praksis er at selskapene som sammenlignes benytter de samme, eller i alle fall nesten de samme regnskapsprinsippene. Men selv om de gjør det, er det en hel del andre potensielle feilkilder. Som sagt er det en enkel og intuitiv metode, noe som øker sannsynligheten for forekomst av slike feilkilder. For eksempel er gjerne høye multipler assosiert med en overvurdering av aksjen. Det trenger ikke nødvendigvis være tilfelle. En høy multippel kan også komme som følge av forventet fremtidig vekst. I motsatt ende kan en lav multippel, og dermed såkalt “underprising”, skyldes en høy gjeldsgrad, og i den forstand trenger ikke selskapet være underpriset. Dog kan dette kompenseres for ved å bruke EBIT eller EBITDA, noe vi kommer til å gjøre.

5.2.1 Sammenlignbare selskap

På norsk sokkel kunne vi valgt andre kraftselskap og sammenlignet Equinor opp mot disse. Dette grunnlaget ville nok ikke blitt helt riktig. I all hovedsak er Equinor et olje- og gass-selskap og må derfor sammenlignes med andre selskap i denne bransjen. I Norge har vi noen alternativer som vi var innom i bransjebeskrivelsen, slik som for eksempel Petoro og Vår Energi. Sistnevnte er likevel et litt for lite selskap til å kunne sammenlignes med Equinor. Det betyr at vi sitter igjen med for få norske olje- og gasselskaper. Av den grunn har vi valgt å finne selskaper som kan sammenlignes med Equinor internasjonalt. Vi endte opp med British Petroleum (BP), Royal Dutch Shell, Exxon Mobile Corporation, Chevron Corporation og Rosneft Oil Company. Alle disse selskapene utvinner både olje og gass og er delvis eid av staten de opererer i.

Det eksisterer utrolig mange olje- og gass-selskap i verden. Vi kunne valgt mange flere selskap til den komparative analysen, men vi tenker at 5 andre selskap burde holde. Vi har valgt å holde oss unna selskap i Midt-Østen og Kina. Grunnen til dette er at lover og regler som gjelder for disse selskapene (spesielt i Midt-Østen) vil være svært forskjellige og ville trolig svekket validiteten til den komparative analysen betydelig. Dette er likevel en svakhet som vil gjøre seg gjeldende når vi velger å ikke hente sammenlignbare selskap fra Norge. Selskapenes størrelse er til dels ulike, men har forholdsvis lik finansiell struktur. Det vil derfor være hensiktsmessig å sammenligne disse selskapene.

5.2.2 Price/Earnings (P/E)

Når P/E beregnes, tar man utgangspunkt i prisen på aksjen ved et gitt tidspunkt og dividerer det med resultatet per aksje. Sistnevnte størrelse er bedre kjent som “earnings per share” (EPS). Man ser, med andre ord, på forholdet mellom aksjekursen og et selskaps årsresultat per aksje. En høy P/E assosieres med en overprising, i den forstand at aksjen kjøpes og selges til en verdi som er høy i forhold til hva inntjeningen til selskapet skulle tilsi. Likevel styres nettopp aksjekursen til et selskap mye av forventninger om fremtidens vekst og inntjening, og det er derfor ikke gitt at en aksje er overpriset ved en høy P/E. En lav P/E vil på den annen side tilsi at aksjekursen er “korrekt” priset ut i fra hva årsresultatet skulle tilsi. Det er kanskje den mest anvendte multippelen (derav omtalt først), mye på grunn av at multippelen viser hva du betaler for egenkapitalen i forhold til inntjeningen til selskapet. I tillegg kan man benytte den til å kaste lys over verdsettelsen av forventet vekst sett opp imot den reelle verdien av selskapet i dag.

Beregningen av multippelen P/E gjøres slik:

$$P/E = \frac{\text{Pris pr. aksje}}{\text{Resultat pr. aksje}}$$

Innbakt i formelen ligger noen feilkilder hvor vi her nevner tre. Multippelen tar ikke hensyn til finansiering og gjeldsgrad, optimistiske bransjeutsikter kan føre til for høye P/E-ratioer og nyetablerte selskaper med ingen inntekt vil ha en P/E-ratio mot uendelig.

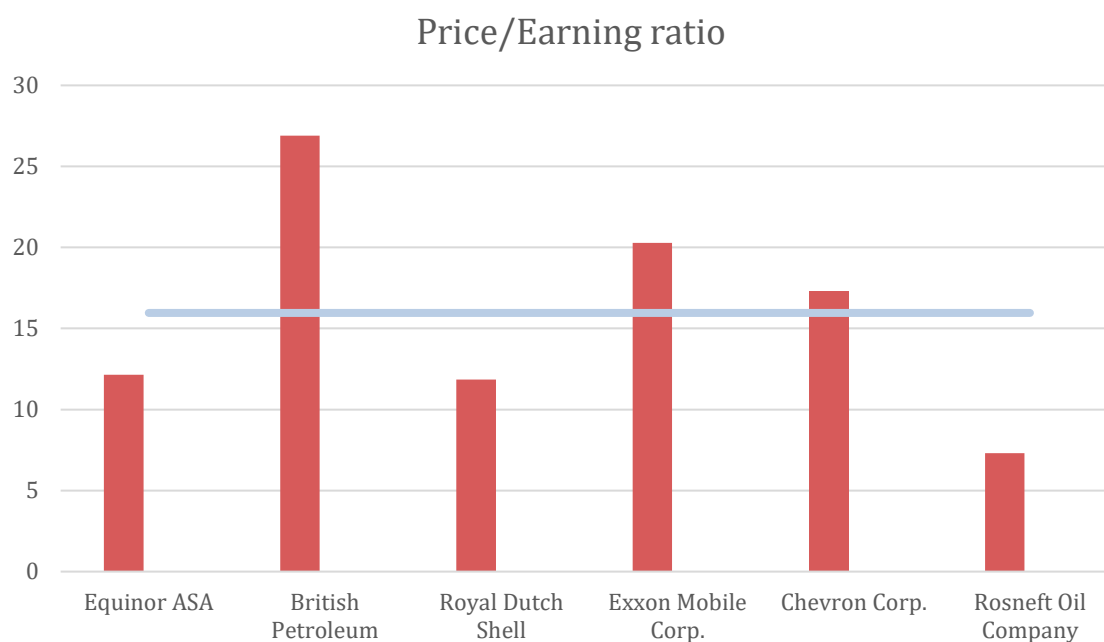


Figure 16 (price/earning ratio)

