

Mathias Malvik Horgøien  
Martin Johansen Flagstad

# Fundamental verdsettelse Equinor ASA

Fundamental analysis Equinor ASA

Mai 2022





Kunnskap for en bedre verden

# Fundamental verdsettelse Equinor ASA

Fundamental analysis Equinor ASA

**Mathias Malvik Horgøien**

**Martin Johansen Flagstad**

Økonomi og administrasjon

Innlevert: Mai 2022

Hovedveileder: Hans Marius Eikseth

Medveileder: .

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
NTNU Handelshøyskolen



# Forord

Denne oppgaven markerer slutten på vår master i økonomi og administrasjon, med spesialisering i finans, ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Oppgaven er resultatet av ett semesters arbeid, og ble gjennomført våren 2022.

Vi valgte til slutt å gå for en verdsettelse, siden det kombinerer majoriteten av det vi har lært i løpet av disse fem årene. Arbeidet har vært krevende, og ikke minst utfordrende, med tanke på tiden til rådighet og en stadig mer kompleks markedssituasjon. Ikke bare har koronapandemien vært et element å ta i betraktning, men også svært volatile oljepriser og utsikter til et høyere rentenivå her i landet.

Vi vil benytte anledningen til å takke vår veileder, Hans Marius Eikseth, for tilbakemeldinger, innspill og et kritisk blikk, underveis i denne prosessen. I tillegg ønsker vi å takke alle andre som har bidratt til å gjøre dette semesteret, men også disse fem årene, til en opplevelse vi aldri kommer til å glemme.

Forfatterne stiller seg ansvarlig for oppgaven og konklusjonene den fører med seg, men påpeker samtidig at oppgaven ikke må oppfattes som investeringsrådgivning.

# Sammendrag

Formålet med denne masteroppgaven var å komme med et estimat på verdien til egenkapitalen til Equinor ASA og tilhørende aksjekurs per 01.01.2022. Sammen med den faktiske aksjekursen på tidspunktet for verdsettelsen, på henholdsvis 26,17 USD (NYSE) eller 235,9 NOK (OSE), ønsket vi å komme frem til en handlings-strategi.

Oppgaven er strukturert basert på en fundamental verdsettelse, hvor vi først kartlegger bransje, selskap og strategiske forhold. Deretter følger en gjennomgang av regnskapet og omgruppering, for å gjøre tallene mer rettet mot investorer. Dette blir etterfulgt av en analyse for risiko og lønnsomhet, samt en beregning av avkastningskrav, både med og uten en brun risikopremie. Til slutt kommer vi frem til et fremtidsregnskap som gir oss verdiene for fri kontantstrøm fra driften til Equinor ASA, og deretter virkelig verdi av egenkapitalen. Helt til slutt, har vi inkludert en komparativ verdsettelse ved bruk av multipler.

Masteroppgaven benytter ulike verdsettelsesmetoder, som har fått ulik vektning på den estimerte aksjekursen. Den fundamentale verdsettelsen er vektet høyest med 60 %, og denne verdsettelsen resulterte i en estimert verdi for egenkapitalen på 131,1 milliarder USD, og en aksjekurs på 40,26 USD. Videre ble Equinor ASA verdsatt med en brun risikopremie, som et tillegg til WACC, for å ta høyde for den økte risikoen i petroleumsbransjen knyttet til miljømessige hensyn. Dette ga oss en virkelig verdi på egenkapitalen på 74,0 milliarder USD, samt 22,72 USD som aksjekurs, og verdien ble vektet 20 % i endelig verdsettelse. Til slutt ble det også foretatt en komparativ analyse, som også var vektet med 20 %. Konklusjonen fra analysen var 28,74 USD som aksjekurs, og dermed en verdi på egenkapitalen per 01.01.2022 på 93,6 milliarder USD.

Samlet sett, etter vektning, resulterte verdsettelsen i en verdi på egenkapitalen på 112,2 milliarder USD eller 989 milliarder NOK, noe som gir tilhørende aksjekurs på henholdsvis 34,4 USD og 303,6 NOK. Selv med 10 % estimert feilmargin, som gir oss intervallet 31,0 – 37,9 USD, resulterte verdsettelsen i en kjøps-anbefaling per 01.01.2022.

# Abstract

The purpose of this master thesis was to deliver an estimated value of Equinor ASA's equity and price per share on January 1<sup>st</sup>, 2022. Combined with the actual trading price of 26,17 USD (NYSE) and 235,9 NOK (OSE) on the date of valuation, we wanted to conclude on a purchasing-recommendation.

This thesis is structured based on a fundamental valuation, where we first present and map the business, industry, and strategic factors. Following this, we review the company's financials and regroup these to better fit an investor perspective. Furthermore, we analyze certain key figures regarding risk and profitability, and calculate the required rate of return for this valuation, both with and without a brown premium. At the end of the thesis, we present the future accounting, which gives us the free cash flow from operations for Equinor ASA, giving us the value of equity. Followed by a comparative analysis using multiples to triangulate our results.

This master thesis uses different valuation methods. A fundamental analysis is weighted with 60 %, which is based on the free cash flow from operations, giving us a value for the equity and the stock price. This method gave us an estimated equity worth 131,1 billion USD and corresponding stock price of 40,26 USD. Further we valued Equinor ASA using a brown-premium, which accounts for the added risks in the petroleum-sector based on environmental concerns. The brown-premium valuation gave us an equity value of 74,0 billion USD and a stock price of 22,72 USD. This method was weighted 20 % in the final valuation. At the end, our results were also weighted with 20 % from a comparative analysis using multiples. The conclusion from this method was a stock price of 28,74 USD giving us a value of equity on January 1<sup>st</sup> of 93,6 billion USD.

After weighing the results of the different valuation methods, we concluded with a value of 112,2 billion USD or 989 billion NOK for the equity of the company, which gives us a stock price of 34,4 USD and 303,6 NOK. With an added 10 % margin of error, giving us the interval 31,0 – 37,9 USD, this resulted in a purchase recommendation on the valuation date, January 1<sup>st</sup>, 2022.

## Innholdsfortegnelse

<b>Forord</b> .....	<b>1</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>2</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Introduksjon</b> .....	<b>7</b>
1.1 <i>Motivasjon</i> .....	7
1.2 <i>Formål</i> .....	8
1.3 <i>Begrensninger</i> .....	8
1.4 <i>Struktur for oppgaven</i> .....	9
<b>2. Bakgrunn</b> .....	<b>10</b>
2.1 <i>Petroleumsbransjen</i> .....	10
2.2 <i>Petroleumsbransjen på verdensbasis</i> .....	11
2.3 <i>Historien til oljen</i> .....	12
2.4 <i>Equinor</i> .....	13
<b>3. Metode</b> .....	<b>14</b>
3.1 <i>Validitet og reliabilitet</i> .....	14
3.2 <i>Metoder for verdsettelse</i> .....	15
3.2.1 <i>Komparativ analyse</i> .....	15
3.2.2 <i>Fundamental verdsettelse</i> .....	16
3.3 <i>Valg av metode og struktur på verdsettelsen</i> .....	17
<b>4. Strategisk analyse</b> .....	<b>18</b>
4.1 <i>Ekstern analyse/bransjeanalyse</i> .....	18
4.1.1 <i>PEST</i> .....	18
4.1.2 <i>Porter sin femfaktor-modell</i> .....	25
4.2 <i>Intern analyse med VRIO</i> .....	29
4.3 <i>SWOT-analyse</i> .....	33
<b>5. Regnskapsanalyse</b> .....	<b>35</b>
5.1 <i>Resultatregnskap</i> .....	35
5.1.1 <i>Skatteberegning</i> .....	36
5.1.2 <i>Identifisering av unormale poster</i> .....	37
5.1.3 <i>Korrigert Resultatregnskap</i> .....	39
5.1.4 <i>Permanent resultat</i> .....	40
5.2 <i>Balanseregnskap</i> .....	41
5.2.1 <i>Omgruppering av balanseregnskapet</i> .....	42
5.2.2 <i>Netto driftsmessige eiendeler</i> .....	46
5.2.3 <i>Sysselsatt kapital, egenkapital og finansielle forpliktelser</i> .....	46