Her ser vi det er store forskjeller i nøkkeltallet. Det spenner fra Rosneft på 7,31 til BP på 26,89. Dette gir oss en indikasjon på hvordan selskapene priser seg i forhold til hvordan fjoråret gikk resultatmessig.

5.2.3 Price/Book

Vi finner P/B ved å dele pris pr. aksje med egenkapital pr. aksje (alternativt markedsverdi delt på egenkapital).

$$P/B = \frac{\text{Pris pr. aksje}}{\text{Balanseført egenkapital pr. aksje}}$$

En lav P/B sammenlignet med konkurrentene, indikerer ofte at selskapet er underpriset. Og motsatt ved høyere P/B. Selve tallet er det vanskelig å si så mye om, siden dette vil variere veldig fra bransje til bransje. F.eks. vil eiendomsselskap ikke ha så veldig mye større markedsverdi enn egenkapitalen (om ikke mindre) og man vil i denne bransjen se en P/B nært 1. IT-bransjen har mye større verdi enn sin egenkapital og vil her kunne se en P/B på godt over 5.

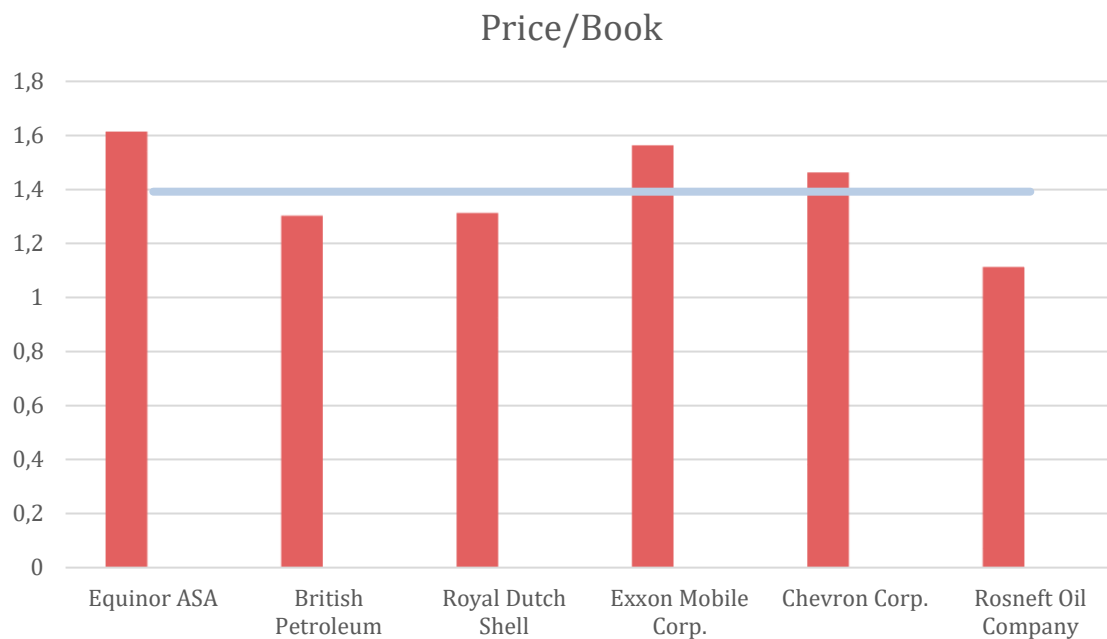


Figure 17 (price/book)

Vi ser fra grafen over at denne multiplisen ikke varierer veldig mye. Det tyder på at selskapene priser seg veldig nært egenkapitalen. Vi ser det er Equinor som legger seg marginalt høyest her og Rosneft lavest.

5.2.4 EV/EBITDA

EV er foretaksverdien og viser bedriftens teoretiske oppkjøpsverdi. Her inngår da alt av eiendeler, kontanter, fordringer og gjeld. På grunn av inkluderingen av gjeldsforpliktelser, blir EV ansett som et mer nøyaktig mål av foretaksverdien enn selve markedsverdien av selskapet.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{markedsverdi} + \text{gjeldsforpliktelser} - \text{omløpsmidler}}{\text{resultat før renter, skatt, avskrivninger og amortiseringer}}$$

Multippelen brukes for å måle verdien av et selskap. Hvis et selskap har en lav multipl, tilsier dette ofte at det er underpriset og sees derfor på som et godt selskap å kjøpe opp. En høy multipl, sammenlignet med konkurrentene, betyr at selskapet er overpriset.

Vi ser ofte en høyere EV/EBITDA på selskaper i vekst (eks. selskap innen bioteknologi) og en lavere multipl på selskap med sakte vekst (eks. eiendomsselskap). Av den grunn vil størrelsen på multiplene variere fra bransje til bransje.

Utfordringene ved bruk av denne multiplene er at den ignorerer forskjeller i risiko og behov for fremtidige investeringer. Noen investorer kjøper blindt når EV/EBITDA er på vei nedover, for så å skulle hente avkastningen når den stiger igjen. Dette vil dog være meget risikabelt da det kan være noen underliggende feil i selskapet som gjør at det er på vei mot konkurs.

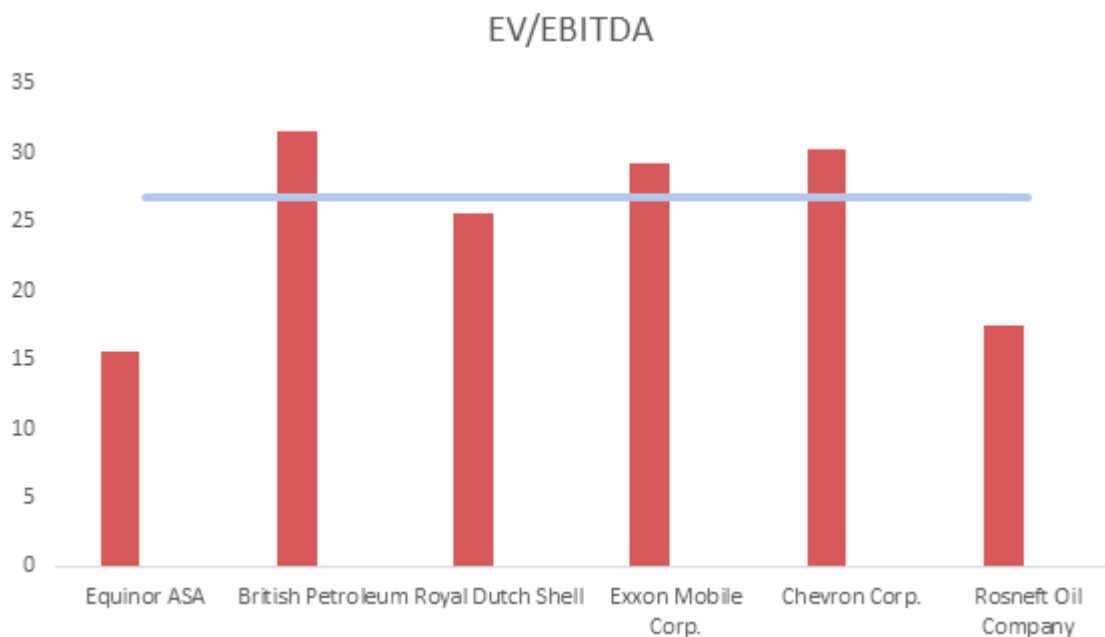


Figure 18 (EV/EBITDA)

Ut fra figuren over ser vi at denne multiplene varierer noe fra selskap til selskap. Det er Equinor som legger lavest her med 15,63. Sammenlignet med snittet er dette relativt lavt og på grunn av dette store avviket vil nok dette gi store utslag i vår fastsettelse av markedsverdi. Den store forskjellen ligger ikke i EBITDA, men i enterprise value. Equinor har langt mindre

egenkapital og gjeld sammenlignet med f.eks BP. Deres EBITDA for 2019 er tilnærmet lik, og vil da resultere i et mye høyere nøkkeltall for BP enn Equinor.

5.2.5 Oppsummering av multipler og estimert aksjepris

Vi vil nå oppsummere de tre multiplene vi har sammenlignet så langt. Bransjesnittet er basert på snittet av multiplene på de øvrige selskapene i bransjen. Vi bruker da dette snittet for å fastsette en markedsverdi for Equinor og komme frem til en aksjepris. På denne måten vil vi kunne si noe om Equinor er over- eller underpriset sammenlignet med bransjen de opererer i.

	Price/Earning	Price/Book	EV/EBITDA
Equinor ASA	12,14	1,61	15,63
British Petroleum	26,89	1,30	31,60
Royal Dutch Shell	11,85	1,31	25,58
Exxon Mobile Corp.	20,28	1,56	29,23
Chevron Corp.	17,29	1,46	30,23
Rosneft Oil Company	7,31	1,11	17,56
Bransje gjennomsnitt	16,72	1,35	26,84

Tabell 18 (sammenligning av multipler)

Markedsverdi og aksjepris for Equinor pr. 31.12.19:	Markedsverdi	Aksjepris
Pris basert på gjennomsnittlig Price/Earning	78.511	23,51
Pris basert på gjennomsnittlig Price/Book	56.716	16,99
Pris basert på gjennomsnittlig EV/EBITDA	120.775	36,18
Gjennomsnittlig pris på grunnlag av multipler		25,56

Tabell 19 (markedsverdi og aksjepris Equinor)

(USD)

Basert på Price/Earning, kan det se ut til at Equinor blir priset lavt i forhold til andre selskap i bransjen. Men ser vi på Price/Book kan det se ut til at selskapet er litt overpriset. Når vi i tillegg ser på den tredje og siste multiplene, kan det se ut til at Equinor tydelig er

underpriset. På grunn av det store avviket i siste multippel blir den gjennomsnittlige aksjeprisen til Equinor på 25,56 USD, noe som er mye høyere enn deres egen pris ved årsskifte pålydende 19,91 USD. Om vi ser bort fra EV/EBITDA, ville vi priset aksjen til ca. 20 USD. Basert på vår komparative analyse, vil vi kunne si at Equinors aksje er underpriset, hvorpå vår antagelse vil være en mer realistisk pris i intervallet 20 til 25 USD.

Rosneft Oil Company er nok det selskapet man kan si er lavest priset i denne bransjen, da det kommer frem fra alle 3 multiplene. Begge de 2 amerikanske selskapene som vi sammenligner med i denne bransjen kan tilsynelatende se ut til å være høyt priset, da deres multipler ligger over snittet.