<b>6. Risiko- og lønnsomhetsanalyse</b>	<b>47</b>
6.1 <i>Likviditet</i>	47
6.1.1 Likviditetsgrad 1	47
6.1.2 Likviditetsgrad 2	48
6.2 <i>Soliditet</i>	49
6.2.1 Gjeldsgrad	49
6.2.2 Egenkapitalandel	50
6.3 <i>Finansiering</i>	50
6.3.1 Finansieringsgrad 1	51
6.3.2 Finansieringsgrad 2	52
6.4 <i>Lønnsomhet</i>	52
6.4.1 Egenkapitalens rentabilitet	53
6.4.2 Rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler (RNOA)	54
6.4.3 Driftsmargin	55
6.4.4 Rentedekningsgrad	56
6.5 <i>Oppsummering risiko og lønnsomhetsanalyse</i>	57
<b>7. Avkastningskrav</b>	<b>58</b>
7.1 <i>Kapitalverdimodellen</i>	58
7.2 <i>Avkastningskrav til total kapitalen - WACC</i>	65
7.3 <i>Grønne selskaper</i>	67
7.3.1 <i>ESG-score</i>	67
7.3.2 <i>Brun risikopremie</i>	68
<b>8. Fremtidsregnskapet</b>	<b>70</b>
8.1 <i>Historisk driftsinntekt</i>	70
8.2 <i>Historisk driftsmargin og netto driftsmessige eiendeler</i>	72
8.3 <i>Strategiske implikasjoner</i>	73
8.4 <i>Fremtidig inntekt</i>	75
8.5 <i>Fremtidig driftsmargin og netto driftsmessige eiendeler</i>	76
8.6 <i>Vekst</i>	77
<b>9.0 Fundamental verdsettelse</b>	<b>78</b>
9.1 <i>Fri kontantstrøm fra drift</i>	78
9.2 <i>Fri kontantstrøm med brun risikopremie</i>	80
9.3 <i>Estimat verdi per aksje</i>	81
<b>10.0 Sensitivitetsanalyse</b>	<b>82</b>
10.1 <i>Endring i WACC</i>	82
10.2 <i>Endring i vekst</i>	83
<b>11. Komparativ verdsettelse</b>	<b>85</b>

11.1 Analyse av utvalgte elementer.....	85
11.2 Analyse ved multipler.....	87
11.3 Oppsummering komparativ analyse.....	91
<b>12. Konklusjon.....</b>	<b>93</b>
<b>13. Referanseliste:.....</b>	<b>94</b>
<i>Bøker og artikler.....</i>	94
<i>Årsrapporter (AR).....</i>	95
<i>Nettsider.....</i>	95
<i>Forelesninger og presentasjoner.....</i>	99
<i>Bilder.....</i>	99
<b>14. Tabelloversikt.....</b>	<b>100</b>
<b>15. Figuroversikt.....</b>	<b>102</b>
<b>16. Bildeoversikt.....</b>	<b>103</b>
<b>17. Vedlegg:.....</b>	<b>104</b>

# 1. Introduksjon

## 1.1 Motivasjon

De siste årene har søkelyset vært stadig mer rettet mot bærekraftig utvikling, og overgangen fra fossile til fornybare energikilder. Samtidig har den norske historien knyttet til olje vært avgjørende for både vår individuelle og felles velferd her i landet. Trolig vil fossile energikilder også være en viktig del av samfunnet i årene som kommer. Spørsmålet er hvordan denne overgangen vil påvirke den økonomiske kapasiteten til selskaper og nasjoner, og særlig de selskapene som baserer sine primære inntektskilder på petroleum, slik som olje og naturgass. I den forbindelse er det interessant å se nærmere på hvordan en fundamental verdsettelse som legger vekt på bærekraft, vil slå ut på aksjekursen til et selskap som Equinor.

Selskapet opererer i en bransje som opplever svært skiftende og komplekse markedsbetingelser, både med tanke på volatile råvarepriser og valutakurser, en oppjustert rentebane, varierende tilbud og etterspørsel, og utsikter til økt inflasjon i tiden fremover. Dette er elementer vi må forsøke å ta hensyn til i en verdsettelse av selskapet, fordi det påvirker fremtidige inntjening og dermed kontantstrømmene. Derfor fører dette med seg en rekke spennende vurderinger og beslutninger underveis i arbeidet med oppgaven.

## 1.2 Formål

I denne verdsettelsen ønsker vi å sette søkelys på en av de viktigste bidragsyterne til den økonomiske veksten og velferdssamfunnet i Norge. Vi ønsker å se nærmere på det dominerende selskapet innenfor petroleumsbransjen her i landet, og samtidig se på hvordan selskapet bidrar til å fremme en bærekraftig utvikling. I den forbindelse har vi utarbeidet følgende overordnede problemstilling:

*«Hva er egenkapitalverdien og tilhørende aksjepris for Equinor ASA per 01.01.2022?»*

## 1.3 Begrensninger

Denne oppgaven inneholder klare avgrensninger og begrensninger. Først og fremst har det vært utfordrende å finne direkte sammenlignbare selskaper. Tidsaspektet er også en vesentlig fallgrube når det kommer til verdsettelse, med tanke på at slike analyser er ferskvare. Ved å arbeide med en problemstilling over et halvt år, vil mange av konklusjonene kunne vise seg å være feil på det tidspunktet hvor verdsettelsen leveres. Uavhengig av dette, så er det viktig å betrakte denne verdsettelsen med utgangspunkt i et ståsted ved årsskiftet 2021-2022. Det betyr at informasjon om oljepris og annen utvikling utover våren 2022 ikke har blitt hensyntatt. Nærmere avgrensninger er angitt i første avsnitt under de aktuelle delkapitlene.

## 1.4 Struktur for oppgaven

En verdsettelse kan med fordel følge en nokså streng struktur, som gjør det oversiktlig for leseren å forstå hvordan vi har gått frem i analysen. Denne masteroppgaven har følgende struktur:

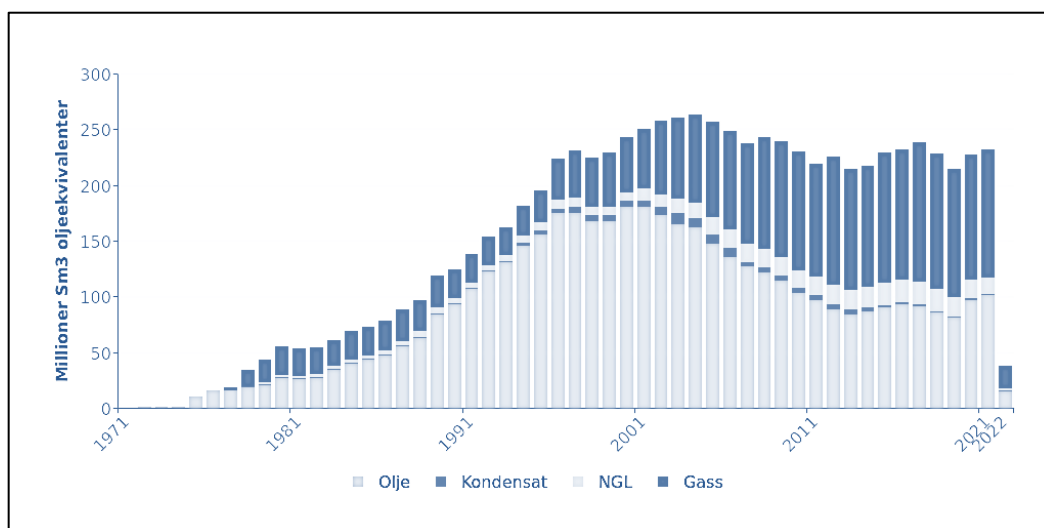
1. Gjennom kapittel 2 og 3 forsøker vi å skape et innblikk i selskapet, markedet, metodikken og strukturen for verdsettelsen for øvrig.
2. I kapittel 4 foretar vi en strategisk analyse, som vil bli brukt når vi senere skal komme med prognoser for årene i tiden fremover. Denne vil også danne det strategiske grunnlaget for en brun risikopremie.
3. I kapittel 5 presenteres det korrigererte resultatregnskapet og balansen til Equinor. I utgangspunktet vil de opprinnelige regnskapene være mer rettet mot kreditorer, men vi ønsker å få frem driverne bak verdiskapningen i selskapet. Regnskapet omgrupperes derfor for å få skille mellom hva som stammer fra kjernevirksomhet, og hva som stammer fra finansielle faktorer eller unormale poster.
4. Kapittel 6 inneholder en analyse basert på nøkkeltall, samt en sammenligning med bransjen. Her får vi frem lønnsomhet, likviditet og andre faktorer som kan ha betydning for videre analyse.
5. I kapittel 7 er vi ute etter et avkastningskrav til totalkapitalen, «WACC», som vil bli brukt til diskontering og vekst i terminalleddet i verdsettelsen. Her vil vi også komme frem til en verdi for en brun risikopremie.
6. Basert på informasjonen i foregående kapitler skal vi i kapittel 8 presentere et fremtidsregnskap for Equinor for årene 2022-2026, hvor vi vil komme med våre vurderinger for forventet utvikling i driftsinntekter, netto driftsmessige eiendeler, vekst og driftsmargin.
7. I kapittel 9 vil vi bruke informasjonen fra kapittel 8 til å komme frem til en verdi på egenkapitalen, basert på fri kontantstrøm fra drift. Dette gjøres både med og uten den brune risikopremien. Dette blir etterfulgt av en sensitivitetsanalyse i kapittel 10.
8. Kapittel 11 vil bestå av en komparativ analyse som skal supplere den fundamentale verdsettelsen, som kombinert, skal gi oss nok grunnlag for en konklusjon.
9. Til slutt vil vi komme med en konklusjon med et vektet gjennomsnitt av verdsettelsesmetodene. Dette resulterer i en anbefaling om kjøp, hold eller salg av aksjen per 01.01.2022.

## 2. Bakgrunn

I denne delen av oppgaven vil vi se nærmere på markedet for petroleum, både i Norge og på verdensbasis. Vi vil også se nærmere på Norge sin oljehistorie, og gi et oversiktlig bilde av Equinor som selskap og utviklingen frem til i dag.