5.3 Sensitivitetsanalyse

Vi har hittil brukt mange parametere for å verdsette Equinor. Hvilken verdi de ulike parametere har vi ha stor betydning i verdsettelsen. Marginale avvik kan tilslutt gi et stort avvik på markedsverdien. Vi vil her se på 2 av parametere brukt i den neddiskonterte kontantstrømmen, for å se hvor sensitiv selve markedsverdien er på små avvik i avkastningskravet og vekstfaktoren.

5.3.1 Avkastningskrav

Avkastningskravet, WACC, består av flere parametere og vi beregnet dette tidligere til 5,33%. Da vi beregnet dette, måtte vi ta en rekke antakelser, noe som skaper usikkerhet. Denne usikkerheten vil resultere i en risiko for at avkastningskravet kan være noe høyt eller lavt. Vi skal nå se på endringer i WACC og ikke hver enkelt parameter som utgjør avkastningskravet. I denne sensitivitetsanalysen vil vi variere avkastningskravet med 0,1% i begge retninger til vi har en WACC innenfor [5,03 , 5,63]%.

Avkastningskrav	5,03 %	5,13 %	5,23 %	5,33 %	5,43 %	5,53 %	5,63 %
Markedsverdi Equinor	77257	74041	71024	68189	65519	63000	60619
Markedsverdi pr. Aksje	23,14	22,18	21,27	20,42	19,62	18,87	18,16

Tabell 20 (sensitivitetsanalyse; avkastningskrav)

I tabellen over er det kun avkastningskravet som er endret som fører til en forandret neddiskontert kontantstrøm, som resulterer i forandret markedsverdi. Ved en økning i WACC på 0,3% ser vi aksjeprisen gå ned med 2,26 USD (11,07%). På den annen side hvis vi reduserer avkastningskravet med tilsvarende vil aksjekursen øke med 2,72 USD (13,32%). Vi ser ut fra dette at kun små endringer i avkastningskravet vil gi store utslag på aksjeprisen, og dermed er verdsettelsen av selskapet svært sensitiv rundt vurderingene som gjelder avkastningskravet som bør benyttes i neddiskonteringen.

5.3.2 Vekstfaktor

Ser vi tilbake til *tabell 16* og summert fri kontantstrøm, ser vi at terminalleddet har stor betydning for den neddiskonterte kontantstrømmen. For å beregne terminalleddet benyttes Gordons formel hvor vekstfaktoren, g , er en av parameterne. Vi benyttet oss tidligere av en vekstfaktor på 2%, da dette er forenlig med inflasjonsmålet i Norge. OPEC har estimert en årlig vekst på 1,25 % og Equinor selv trodde på en vekst på 3%. Vi trodde da det ville være fornuftig å plassere seg et sted imellom.

Tabellen under ser på endringene i vekstfaktoren (horisontalt), hvor alle andre parametere er holdt stabil. Vekstfaktoren, g , varierer her fra 1,25% til 3,00% som indikerer spennet mellom det OPEC og Equinor trodde om fremtidig vekst. Ved å øke g med 1 % ser vi av aksjeprisen øker til 30,45 (økning på 49,12%). Ved en reduksjon på 1,75% faller kursen til 16,14 USD (reduksjon på 20,96%).

Vi ser også her at verdsettelsen er svært sensitiv i forhold til hvilken vekstfaktor eller avkastningskrav som benyttes. Små endringer gir et stort utslag på aksjeprisen. Hva som er den riktige veksten å bruke er det ingen fasit på, men vi ser at den lille variasjonen mellom OPEC og Equinor tilsvarer omtrent en dobling i markedsverdien til Equinor.

Vekstfaktor	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %
Markedsverdi Equinor	53.857	58.011	62.744	68.189	74.517	81.963	90.853	101.650
Markedsverdi pr. Aksje	16,14	17,38	18,79	20,42	22,32	24,55	27,21	30,45

Tabell 21 (sensitivitetsanalyse; vekstfaktor)

6 Kritikk

I dette kapittelet vil vi komme med kritikk mot oppgaven. Vi vil spesifikt gå inn på de analysene vi har vært i gjennom. Det vil si at vi begynner med den strategiske analysen, fortsetter med regnskapsanalysen og avslutter med kritikk mot den finansielle analysen.

6.1 Strategisk analyse

Som nevnt innledningsvis i denne oppgaven har vi ikke innhentet noen form for primærdata, og vi har ikke vært i kontakt med Equinor. Det vil si at fundamentet for den strategiske analysen er basert på materiale som er skrevet og kommentert av andre (sekundærdata). Likevel har vi forsøkt å være kildekritisk til hvem som har skrevet det. Mye informasjon er hentet fra Equinors egne hjemmesider og årsrapporter, og er således nære og gode kilder. Men i det vi har gjort det har vi forsøkt å være kritisk til hvordan det er blitt fremstilt, da Equinor vil ha insentiver for å stille seg i et godt lys. Til slutt kan vi nevne at vi er blitt nødt til å tolke informasjonen om Equinor og selskapets strategiutforming selv.

6.2 Regnskapsanalyse

Ettersom vi ikke har vært i kontakt med Equinor, og har utelukkende benyttet sekundærdata i vår regnskapsanalyse, blir ikke vår analyse mer kredibel enn hva kredibiliteten til kilden, årsregnskapet, er. Dog er årsregnskapet strengt regulert³⁵ og godkjent av eksterne statsautoriserte revisorer. Således må nødvendigvis regnskapsanalysen anses som den mest valide delen av oppgaven.