### 2.1 Petroleumsbransjen

Den norske staten har store inntekter som følger av petroleumsvirksomheten på norsk sokkel, og samlet netto kontantstrøm anslås til rundt 287,5 milliarder kroner i 2021, (Norsk Petroleum, 2022a). Petroleumsvirksomheten er Norge sin største næring, målt både i verdiskaping, statlige inntekter, investeringer og eksportverdi. Næringen er også avgjørende for norsk økonomi, samtidig som det finansierer store deler av det norske velferdssamfunnet. I 2021 passerte produksjonen på norsk sokkel over 230.5 millioner Sm<sup>3</sup> (salgbare standard kubikkmeter oljeekvivalenter), (Norsk petroleum, 2022b). Utviklingen i produksjonen er fremstilt i grafen nedenfor:

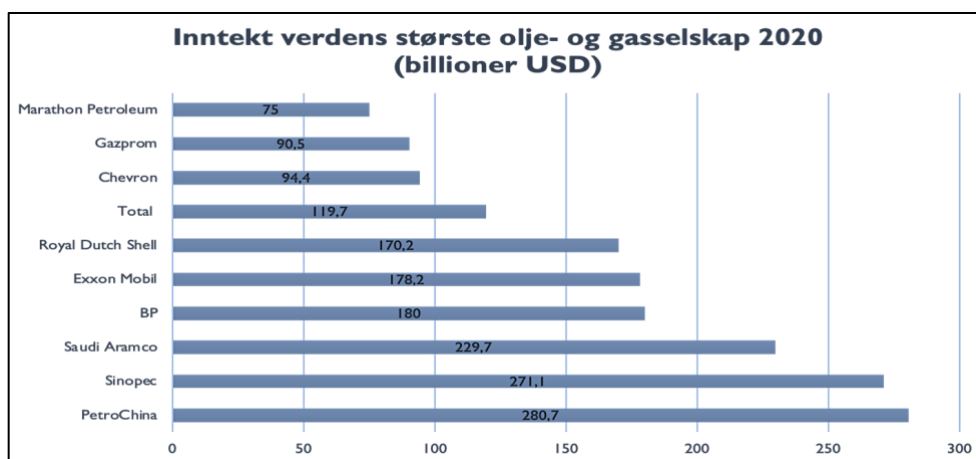


Bilde 1: Utviklingen i produksjon av olje, gass, kondensat og NGL frem til 2022 (Norsk petroleum, 2022c).

## 2.2 Petroleumsbransjen på verdensbasis

På verdensbasis er Norge en ganske liten aktør i oljemarkedet, og det er anslått at norsk produksjon av olje dekker rundt 2 % av den samlede etterspørselen etter råolje rundt om i verden samt 3 % for naturgass. Til sammenligning dekker både Saudi-Arabia og Russland 12 % hver av verdens etterspørsel etter olje, mens USA står for 18 %. Likevel er Norge den tredje største eksportøren av gass i verden, og forsyner Europa med mellom 20-25 % av totalt gassforbruk, (Norsk petroleum, 2022d).

Oljen står for rundt en tredjedel av den totale etterspørselen i verden etter energi. Naturgass på sin side dekker rundt 24 % av etterspørselen, og står for en betydelig andel av veksten i energiforbruket de siste årene. Russland er den største aktøren, og dekker rundt 34 % av gassetterspørselen i Europa, (Norsk petroleum, 2022d). Dersom vi ser på hvilke aktører som er størst i forhold til inntekt, slik figuren nedenfor viser, så ser vi at de kinesiske selskapene PetroChina og Sinopec toppe listen, etterfulgt av Saudi Aramco:



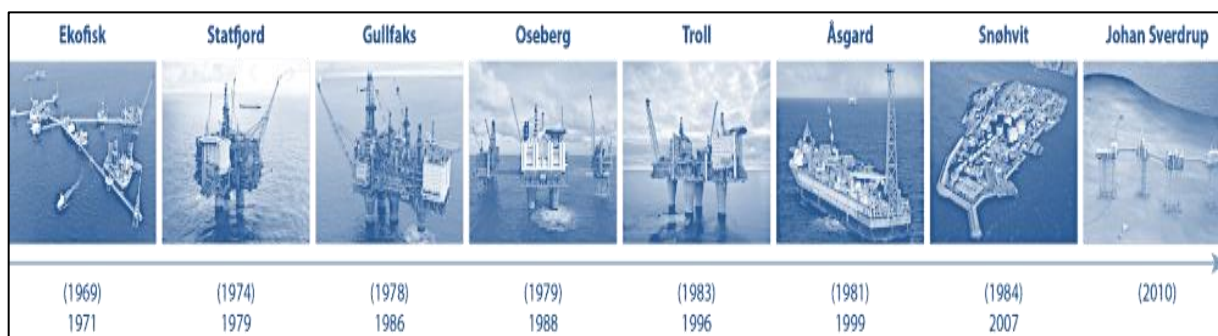
Figur 1: *Inntekt verdens største olje- og gasselskap i 2020 i billioner USD (Statista, 2020).*

## 2.3 Historien til oljen

Etter funnet av gass i Groningen 1959, ble oppmerksomheten vendt mot Nordsjøen, og i oktober 1962 ble det sendt et brev til norske myndigheter med forespørsel om tillatelse til leting i Nordsjøen. Flere selskaper meldte sin interesse for leting, men i 1963 statuerte Norge sin suverenitet over den norske kontinentalsokkelen. Gjennom en ny lov ble det slått fast at staten var grunneier og at bare Kongen kunne gi tillatelse til leting og utvinning.

(Regjeringen, 2021a).

Det første funnet av olje på norsk sokkel ble senere gjort på Balder i 1967, men det var et lite lønnsomt prosjekt den gangen. Noen år senere startet det norske oljeeventyret for fullt ved Ekofisk i 1969, et av de største oljefeltene som har blitt funnet i havet. Med ny teknologi ble de lovende områdene undersøkt først, noe som førte til funn som Statfjord, Oseberg, Gullfaks og Troll. Dette er felt som har vært svært viktig for utviklingen av Norge sin petroleumsvirksomhet, (Regjeringen, 2021a).



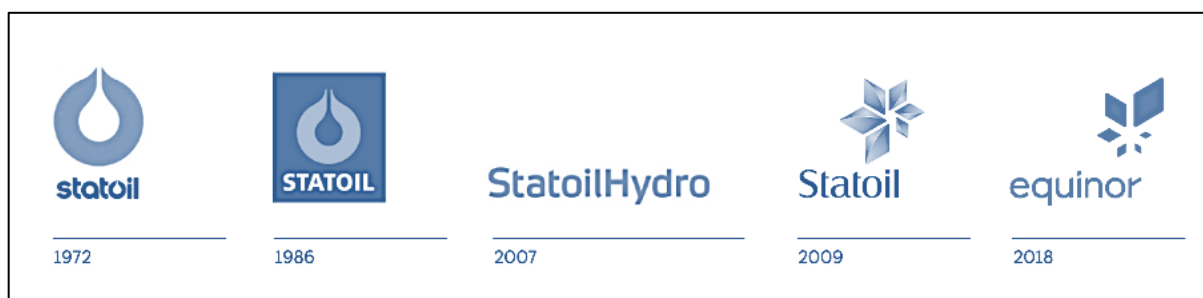
Bilde 2: Oversikt over viktige felt og funnår på norsk sokkel (Norsk petroleum, 2021a).

Aktiviteten i Norskehavet og Barentshavet startet for fullt på begynnelsen på 1980-tallet, mens produksjonen ble satt i gang i henholdsvis 1993 og 2007. I begynnelsen var det utenlandske selskaper som sto for majoriteten av letevirksomheten, men også utbyggingen av de første olje- og gassfeltene. I 1972 ble Statoil opprettet med den norske staten som eeneier, og det ble også etablert et prinsipp om 50 % statlig deltakelse i hver utvinningstillatelse, (Regjeringen, 2021). Ved år 2000 ble det åpnet for økt deltakelse fra flere typer selskaper på sokkelen, og i dag er det et stort mangfold og konkurranse på norsk sokkel, både med norske og utenlandske aktører, (Regjeringen, 2021a).



## 2.4 Equinor

Den norske stats oljeselskap AS ble opprettet i 1972, og ble børsnotert i Oslo og New York tilbake i 2001. Senere, i oktober 2007, ble Statoil fusjonert med Hydro sin olje- og gassdivisjon. I moderne tid har selskapet gjennomgått en ny forvandling, for å tilpasse seg selskapets utvikling og identitet, og i 2018 ble det derfor vedtatt å endre navn til Equinor. Selskapet er nå en relativt stor internasjonal aktør som driver forretning i over 30 land. Per i dag er Equinor den ledende operatøren på norsk sokkel, i tillegg til at den globale virksomheten har fått et betydelig fotfeste både i Europa, Afrika, Nord-Amerika og Brasil, (Equinor, 2022a).



Bilde 3: Historisk utvikling for selskapet (Equinor, 2022a).

Equinor er et bredt energiselskap, som forsyner hele verden med energi, samtidig som de forsøker å ta en ledende rolle i det grønne skiftet. Selskapet posisjonerer seg selv som fremtidens energiselskap, og legger vekt på å forvandle naturressurser til energi for mennesker og fremgang for samfunnet. Virksomheten går fra leting, utvikling og produksjon av olje og gass, til vindkraft og solenergi. Equinor står selv for flere ledd i verdikjeden ved å prosessere, raffinere og trade, (Equinor, 2022b).

Staten har per i dag den største eierandelen i selskapet, med 67 %. Selskapet har en visjon om at «vi former energiframtiden», og legger vekt på verdier som «modig», «åpen», «samarbeid», og «omtenksom». Dagens Equinor investerer tungt innen fornybar energi, slik som havvind, solenergi, hydrogen og karbon fangst, samt lagring. Med dette ønsker selskapet en strategi med fokus på sikker drift, høy verdiskaping og lave karbonutslipp, (Equinor, 2022b).

## 3. Metode

For at denne oppgaven skal representere ståstedet til en investor, så har vi valgt å utelukkende benytte sekundærdata som er tilgjengelig for alle. Intervjuer og kontakt med Equinor kunne vært foretatt for å få et bedre innblikk i selskapet, men dette kan fjerne noe av objektiviteten ved verdsettelsen. Equinor kan overestimere mange av sine positive prosjekter og undervurdere konsekvensene av negative scenarier. Det ble derfor valgt å foreta denne verdsettelsen med utgangspunkt i offentlig informasjon, slik som årsrapporter og lignende.

### 3.1 Validitet og reliabilitet

Indre validitet måler om vi har dekning for våre konklusjoner i den dataen vi har, (Jacobsen, S. 17, 2018). Denne dataen er laget til flere formål. Kreditorer skal kunne tolke årsrapporter for å se hvor mye kortsiktig og langsiktig rentebærende gjeld selskapet har, og hva det kan tåle. Investorer skal kunne se hvor lønnsomt selskapet drives. Selskapet selv skal kunne ta fremtidige strategiske valg basert på resultatet fra foregående periode. Det viktigste er at denne dataen er objektiv, og gjennom revisjon og diverse regnskapsregler, kan vi stole på at dataen er av høy kvalitet og passende til vårt formål.

Ytre validitet baserer seg på om vi har grunnlag for statistisk generalisering, (Jacobsen, s. 17, 2018). En verdsettelse er kun gyldig for en spesifikk bedrift på et spesifikt tidspunkt. Det er altså ikke mulig å videreføre våre funn til andre verdsettelsener.

For at validiteten til en verdsettelse skal være god, må den komme med konkrete antagelser om fremtiden. Dersom man mener en bedrift vil kunne ha vekst i fremtiden må dette konkretiseres og beregnes, slik at man i fremtiden kan betrakte regnskap for å se om denne antagelsen var riktig eller ikke, (Penman, s. 91, 2013).

Reliabiliteten går på om verdsettelsen vår er til å stole på, (Jacobsen, s. 17, 2018). Det handler om andre personer ville kommet frem til samme konklusjon som det vi gjorde. Prognoser av fremtidig utvikling gjør at man må komme med konkrete forslag og estimater, disse kan man ikke på forhånd si om var riktige. Det viktige for oss i denne verdsettelsen er å begrunne alle valg som tas, og forsterke disse ved hjelp av annen forskning. Ved å

kontinuerlig begrunne og argumentere for valgene som tas, så vil det styrke reliabiliteten til verdsettelsen.

## 3.2 Metoder for verdsettelse

Her skal vi kort betrakte to ulike metoder for verdsettelse, som begge har sine bruksområder. Vi skal primært se på fundamental verdsettelse, og komparativ verdsettelse ved hjelp av multipler.

### 3.2.1 Komparativ analyse

En komparativ analyse ser på selskaper som er så like som mulig, og man sammenligner disse ved hjelp av multipler. Disse multiplene kan være for eksempel P/B (price/book) og P/E (price/earnings). Penman mener først og fremst at dette er en metode for å få et førsteinntrykk av selskapet sammenlignet med andre, (Penman, s. 78, 2013). Det betyr at den dermed ikke kan erstatte en fundamental verdsettelse, men brukes til å supplere resultatet. Penman trekker frem tre steg i en komparativ analyse, (Penman, s. 76, 2013):

1. Identifisere sammenlignbare selskaper, med like operasjoner.
2. Regn ut multipler som kan sammenlignes på tvers av selskaper.
3. Bruke disse multiplene til å komme frem til en verdi på verdsettelsesobjektet.

Koller et al, trekker frem at en DCF (Discounted cash flow) analyse er mer fleksibel og nøyaktig, men det kan være hensiktsmessig å inkludere en multippel-analyse hvor man sammenligner verdsettelsesobjektet med andre komparative selskaper, for å bedre nøyaktigheten i en DCF-verdsettelse, (Koller et al, s. 313, 2010).

Damodaran påpeker hvordan man er avhengig av at markedet er stort nok, samt at selskapet man verdsetter har gode bedrifter til sammenligning, og at dette avgjør om teknikken er riktig å bruke eller ikke, (Damodaran, s. 610, 2012). Her påpeker han at bedrifter som er modne eller declining (på vei ned) i livsløpet, har størst grunnlag for bruk av multipler. For ny-

oppstartede selskaper med hurtig vekst, så er det gjerne vanskelig å finne de riktige selskapene å sammenligne med, og man kan få ekstremverdier som påvirker resultatet.

### 3.2.2 Fundamental verdsettelse

I den fundamentale verdsettelsen forsøker man å finne prognoser for fremtidige kontantstrømmer, hvor man har en eksplisitt periode og forutsetter kontinuerlig vekst etterpå, (Gjesdal, 2012). Det finnes flere forskjellige modeller innen fundamental verdsettelse, som alle forsøker å gjøre det samme. Gitt at input-parameterne er de samme, så skal disse gi samme resultat, (Gjesdal, 2012).

Penman beskriver en fundamental verdsettelse i 5. steg, (Penman, s. 85, 2013):

1. «Knowing the business»: Her handler det om å kartlegge selskapet. Dette kan enten være ved å analysere historien til selskapet, eller ved å se på bransjen og hvordan den fungerer. Det kan også være å analysere strategiske og kvalitative aspekter ved selskapet.
2. «Analyzing information»: Dette dreier seg ikke bare om å se på regnskapene, men både kvalitative og kvantitative aspekter ved selskapet. I denne delen skal informasjonen som trengs for å komme med prognoser samles og struktureres, slik at man kan gå videre til steg 3.
3. «Developing forecasts»: Her skal man se på hvilke drivere man ønsker å ta med i prognose-perioden, og dette steget er viktig for validiteten til oppgaven. Her skal også veksten på de ulike driverne kalkuleres basert på informasjonen hentet i steg 2.
4. «Converting the forecast to a valuation»: Fremtidig avkastning skal beregnes, samt diskonteres til en nåverdi, som gir oss et bilde på hva selskapet er verdt på verdsettelsestidspunktet.
5. «The investment decision»: Til slutt kommer man frem til en konklusjon om man burde investere i selskapet eller ikke. Basert på en fundamental verdsettelse skal vi få frem en verdi på aksjen, som gjør at vi kan uttale oss om selskapet er over- eller underpriset, sammenlignet med dagens markedsverdi.

### 3.3 Valg av metode og struktur på verdsettelsen

I struktureringen av vår verdsettelse vil vi i stor grad følge oppsettet til kurset Boko 4030 – Verdsettelse og lønnsomhetsanalyse, med Frode Kjærland og Odd Birger Hansen. Her vil vi hovedsakelig basere oss på fundamental verdsettelse ved hjelp av fri kontantstrøm fra driften til Equinor. Totalt vil dette gi oss virkelig verdi av netto driftsmessige eiendeler. Trekker vi deretter fra netto finansielle forpliktelser, så ender vi opp med en verdi på egenkapitalen. Denne verdien kan så deles på antall utestående aksjer for å få en verdi per aksje per 01.01.2022.

Ødegaard sin struktur for en verdsettelse er nokså lik Penman sin, (Ødegaard, NA). Det er strukturerte steg, hvor man først introduserer bedriften og industrien. Deretter en strategisk og økonomisk analyse, som danner grunnlag for senere kontantstrøm-beregninger. Disse kontantstrømmene kan så diskonteres tilbake til verdsettelsestidspunktet. Etter man kommer frem til en verdi, vil det videre være naturlig med en sensitivitetsanalyse, etterfulgt av en konklusjon. Ødegaard nevner også at en fundamental analyse gjerne kan suppleres med en multipel-analyse, som vi også velger å inkludere i denne oppgaven.

Vi vil også foreta en verdsettelse med en brun risikopremie, som vi kommer tilbake til senere i oppgaven. Denne skal supplere den fundamentale verdsettelsen ved å gi oss en verdsettelse, gitt at brune selskaper slik som petroleum, burde ha en risikopremie. Totalt vil vi vekte endelig verdsettelse med 60 % fra fri kontantstrøm fra drift uten brun risikopremie, 20 % fra fri kontantstrøm fra drift med en brun risikopremie, samt 20 % fra en komparativ analyse ved bruk av multipler. Historisk vil vi se på årene fra 2017 til 2021 for å danne oss et bilde av bransjen, selskapet og historiske regnskapstall. Den eksplisitte perioden eller prognoseperioden vil være fra 2022 til 2026.