Likevel kommer vi ikke utenom noen feilkilder. I løpet av de siste 50 årene har regler for rapportering av regnskap endret seg betydelig. I Norge har vi adoptert internasjonale regnskapsregler gjennom IFRS³⁶ som har et balanseorientert preg, mens GRS har fortsatt et resultatorientert preg. Til tross for denne tilpasningen til internasjonale standarder og et mer balanseorientert system, har ikke nøkkeltall blitt justert deretter. Noe av problemene med diverse nøkkeltall har vi forsøkt å kommentert mest mulig underveis, men vi må likevel kommentere det som en kritikk. Equinor er ofte nødt til å nedskrive eiendeler. Beløpene er så varierende fra år til år at enkelte nøkkeltall er svært utsatt for dette. Driftsresultatet blir for

³⁵ jf. aksjeloven §§ 5 - 5, 5 - 15 og 6 - 19, og regnskapsloven §§ 3 - 1, 3 - 4, 3 - 5, 8 - 1 og 8 - 2, samt bokføringsloven § 13.

³⁶ IFRS står for “*International Financial Reporting Standards*”. Det skal nevnes at det enda bare er børsnoterte selskap som er nødt til å bruke IFRS. Øvrige og mindre selskap kan fortsatt benytte GRS.

eksempel påvirket i høy grad. Endringen trenger ikke nødvendigvis å si noe om den underliggende driften til Equinor (selv om de reflekterer noe om fremtidsutsikter til eiendelene som er nedskrevet).

Videre kommer vi ikke utenom noe vi nevnte underveis i analysen. Vi har valgt å sammenligne Equinor med internasjonale selskap som til dels følger andre regnskapsprinsipper. Selv om det ikke kan betraktes som en forutsetning at selskapene følger de samme regnskapsprinsippene, er det i alle fall med på å validere en komparativ analyse.

6.3 Finansiell analyse

Det er åpenbare svakheter i vår analyse av de diskonterte kontantstrømmene. Spesielt med tanke på avkastningskrav. For det første baserer flere av utregningene seg på historiske data, som ikke nødvendigvis gir et godt bilde av fremtidige forhold. For det andre er forutsetningene for å kunne anvende WACC som avkastningskrav for bedriften at risikoen for alle prosjekter og investeringer er like, samt at den finansielle strukturen i bedriften ikke kommer til å endre seg. Dette har vi ingen holdepunkter for å påstå. Equinor er dog av en slik størrelse at endringer i kostnadsstruktur og risiko vil endre seg sakte. Dette ser vi tendenser til gjennom regnskapsanalysen da store svingninger i makroøkonomiske forhold ikke har resultert i tilsvarende dramatiske svingninger i selskapets finans.

Det er også gode argumenter for at vi fortrinnsvis bør ha benyttet oss av *Adjusted Present Value* (APV) for våre neddiskonterte kontantstrømmer i stedet for WACC-metoden. Dette er primært av hensyn til det faktum at vi ikke kan, som nevnt i forrige avsnitt, påstå at kapitalstrukturen til Equinor vil være uendret i overskuelig fremtid.

Som vi tydelig kan se ut fra sensitivitetsanalysen er både vekstfaktor og avkastningskrav av størrelser som har stor innflytelse på den beregnede aksjeprisen. Derfor vil små feilvurderinger fra vår side føre til store avvik.

Betaverdien vår er basert på “adjusted close” fra dag til dag gjennom en femårsperiode, men som vi så ut i fra beregningen av beta var det stor spredning mellom betaverdien basert på henholdsvis ett, tre, og fem år.

Skattesatsen som er benyttet i de estimerte kontantstrømmene er den satsen som Equinor er pålagt av myndighetene gjennom sin petroleumsvirksomhet. Vi vet at Equinor ikke er et rent

petroleumsselskap, og vil ikke ha en slik høy skattesats for hele sin operasjonelle virksomhet. Likevel anså vi andelen av virksomheten som tilfaller petroleum som stor nok til at dette kunne være en god tilnærming. Vi kunne alternativt brukt en lavere skattesats som kunne påvirket de frie kontantstrømmene. Likevel påpekte vi at det ville hatt liten innvirkning på terminalleddet, som er det leddet som bidrar mest til markedsverdien.

Det er i tillegg vanskelig å predikere vekstfaktoren for et oljeavhengig selskap. Den skal representere en forventet økning i kontantstrømmer. Vårt valg av vekstfaktor er bestemt ved bruk av kraftige antakelser og vår egne analyseferdigheter

Vedrørende multiplene er det også svakheter som må adresseres. For det første, er det en forutsetning for anvendelse av multipler at bedriftene er "like nok". I vår analyse er det representert selskaper fra både Europa og Amerika. Dette gir oss et større spenn i selskaper som er representert i analysen, men det gir oss også større usikkerhet rundt hvorvidt de faktisk *er* like nok til at en kan påstå at multiplene er riktige. For det andre, må en anta at det eksisterer en viss form for effektivitet i markedet slik at prisene til selskapene faktisk er riktig. Som vi har diskutert tidligere fører kriser, som covid-19 utbruddet, til stor usikkerhet i markedet. Denne usikkerheten i markedet kan føre til at selskaper ikke blir priset korrekt, og dermed behøver ikke vår komparative analyse bli korrekt.

Disse usikkerhetene og antakelsene medfører naturligvis en reduksjon i validiteten til våre funn.

7 Konklusjon

Hele denne oppgaven har basert seg på å verdsette Equinor per 31.12.2019. Vi har ikke bare gjort en klassisk finansiell analyse med beregning av nøkkeltall og prognoser for fremtidige kontantstrømmer. Vi har gjort rede for Equinor og bransjen de opererer i, og ut i fra dette har vi gjort en strategisk analyse som kastet lys over det mer primære formålet med oppgaven; å komme frem til en aksjekurs på Equinors egenkapital.

Den strategisk analysen besto av en SVIMA-analyse av interne ressurser, en PESTEL-analyse av makroomgivelser og Porters bransjeanalyse. Dette utgjorde den interne og eksterne analysen. Funnene fra disse ble oppsummert i en SWOT-analyse. Vi fikk derfor overblikk over muligheter og trusler som Equinor som selskap står overfor.