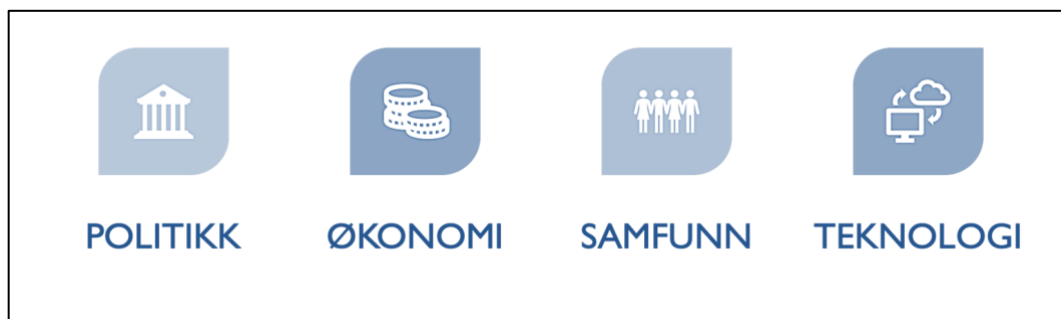
## 4. Strategisk analyse

I den strategiske analysen ønsker vi å undersøke styrkene og svakhetene, eksternt og internt, hos Equinor. Dette vil inkludere elementer som ikke kommer frem av en regnskapsanalyse, og vil derfor bli sett på som et supplement til det som kommer senere i oppgaven. Vi starter med en bransjeanalyse i form av en PEST-analyse og Porter sin fem-faktormodell, før vi deretter foretar en intern analyse ved hjelp av VRIO-modellen. Avslutningsvis ønsker vi å oppsummere analysene med en SWOT-analyse.

### 4.1 Ekstern analyse/bransjeanalyse

#### 4.1.1 PEST

I PEST-analysen skal vi se nærmere på makroforhold som vi finner i selskapets omgivelser. Analysen tar for seg fire drivkrefter eller faktorer, og kan fortelle noe om strategiene til Equinor vil lykkes eller ikke, (Erichsen, Solberg, Stiklestad, S. 261, 2017). Analysen tar for seg hvordan politikk, økonomi, samfunn og teknologi påvirker rammebetingelsene selskapet opererer under. Dette er faktorer man ikke har mulighet til å påvirke selv, men som selskapet likevel burde prøve å identifisere, (Erichsen, Solberg, Stiklestad, S. 261, 2017).



Figur 2: Elementer i en PEST-analyse (egenkomponert).

## Politiske og juridiske forhold

Politiske og juridiske forhold handler om graden av regjerings-intervensjon i økonomien, og går blant annet ut på skattepolitikk, valutapolitikk samt stabilitet hos myndighetene, (Erichsen, Solberg, Stiklestad, s. 261, 2017). Særlig viktig for petroleumsbransjen er petroleumsloven og petroleumsskatteloven. Petroleumsloven gir den norske stat eiendomsrett til undersjøiske forekomster av petroleum, samt eksklusiv rett til ressursforvaltning, (Petroleumsloven, 1996).

Petroleumsskatteloven på sin side regulerer skattlegging av undersøkelse og utvinning av undersjøiske forekomster av petroleum, samt arbeid og virksomhet knyttet til dette, (Petroleumsskatteloven, 1975). Petroleumsskatteloven viser at selskap som driver med leting, utvinning og rørledningstransport på norsk kontinentalsokkel, får en særskatt på 56 %. Dette kommer i tillegg til den ordinære selskapsskatten på 22 %, noe som resulterer i en samlet skattesats på 78 %, (Skatteetaten, NA).

De siste årene har det også vært et stadig større fokus på bærekraftig utvikling, og omstillingen fra fossile til fornybare energikilder. Her står Paris-avtalen sentralt, hvor Equinor har forpliktet seg til å bidra til nullutslipps-målet for samfunnet innen år 2050. Paris-avtalen er en internasjonal avtale med mål om at alle land klarer å begrense klimaendringene, (FN, 2020). I sammenheng med dette står innføringen av CO<sub>2</sub>-avgiften sentralt, en avgift som ble innført i Norge i 1991. Formålet med avgiften er å kostnadseffektivt redusere utslippet av CO<sub>2</sub>, og omfatter både mineralolje, bensin, naturgass og LPG, (Regjeringen, 2020). I forslaget til statsbudsjettet for 2022, er avgiftssatsen satt til NOK 766,- per tonn CO<sub>2</sub>. Fra dagens nivå på NOK 590,-, er det foreslått at avgiften skal øke med 15 % årlig frem til 2030, hvor avgiften da vil ende på NOK 2000,- per tonn CO<sub>2</sub>. Samtidig vil industrien trolig få opp mot 3 milliarder NOK i årlig kompensasjon for de økte avgiftene, (E24, 2021a).

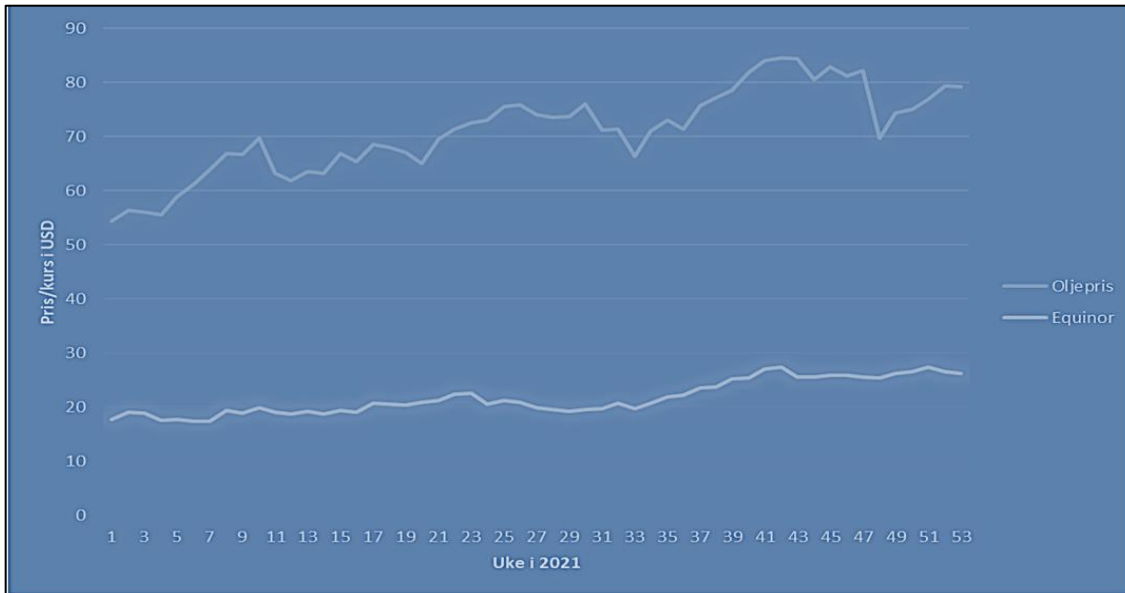
## Økonomiske forhold

Det er en rekke økonomiske forhold som vil kunne ha betydning for Equinor i tiden fremover, slik som inflasjon, oljepris, rentenivå, valutakurs, og sysselsetting. Dette er volatile faktorer, særlig med tanke på den spente markedssituasjonen vi befinner oss i. Samtidig er det elementer som påvirker tilbud og etterspørsel etter olje, og dermed også inntektene til selskapet.

Inflasjon og rentenivå er to økonomiske størrelser som henger nøye sammen, og må derfor ses i sammenheng med hverandre. Når det gjelder inflasjon så er det ofte kjerneinflasjonen Norges Bank tar utgangspunkt i når den skal ta rentebeslutninger, siden strøm- og energipriser varierer mye. Konsumprisindeksen var i slutten av 2021 på rundt 5 %, mens den justerte konsumprisindeksen var rundt 1,5 %, (E24, 2022). I utgangspunktet er målet til Norges Bank en kjerneinflasjon på 2 % over tid, og vi må tilbake til 2008 for å finne et år med en sammenlignbar 12-måneders vekst i konsumprisindeksen, slik som for 2021, (Norges Bank, 2022a). Et økt rentenivå vil normalt føre til en lavere inflasjon, som også vil føre til en svakere kronekurs. En svakere kronekurs gjør det dyrere å importere varer til Norge fra utlandet, samtidig som eksportbedrifter slik som Equinor, får bedre betalt for varene de selger til utlandet.

Det globale markedet har vært turbulent de siste årene, særlig knyttet til korona-pandemiens inntreden i mars 2020. Dette har resultert i svært volatile priser på olje og naturgass. Prisen på Brent råolje har variert stort, og opplevde et kraftig fall under utbruddet av pandemien. Equinor er avhengig av hvordan markedet priser olje og gass. I den forbindelse har vi gjennomført en enkel regresjonsanalyse med aksjekursen til selskapet, og sammenlignet denne med Brent spot-pris for ett fat med olje. Tallene for begge kursene er hentet fra Yahoo Finance for å sikre sammenlignbar valutaberegning, (Yahoo Finance, 2022). Totalt er det hentet 53 ukentlige observasjoner gjennom året 2021. Målet med dette er å se hvor stor påvirkning oljeprisen har på aksjekursen til selskapet:





Figur 3: Utvikling til aksjekursen til Equinor og Oljepris i 2021 (egenkomponert).