Hovedkonklusjonene var at styrkene til Equinor besto av en unik tilgang på utvinningstillatelser for olje og gass, sterk rekruttering, gode verktøy for valutasikring og en lønnsom drift. Svakheterne vi kom frem til var at Equinor er særlig utsatt for svingninger i valutakurs og oljepris. Vi så videre på muligheter som den teknologisk utviklingen og den økende energietterspørselen medfører. I tillegg så vi på potensialet som ligger i fornybar energi. Til slutt nevnte vi truslene Equinor står overfor med det økende fokus på å redusere klimagassutslipp og tilhørende kvoter og avgifter på dette området. Lav økonomisk aktivitet vil også ha en signifikant effekt på Equinors drift.

Fra regnskapsanalysen og nøkkeltallene for lønnsomhet, finansiering, likviditet og soliditet kan vi se at Equinor er et godt rustet selskap med en solid finansiell struktur. Videre i den finansielle analysen kom vi frem til at Equinor kan være noe underpriset i markedet.

Gjennom de diskonterte kontantstrømmene kom vi frem til 20,42 USD mot markedets prising på 19,91 USD. I tillegg, viste den komparative analysen en potensiell underprising med en estimert verdi på 25,56 USD mot en virkelig kurs på 19,91 USD. Det må dog tas hensyn til de svakheterne som ble belyst i del 6.

8 Referanser

Faglitteratur

Porter, M.P., (1991) *Strategy : seeking and securing competitive advantage*, Harvard Business School Press

Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins(2018): *Financial Markets and Institutions*, 9th edition, Pearson

Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F.(2017) , *Principles of Corporate Finance* 12th edition, McGraw Hill.

MacKay, D,J,C.(2010) *Sustainable Energy – without the hot air*, UIT Cambridge

Kristoffersen, T.(2016), *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring.*, 5. utgave, Fagbokforlaget

Jacobsen, D.I. (2015), *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*, 3. utgave. Oslo: Cappelen Damm Akademisk

Olsen, Vigdal (2017) *Skatterett for økonomistudenter* 2. utg. Fagbokforlaget

Boye, Koekebakker, Krakstad og Oust (2018), *Finansielle emner. 15 utg.* Oslo: Cappelen akademisk forlag

Øvrige kilder

Allmennaksjeloven (1997) *Lov om allmennaksjeselskaper*. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/pro/#document/NL/lov/1997-06-13-45> (lest 08.04.2020)

Andersen, I. (2019) Johan Sverdrup er bygget for å kunne ta i bruk fremtidens teknologi, *TU.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.tu.no/artikler/johan-sverdrup-er-bygget-for-a-kunne-ta-i-bruk-fremtidens-teknologi/477931> (lest: 01.02.2020)

Brandslet, S. (2017) *NTNU og SINTEF samarbeider best i verden*, <https://gemini.no/kortnytt/ntnu-og-sintef-samarbeider-best-i-verden/> (lest: 09.02.2020)

Cang, A. et al. (2020) China oil demand has plunged 20% because of the virus lockdown. *Bloomberg.com*. Tilgjengelig fra: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-02-02/china-oil-demand-is-said-to-have-plunged-20-on-virus-lockdown> (lest: 15.03.2020)

Christensen, J. (2020) Oljeprisen faller kraftig etter Trump-tale, *DN.no*. <https://www.dn.no/olje/oljeprisen/oljeprisen-faller-kraftig-etter-trump-tale/2-1-734617> (lest: 05.03.2020)

Christensen, J., Ånestad, M. (2020) Equinor jekker opp klimamålene kraftig, *DN.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/energi/equinor/klima/klima-og-miljo/equinor-jekker-opp-klimamalene-kraftig/2-1-751294> (lest: 07.02.2020)

Deloitte (2018) *Teknologiske trender i energibransjen*. Tilgjengelig fra: <https://www2.deloitte.com/no/no/pages/energy-and-resources/articles/teknologi-energi-olje-og-gass.html> (lest: 10.02.2020)

E24 (2020) *Corona-krisen: Aker Solutions har sendt permitteringsvarsel til alle sine 6000 ansatte i Norge*. Tilgjengelig fra <https://e24.no/naeringsliv/i/WbAy72/corona-krisen-aker-solutions-har-sendt-permitteringsvarsel-til-alle-sine-6000-ansatte-i-norge> Lest (15.03.2020)

Equinor (2017) *Digitalisering for økt verdiskaping*. <https://www.equinor.com/no/news/digitalisation-driving-value-creation.html> (lest: 20.02.2020)

Equinor (2018) *Vedtekter for Equinor ASA*.

Equinor (2019) *Dividend policy*. Tilgjengelig fra: <https://www.equinor.com/no/investors/our-dividend.html> (lest: 11.03.2020)

Equinor (2019) *Our shareholders*. Tilgjengelig fra: <https://www.equinor.com/no/investors/our-dividend/our-shareholders.html> (lest 15.03.2020)

Equinor (u.å.) *Klimarelatert forretningsrisiko og Equinors strategiske respons* <https://www.equinor.com/no/how-and-why/sustainability/climate-related-business-risk-and-our-strategic-response.html> (lest: 13.02.2020)

Equinor (2019) *Equinor introduserer program for tilbakekjøp av aksjer for 5 milliarder USD*. Tilgjengelig fra: <https://www.equinor.com/no/news/2019-09-05-shares.html> (lest: 15.03.2020)

Equinor (u.å.) *Om oss*. Tilgjengelig fra: <https://www.equinor.com/no/about-us.html> (lest: 12.01.2020)

Equinor (2020) *Johan Sverdrup*. Tilgjengelig fra: <https://www.equinor.com/no/what-we-do/johan-sverdrup.html> (lest: 28.01.2020)

FN-sambandet (2020) *FNs bærekraftsmål*. <https://www.fn.no/Om-FN/FNs-baerekraftsmaal> (lest: 03.02.2020)

FN-sambandet (2019) *FNs klimakonvensjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.fn.no/Om-FN/Avtaler/Miljoe-og-klima/FNs-klimakonvensjon> (lest: 15.02.2020)

FN-sambandet (2019) *Klimaendringer* <https://www.fn.no/Tema/Klima-og-miljoe/Klimaendringer> (lest: 15.02.2020)

FN-sambandet (2020) *Parisavtalen* <https://www.fn.no/Om-FN/Avtaler/Miljoe-og-klima/Parisavtalen> (lest: 16.02.2020)

Forbes (2020) *The World's Largest Public Companies*. Tilgjengelig fra: <https://www.forbes.com/global2000/list/#tab:overall> (lest: 22.02.2020)

Gregersen, T., Tvinnerheim, E. (2019) *Hva mener folk om vindkraft på land og til havs?* Tilgjengelig fra: <https://energiogklima.no/nyhet/vindkraft-pa-land-og-til-havs-nordmenns-holdninger/> (lest: 20.02.2020)

Haugan, B. (2019) *Equinor vant kontrakt verdt 25 milliarder utenfor New York*, *e24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/olje-og-energi/i/AdXr2j/equinor-vant-kontrakt-verdt-25-milliarder-utenfor-new-york> (lest: 01.04.2020)

Helsenorge (2020) *Koronavirus - Fakta, råd og tiltak*. Tilgjengelig fra: <https://helsenorge.no/sykdom/infeksjon-og-betennelse/coronavirus> (lest: 17.03.2020)

- Hovland, K. M. (2018) Slik jobber Equinor med digitalisering: Skal spare milliarder med ny teknologi, *e24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/energi/i/a2M012/slik-jobber-equinor-med-digitalisering-skal-spare-milliarder-med-ny-teknologi> (lest: 01.02.2020)
- Hovland, K. M. (2019) Har skrevet ned USA-verdier for over 84 milliarder kroner, *e24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/olje-og-energi/i/Op04nb/har-skrevet-ned-usa-verdier-for-84-milliarder-kroner> (lest: 02.04.2020)
- Hovland, K. M. (2019) Vår Energi kjøper Exxon-eiendeler for 41 milliarder, *e24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/energi/i/AdkO1A/vaar-energi-kjoeper-exxon-eiendeler-for-41-milliarder> (lest: 25.03.2020)
- IEA (2019) *Oil demand by region and scenario, 2018-2040*. Tilgjengelig fra: <https://www.iea.org/data-and-statistics/charts/oil-demand-by-region-and-scenario-2018-2040> (lest: 01.04.2020)
- IEA (2020) *Global oil demand to decline in 2020 as coronavirus weighs heavily on markets*. Tilgjengelig fra: <https://www.iea.org/news/global-oil-demand-to-decline-in-2020-as-coronavirus-weighs-heavily-on-markets> (lest: 17.03.2020)
- Jensen, B. A. (2018) Fracking - en oljerevolusjon? *Sysla.no*. Tilgjengelig fra: <https://sysla.no/podcasts/podsnap/a/opE7x0/fracking-en-oljerevolusjon> (lest: 15.02.2020)
- Jortveit, A. (2018) *Fullt mulig å kutte klimagassutslippene fra plast*. <https://energiogklima.no/nyhet/fullt-mulig-a-kutte-klimagassutslippene-fra-plast/> (lest: 28.03.2020)
- Klimaloven (2017) *Lov om klimamål*. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2017-06-16-60?q=klimaloven> (lest 16.02.2020)
- Lorentzen, K. R. (2019) *100 millioner til energiforskning*. Tilgjengelig fra: <https://www.ntnu.no/nyheter/100-millioner-til-energiforskning/> (lest: 14.02.2020)
- Lorentzen, M. (2020) Nå er pengemaskinen i Nordsjøen åpnet: - Jeg synes 900 milliarder blir litt kjipt å si, så jeg runder opp til 1.000, *e24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/olje-og-energi/i/1nzJrB/naa-er-pengemaskinen-i-nordsjoen-aapnet-jeg-synes-900-milliarder-blir-litt-kjipt-aa-si-saa-jeg-runder-opp-til-1000> (lest: 04.04.2020)
- Lund, K. (2020) Saudi-Arabia går til priskrig i oljemarkedet etter at OPEC+ kollapset, *DN.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/olje/saudi-arabia/opec/russland/saudi-arabia-gar-til-priskrig-i-oljemarkedet-etter-at-opec-kollapset/2-1-769151> (lest: 27.03.2020)
- Mckinsey (2019) *Global Oil Supply and Demand Outlook*. Tilgjengelig fra: https://www.mckinsey.com/solutions/energy-insights/global-oil-supply-demand-outlook-to-2035/~/_media/231FB01E4937431B8BA070CC55AA572E.ashx (lest: 05.02.2020)
- MDG (u.å.) *Utfasing av oljen*. Tilgjengelig fra: https://www.mdg.no/utfasing_av_oljen (lest: 13.02.2020)
- Mjønerud, I. (2019) *Olje og gass - fortsatt store energikilder* Tilgjengelig fra: <https://xn--strm-ira.no/olje-gass-str%C3%B8m-energikilde> (lest: 27.01.2020)
- Myrset, O. (2019) Dette er de tolv største produsentene på norsk sokkel, *Sysla.no*. Tilgjengelig fra: <https://sysla.no/offshore/a/4qGRJR/dette-er-de-tolv-strste-produsentene-pa-norsk-sokkel> (Lest: 20.01.2020).
- Naturvernforbundet (u.å.) *Vindkraft*. Tilgjengelig fra: https://naturvernforbundet.no/vindkraft/?gclid=CjwKCAiA7t3yBRADEiwA4GFII7KXZQC0m1RF0wVjZz6MbFbYWB3BrE_V4Ef1qHBqZCFAullVRA2mCBocAxsQAvD_BwE (lest: 15.02.2020)