Visuelt ser vi at oljeprisen svinger noe mer, sammenlignet med Equinor-aksjen. Vi ser også at daler for oljeprisen gjerne er sammenfallende med daler i aksjekursen. Når man betrakter tallene som vist i vedlegg 1, ser vi at det ikke alltid er en tydelig sammenheng mellom kursene. Slik som 19. februar ser vi en ukentlig økning på 11,5 % for Equinor-aksjen, sammenlignet med 4,6 % økning i oljeprisen. I dette tilfellet kan det kanskje skyldes andre faktorer.

Regresjonsmodellen, som vist i vedlegg 2, gir oss en forklaringsgrad på 69,1 % (68,5 % justert). Dette tilsier at 69,1 % av variasjonen i aksjekursen kan beskrives basert på utslag i oljeprisen. Likevel er det viktig å merke seg at vi her har tidsseriedata, som tilsier at periode (N-1), har stor påvirkning på neste periode (N). Dette vil være en svakhet ved modellen ved at økning i (N-1) gjerne tilsier økning i perioden (N). Modellen ser vi er signifikant på 95 %-nivå.

Det vi kan ta med oss fra denne regresjonsmodellen er at prisen på olje og gass vil være en betydelig faktor for Equinor sin lønnsomhet i årene som kommer og dermed også en usikkerhet i denne verdsettelsen. Vi kommer mer tilbake til oljepris og usikkerhet i kapittel 10, gjennom sensitivitetsanalysen.

## Sosiokulturelle og miljømessige forhold

Sosiokulturelle og miljømessige forhold handler om å se nærmere på de demografiske, men også etiske og miljømessige hensyn selskapet må ta i forbindelse med sine aktiviteter. I Equinor sitt tilfelle handler dette om å bidra til en bærekraftig utvikling, og en av de mest kjente definisjonene for bærekraftig utvikling defineres som følger; *“En utvikling som imøtekommer dagens behov uten å ødelegge mulighetene for at kommende generasjoner skal få dekket sine behov,”* (FN, 2021). I arbeidet med dette ligger det tre dimensjoner til grunn, slik vi har illustrert i figuren nedenfor:



Figur 4: Elementer i definisjonen av en bærekraftig utvikling (egenkomponert).

Den første dimensjonen, klima og miljø, tar for seg de menneskeskapte klimautslippene, som særlig stammer fra olje, kull og gass. Først og fremst fører klimautslipp til en forsterket drivhuseffekt, som igjen bidrar til global oppvarming og endring i klimaet. Ekstremvær, høyere temperaturer, og ødelagte økosystemer, kan føre til naturkatastrofer, men også til konflikter i kampen om naturressurser, (FN, 2021). Nærmere beskrivelse av Equinor sitt arbeid med dette kommer vil tilbake til i den interne analysen.

Ifølge (Regjeringen, 2021b) er det en rekke land som fortsatt ikke har tilgang til den energien landet har behov for, en tilgang mange andre tar for gitt. Dette er energi man er avhengig av for å utvikle landet i riktig retning, og her kommer tjenestene til Equinor til nytte. I årene fremover vil man trolig være enda mer avhengig av å kunne forsyne verden med riktig og mer miljøvennlige former for energi.

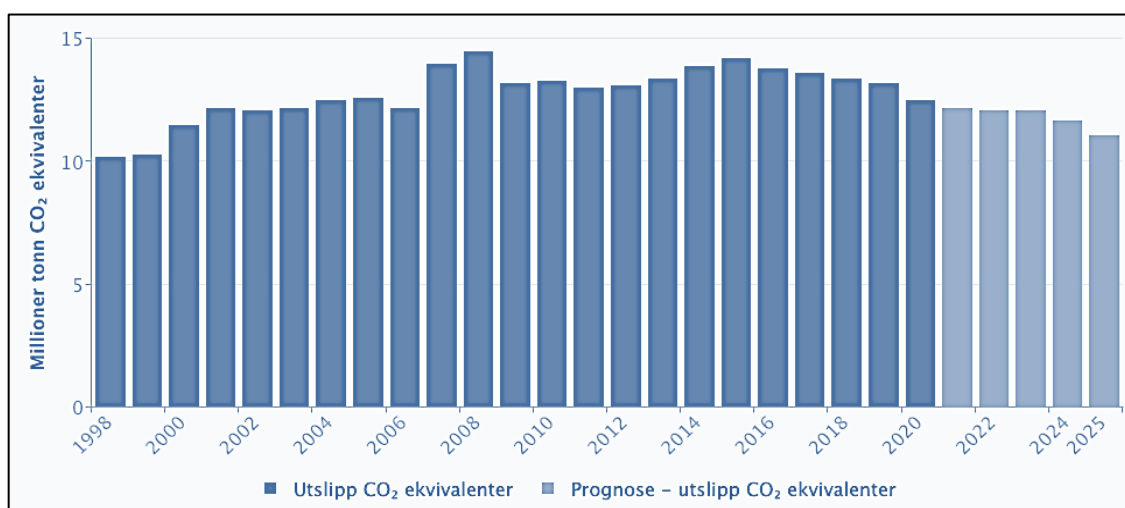
Den økonomiske dimensjonen tar sikte på å skape økonomisk trygghet, og å redusere gapet mellom rike og fattige. Ulikhet kan føre til konflikter og uenighet, og kan bidra til å redusere

den bærekraftige utviklingen. Utfordringen er knyttet til hvordan man kan gjøre dette til en “grønn økonomisk vekst”, som påfører samfunnet og kloden minst mulig skade, (FN, 2021). I Equinor sin «*modern-slavery*»-rapport for 2021 blir det påpekt flere uheldige forhold i forbindelse med selskapets internasjonale aktiviteter, som dårlige arbeidsforhold, og hvordan selskapet har kompensert arbeidere som var involvert i dette, (Equinor, 2022c).

Den sosiale dimensjonen på sin side handler om å sikre et rettferdig og godt liv for alle, hvor menneskerettighetene står sentralt i arbeidet med dette. Likestilling, utdanning, gode helsetilbud og mangfold, er viktige elementer som ligger inn under denne dimensjonen, (FN, 2021). Å respektere menneskerettighetene står sentralt i Equinor-konsernet sine kjerneverdier, og selskapet har utarbeidet definerte retningslinjer for arbeidet med dette. Disse retningslinjene forteller hvordan selskapet skal opptre, og ikke minst hva selskapet forventer av leverandører og andre samarbeidspartnere. Det handler blant annet om å skape sikre arbeidsforhold, arbeide mot alle former for moderne slaveri, respektere lokalsamfunnene, og arbeide mot å forhindre barnearbeid, (Equinor, 2020a).

## Teknologiske forhold

For Equinor kan teknologiske fremskritt innenfor robotisering, kunstig intelligens og teknologi for å redusere klimautslipp, være mest avgjørende for selskapet i tiden fremover. Dette handler både om beredskap og vern ved akutte utslipp i form av oljesøl, men også en generell reduksjon i utslipp. I 2020 tilsvarte utslipp av klimagasser fra petroleumsvirksomhet rundt 12,5 millioner tonn CO<sub>2</sub>. Dette utgjør omtrent 25 % av de totale utslippene av klimagass fra Norge, (Norskpetroleum, 2021b). Nedenfor er utviklingen og prognosene for utslipp fra petroleumssektoren visualisert:

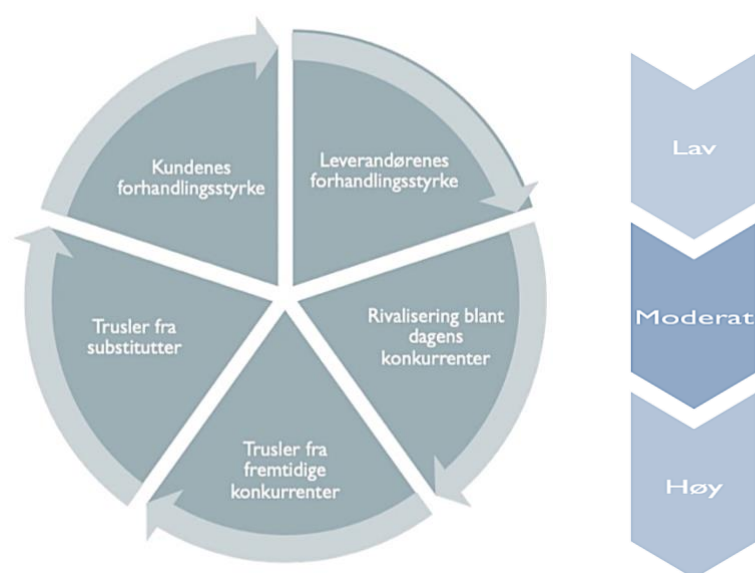


Bilde 4: Utslipp CO<sub>2</sub> ekvivalenter i millioner tonn i perioden 1998-2020, samt prognose frem til året 2025 (Norsk petroleum, 2021b).