Norges Bank (u.å.) *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/> (lest: 13.04.2020)

NHO (u.å.) *Grønt skifte: 10 begreper du må kunne*. Tilgjengelig fra: <https://www.nho.no/tema/energi-miljo-og-klima/artikler/gront-skifte-10-begreper-du-ma-kunne/> (lest: 08.03.2020)

Norsk Petroleum (u.å.) *Utvinningsstillatelser*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskpetroleum.no/fakta/lisenser/> (lest: 01.02.2020)

Norsk Petroleum (u.å.) *Letepolitikk*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskpetroleum.no/leting/letepolitikk/> (lest: 01.02.2020)

Norsk Petroleum (u.å.) *Statens inntekter*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskpetroleum.no/okonomi/statens-inntekter/> (lest: 20.01.2020)

NTB (2019) Equinor foran skjema om fornybar energi, *e24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/50MAWW/equinor-foran-skjema-om-fornybar-energi> (lest: 08.03.2020)

Oljedirektoratet (2020) *TFO 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.npd.no/fakta/utvinningsstillatelser/konsesjonsrunder/tfo-2019/> (lest: 08.03.2020)

Olje- og energidepartementet (2019) *TFO 2019: Stor interesse for norsk sokkel*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/tfo-2019-stor-interesse-for-norsk-sokkel/id2667425/> (lest: 08.03.2020)

OPEC (2019) *Oil Demand*. Tilgjengelig fra: <https://www.opec.org/chapter.php?chapterNr=13> (lest 31.03.2020)

Oslo Børs (2019), *Årsstatistikk Største norske selskaper*. Tilgjengelig fra: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/Aarsstatistikk> (lest: 15.03.2020)

Parr, O. S. (2020) Russland nekter å bli med på ny OPEC-deal, *Finansavisen.no*. Tilgjengelig fra: <https://finansavisen.no/nyheter/olje/2020/03/06/7504504/russland-nekter-a-bli-med-pa-ny-opec-deal> (lest: 27.03.2020)

Politisk plattform (Jeløya, 2018) Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/e4c3cfd7e4d4458fa8d3d2bb1e43bcbb/plattform.pdf> (lest: 19.02.2020)

PwC (2019) *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf> (lest: .09.03.2020)

Ritchie, H. (2018) *FAQs on plastics*. Tilgjengelig fra: <https://ourworldindata.org/faq-on-plastics> (lest: 02.04.2020)

Sagmoen, I. (2019) Dette er Norges mest attraktive arbeidsgivere, *e24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/OpXX7l/dette-er-norges-mest-attraktive-arbeidsgivere> (lest: 12.02.2020)

Shukman, D. (2018) What is fracking and why is it controversial? *BBC.com*. Tilgjengelig fra: <https://www.bbc.com/news/uk-14> (lest: 15.02.2020)

Skarsaune, E. (2019) Nå vil flere se på konkurransen på norsk sokkel, *Sysla.no*. Tilgjengelig fra: <https://sysla.no/offshore/a/wPrVOn/na-vil-flere-se-pa-konkurransen-pa-norsk-sokkel> (lest: 14.01.2020)

- Statista (2019) *Global plastic production from 1950 to 2018*. Tilgjengelig fra: <https://www.statista.com/statistics/282732/global-production-of-plastics-since-1950/> (lest: 02.04.2020)
- Stevens, P. (2019) Global energy demand means the world will keep burning fossil fuels, International Energy Agency warns, *CNBC.com*. Tilgjengelig fra: <https://www.cnbc.com/2019/11/12/global-energy-demand-will-keep-world-burning-fossil-fuels-agency-says.html> (lest 03.02.2020)
- Sætre, E. (2017) Statoil: Skal målene fra Parisavtalen nås, må også mye olje og gass forbli i bakken, *Aftenposten.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.aftenposten.no/meninger/kronikk/i/qG9Q1/statoil-skal-maalene-fra-paris-avtalen-naas-maa-ogsaa-mye-olje-og-gass-forbli-i-bakken-eldar-saetre> (lest: 20.01.2020)
- Taylor, B. M. (2020) *Rigzone's Survey Spotlights Top Oil, Gas Company to Work For*. Tilgjengelig fra: https://www.rigzone.com/news/rigzones_survey_spotlights_the_top_oil_gas_company_to_work_for-02-aug-2019-159462-article (lest: 15.02.2020)
- U.S. Energy Information Administration (2020) *What countries are the top producers and consumers of oil?* Tilgjengelig fra: <https://www.eia.gov/tools/faqs/faq.php?id=709&t=6> (lest: 17.02.2020)
- Windeurope (2019, *Offshore Wind in Europe Key trends and statistics 2019*. Tilgjengelig fra: <https://windeurope.org/wp-content/uploads/files/about-wind/statistics/WindEurope-Annual-Offshore-Statistics-2019.pdf> (lest: 02.04.2020)
- Workman, D.(2020) *Major Export Companies: Oil and gas operations*. Tilgjengelig fra: <http://www.worldstopexports.com/largest-oil-and-gas-export-companies/> (lest: 20.01.2020)
- Worldometers (2020) *Covid-19 coronavirus pandemic*.Tilgjengelig fra: <https://www.worldometers.info/coronavirus/> (lest: 17.03.2020)