Her har særlig tiltak for energieffektivisering, slik som energistyringssystemer og bruk av mer effektivt utstyr, vært avgjørende for utviklingen i utslippene. For eksempel er kombi-kraft en teknologisk nyvinning som blir benyttet på flere felt, hvor energieffektiviteten øker og utslippene blir redusert. Det blir også lagret store mengder CO<sub>2</sub> fra norsk sokkel, i tillegg til at flere felt drives med kraft fra land. Samtidig er CO<sub>2</sub>-avgiften, kvoteplikten og tillatelsene/godkjenningene som kreves, viktige virkemidler for å redusere klimagassutslippene, (Norsk petroleum, 2021b). Norge satser i tillegg på fangst av CO<sub>2</sub>, noe som blir betegnet av FN som et sentralt tiltak for å redusere klimagassutslippene. Det handler om å fange, lagre og transportere CO<sub>2</sub>, hvor håndterings-prosjektene ved feltene Sleipner og Snøhvit er de eneste i drift i Europa per dags dato, (Norsk petroleum, 2021b).

## 4.1.2 Porter sin femfaktor-modell

Porter sin femfaktor-modell tar utgangspunkt i å analysere konkurransesituasjonen i markedet. Der PEST-analysen ser på makroforhold, tar denne modellen i stedet for seg mikro-forhold, (Erichsen, Solberg, Stiklestad, S. 262, 2017). Michael Porter mente det var fem faktorer som kan forklare konkurranseevnen til et selskap og dynamikken i bransjen, (Regjeringen, 2010). Vi vil i denne delen av oppgaven gå gjennom hver av disse fem faktorene, og forsøke å relatere dem til selskapet. Modellen er illustrert under på venstre side, mens vurderingsgrunnlaget for de ulike faktorene er presentert til høyre:



Figur 5: Elementer i Porter sin femfaktor-modell, samt vurderingskriterier (Egenkomponent).

### Dagens konkurrenter

For Equinor tar vi her for oss de største konkurrentene, hvor det ved årsskiftet 2021/2022 eksisterte 36 lete- og produksjonsselskaper på norsk sokkel. Av disse er 25 av selskapene operatører, mens 13 er rettighetshavere i utvinningstillatelser. Equinor har klart flest lisenser på sokkelen, med totalt 280 lisenser ved årsskiftet. Nest størst er Petoro AS med 183 lisenser, deretter Vår Energi ASA med 139 lisenser, og Aker BP med 121 lisenser, (Norsk Petroleum, 2021c).

Det er også viktig å påpeke at selskapet opererer i en bransje med standardiserte produkter, hvor de faste kostnadene er høye, og marginalkostnadene er lave. Med utgangspunkt i dette skulle man tro at pris vil være en differensierings mulighet, men prisen er allerede satt av markedet. Equinor har også større internasjonale konkurrenter, dersom de produserer et stort kvantum vil dette påvirke prisen på markedet og dermed Equinor sin fortjeneste. Alt i alt kan det tyde på en moderat konkurranse.

## Substitutter

Trusselen knyttet til substitutter for olje og naturgass vil kunne utgjøre en reell trussel i årene fremover. Særlig har fokuset på bærekraftig utvikling og fornybare energikilder fått en sentral rolle. Her har også Equinor tatt grep og diversifiserer seg til å bli en integrert energi leverandør. Selv om fokuset har blitt endret fra brune til grønne former for energi, vil trolig olje og gass fremdeles være viktige kilder til energi, også i årene som kommer. Spørsmålet er derfor hvordan store olje- og gasselskaper håndterer prosessen med å omstille seg gradvis de neste 10-15 årene. Her vil det ligge både muligheter og trusler, som administrerende direktør i BP, Bernard Looney, sa i podcasten til Nicolai Tangen: «*Transition does not equal lower returns, transition equals enormous opportunity*», (In good Company with Nicolai Tangen, 2022).

Det kan for eksempel tenkes at hydrogen får en større rolle i energisystemet i fremtiden, hvor selskap slik som NEL, har fått mye oppmerksomhet de siste årene. Også her ser Equinor på muligheter som handler om hvordan man kan gjøre om naturgass til rent hydrogen, gjennom fangst og lagring av CO<sub>2</sub>. Selskapet har flere spennende prosjekter på gang, som for eksempel H2H Saltend og H21 North of England, (Equinor, 2020b). Sett under ett kan dette tale for en høy trussel forbundet med potensielle substitutter, samtidig som det også kan betegnes som spennende muligheter selskapet kan utnytte.

## Fremtidige konkurrenter

I petroleumsbransjen er det særlig stordriftsfordeler som dominerer, og det å ha en velfungerende distribusjon og tilstedeværelse i markedet. Det er store kostnader knyttet til å etablere seg i markedet som en ny aktør, og det vil i den forbindelse være utfordrende å true posisjonen til et statlig selskap på norsk sokkel. Bransjen er samtidig preget av omfattende prosesser knyttet til utvinning og lisenser, og tidsaspektet vil derfor være et hinder for nye etableringer også i fremtiden.

Likevel er det viktig å påpeke at selskapet i årene fremover vil konkurrere mot stadig nye aktører innenfor fornybar energi, og spesielt selskaper som spesialiserer seg innenfor dette feltet fra oppstart. Her ligger det store fordeler både knyttet til omdømme, men også ved det å være først i et sterkt voksende marked. I den forbindelse vurderer vi trusselen for fremtidige konkurrenter til å være moderat.

## Kundene

Med det grønne skiftet har kundene makt i form av at mange vil velge fornybare energi fremfor olje og gass. Kunder kan ha langt høyere betalingsvillighet for energi som er laget på bærekraftig vis. Flere strømleverandører leverer nå avtaler, hvor man støtter fornybar bransjen slik som Trøndelag Kraft sin avtale som støtter norsk vannkraft, (Trøndelag Kraft, NA). Dersom denne trenden fortsetter, kan det føre til kraftig redusert etterspørsel etter produkter som Equinor leverer.

På den andre siden er olje og gass standardiserte produkter, som gjør at kundene hovedsakelig betrakter pris ved valg av leverandør. Markedet er åpent med lave byttekostnader mellom leverandører. I en verden som stadig utvikler infrastruktur og med befolkningsvekst, kan det tenkes at vi vil trenge mer eller like mye energi inn i fremtiden. Det er dermed vanskelig å se for seg at fornybare energi alene skal kunne dekke dette behovet i årene som kommer. Selv om vi kan betrakte forrige avsnitt som et faresignal for Equinor kan vi tenke oss at de vil ha kjøpere av produktene sine i de kommende årene. Samlet konkluderer vi med at kundenes forhandlingsmakt er moderat.

## Leverandørene

Equinor er på mange måter Norge sin største innkjøper, med tanke på selskapet sin størrelse og staten sin rolle i selskapet, (E24, 2021b). Størrelsen og det statlige eierskapet, er også med på å gjøre Equinor i stand til å stille krav ovenfor sine leverandører, både når det gjelder standarder for helse, miljø, sikkerhet, etikk og samfunnsansvar. Leverandørene må i henhold til dette tilfredsstillende en rekke minimumskrav for å bli vurdert og godkjent av selskapet, (Equinor, 2022b).

I 2020 kjøpte Equinor inn varer og tjenester fra 8 500 leverandører for 150,8 milliarder kroner, og en stadig større andel kommer fra norske leverandører, (Equinor, AR, 2020). Størrelsen på kontraktene selskapet kan tilby leverandørene er avgjørende for forhandlingene om pris og volum, og stiller selskapet i en unik posisjon rundt forhandlingsbordet. Dette gjør at vi kan konkludere med at leverandørenes forhandlingsstyrke er relativt lav, særlig sammenlignet med mindre selskap innenfor bransjen, slik som Vår Energi.

## Oppsummering

For å oppsummere konkurranseanalysen, kan vi se på tabellen nedenfor. Vi ser at Equinor befinner seg i en god posisjon som en dominerende aktør i norsk næringsliv, dette fører med seg stordriftsfordeler som reduserer makten til leverandører, kunder og andre konkurrenter. Den største utfordringen i tiden som kommer for Equinor blir omstillingsprosessen mot fornybar energi og hvordan denne håndteres. Som analysen viser er det derfor trusselen fra fremtidige konkurrenter og spesielt trusselen fra substitutter som kan vise seg å by på utfordringer.

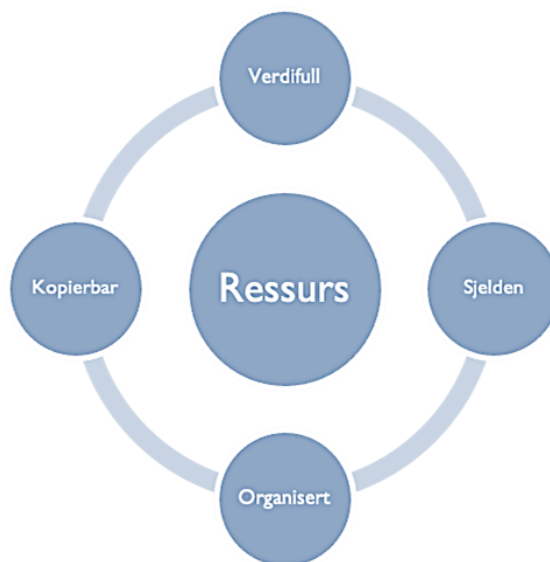
Porter sin femfaktor-modell	Vurdering
Rivalisering mellom dagens konkurrenter	Moderat
Trussel fra substitutter	Høy
Leverandørenes forhandlingsmakt	Lav
Kundenes forhandlingsmakt	Moderat
Trusselen fra fremtidige konkurrenter	Moderat

Tabell 1: *Oppsummerende vurdering av elementene i Porter sin femfaktor-modell (Egenkomponert).*



## 4.2 Intern analyse med VRIO

VRIO-analysen tar utgangspunkt i bedriftens strategiske ressurser. Her prøver man å se på koblingen mellom ressurs og resultatet som videre kan fortelle noe om potensialet ressursene har til å skape konkurransefortrinn for bedriften, (Lien, Knudsen og Baardsen, S. 153, 2016). Disse ressursene kan være materielle, immaterielle, kompetansebaserte eller relasjonsbaserte. Spørsmålet er om disse ressursene er verdifulle, sjeldne, kopierbare og godt organiserte, og dermed skaper rom for varige konkurransefortrinn, (Lien, Knudsen og Baardsen, S. 153, 2016).



Figur 6: Elementer i VRIO-analysen (Egenkomponent).

### Kompetanse

Kompetansen Equinor har, og den kompetansen de tiltrekker seg, er avgjørende for den kontinuerlige utviklingen til selskapet. Dette omhandler kompetanse både innen ingeniørfaget, digitalisering, petroleum og ikke minst bærekraft. For å bevare sin posisjon er det viktig at de klarer å tiltrekke seg nye kloke hoder, og dette ser de også ut til å gjøre siden selskapet havnet på andreplass i studentbarometeret, som undersøker hvor ingeniørstudenter helst vil jobbe, (Karrierebarometeret, 2020).

Det at selskapet klarer å opprettholde en attraktiv posisjon i arbeidsmarkedet i tiden fremover, vil på mange måter være avgjørende for fremgangen til selskapet. Dette handler også om å være en attraktiv arbeidsplass for de som allerede har en jobb i selskapet, og at man tilrettelegger for utvikling og læring for de ansatte innad, (Jacobsen og Thorsvik, s. 245, 2013). Historikken til selskapet bidrar til stor bransjekunnskap og at selskapet blir betraktet som en ledende aktør. Den tause kunnskapen innad i bedriften er vanskelig å kopiere og vil være et stort konkurransefortrinn for bedriften.

### Statlig eierskap og størrelse

Med den norske stat som majoritets eier, virker Equinor som en sikker og stabil aktør i markedet. Dette er også med på å sikre viktige norske interesser, og at selskapet er godt posisjonert med tanke på utnyttelse av eksisterende prosjekter, men også for utvikling av nye. Størrelsen og eierskapet er også med på å sikre bedre betingelser både når det gjelder leverandører og kreditorer.

Statens eierskap vil også legge press og bidra til hvordan selskapet skal håndtere det grønne skiftet. Denne ressursen kan gjerne betegnes som et varig konkurransefortrinn, og noe som skiller selskapet fra andre aktører i markedet. Dette er også en ressurs det vil være vanskelig å kopiere, og som allerede er godt organisert for Equinor sin del.

### Bærekraft og omdømme

I dagens samfunn er det mye diskusjon rundt «grønne» selskaper, og hvordan de kan bidra til å redusere utslipp av klimagasser i fremtiden. Regjeringen har fastsatt mål for hvordan Norge skal bli et lavutslipps-land innen 2050, (Regjeringen, 2021c). Denne målsetningen påvirker bedrifter som opererer fra og i Norge, deriblant Equinor. Vi kan se dette i sammenheng med Paris-avtalen, (FN, 2020), hvor mange av verdens land har inngått en avtale om å redusere utslipp, samt forhindre at temperaturen på jorden øker for mye. Temaene nullutslipps-bedrifter og netto nullutslipps-bedrifter har dermed blitt my diskutert i samfunnet. Det blir derfor vanskelig å verdsette en bedrift som hovedsakelig livnærer seg på ikke-fornybar energi, uten å se nærmere på hvordan det grønne skiftet påvirker verdsettelsen.

Statoil byttet navn til Equinor da de ikke lenger ville være assosiert med olje og gass, men heller bli betraktet som et integrert energi-selskap. Dette handler også om at kundene til selskapet blir mer miljøbevisste, og at flere og flere trolig vil skifte over til mer bærekraftige alternativer. Equinor befinner seg her i en omstillingsprosess, samtidig som de forsøker å utnytte de investeringene man allerede har gjort i eksisterende felt for olje og gass, noe som kan forårsake mistanke om grønnvasking både blant investorer og samfunnet ellers.

Grønnvasking er gjerne et utbredt begrep som beskriver selskaper som hevder at de har iverksatt tiltak for å være mer miljøvennlige, når de i realiteten ikke har utført konkrete tiltak, (Forbrukertilsynet, 2021). I dagens samfunn er det viktig at investorer og samfunnet oppfatter et selskap som miljøvennlig, fordi dette kan ha en betydning for blant annet aksjepris, partnerskap, jobbtilfredshet og merkevare. Det er derfor viktig å skille mellom selskap som aktivt driver med «grønnvasking» og de som faktisk iverksetter tiltak for å bistå i arbeidet mot klimakrisen.

En mildere form for grønnvasking kan være strategisk markedsføring av visse aspekter ved selskapet. Vi ser tydelige signaler fra Equinor både gjennom reklame, nettside og årsrapport, at de ønsker å formidle tiltak i retning «det grønne skiftet». Når inntekter og kostnader knyttet til fornybar energi er relativt små, sammenlignet med tradisjonell utvinning, kan dette gi offentligheten et feil bilde av selskapet.

Equinor har et konkret mål om å være et nullutslipps-selskap innen 2050, noe som blir tydeliggjort gjennom deres «Energy transition plan 2022», (Equinor, 2022d) samt gjennom årsrapporten for 2021, (Equinor, AR, 2021). I årsrapporten har selskapet skilt ut fornybar energi som en egen del av virksomheten, en del som tidligere gikk innunder «annen virksomhet». Vi ser også konkrete investeringer i innovative prosjekter innenfor havvind. For eksempel kjøpte selskapet i 2021 100 % av aksjene i Wento. Selskapet la også inn søknader for opprettelse av havvind-parker i Norge, samt startet produksjon ved et solenergi-anlegg. Med andre ord er det iverksatt konkrete tiltak, og selskapet har en konkret strategi for hvordan de skal angripe miljøutfordringene, noe som avkrefter eventuelle hypoteser om grønnvasking.

Vi kan også se på potensialet for forbedringer innen petroleumsvirksomheten. Allerede har man utviklet en mer effektiv utvinning av olje og gass på de nyere feltene til Equinor, noe som gjør at «break even»-prisen er langt lavere enn tidligere, (Equinor, AR, 2021). Mange av tiltakene som kan gjøres på eksisterende petroleumsutvinning kan bidra til å gjøre bedriften mer kostnadseffektiv, som gjør at man frigjør mer kontantstrøm som kan brukes til miljøvennlige investeringer.

Prof. Dr. Rüdiger Kiesel har forsket på «grønne» og «brune» selskaper, og holdt en gjesteforelesning på NTNU Handelshøyskolen i 2021, (Kiesel, 2021). Her snakket han om utfordringene knyttet til omstillingen fra «brunt» til «grønt» selskap. Det vil typisk være behov for innovasjon hvor man må finne miljøvennlige metoder for driften av selskapet. Det Kiesel påpeker er at tidspunktet for endring har stor betydning. Prøver man å endre bedriften for tidlig, kan det ha konsekvenser ved at markedet ikke er klart, eller at bedriften ikke er moden for forandringen. Endrer man seg for sent, kan man bomme totalt og konsekvensene kan være katastrofale. Altså kan man betrakte det grønne skiftet som både en trussel, samt en mulighet for selskapet til å diversifisere seg enda mer og vokse innenfor et nytt segment, (Kiesel, 2021).

Kombinasjonen av bærekraft og samtidig være en dominerende nasjonal aktør innen petroleum, må kunne betraktes som en stor utfordring. Likevel er omdømmet en verdifull ressurs for selskapet, men som i dagens samfunn på ingen måte er sjelden eller umulig å kopiere. Det er også vanskelig for Equinor å organisere dette på en korrekt måte, siden det er mange ulike elementer å ta hensyn til. Vår vurdering er derfor at selskapet ikke har noe varig konkurransefortrinn på dette området.

## VRIO-analyse oppsummert

I tabellen nedenfor har vi oppsummert VRIO-analysen gjennom å klassifisere de ulike ressursene. Vi har vurdert både kompetanse, samt statlig eierskap og størrelse, til å være ressurser med varige konkurransefortrinn. Samtidig har vi vurdert bærekraft og omdømme til ingen varige konkurransefortrinn.

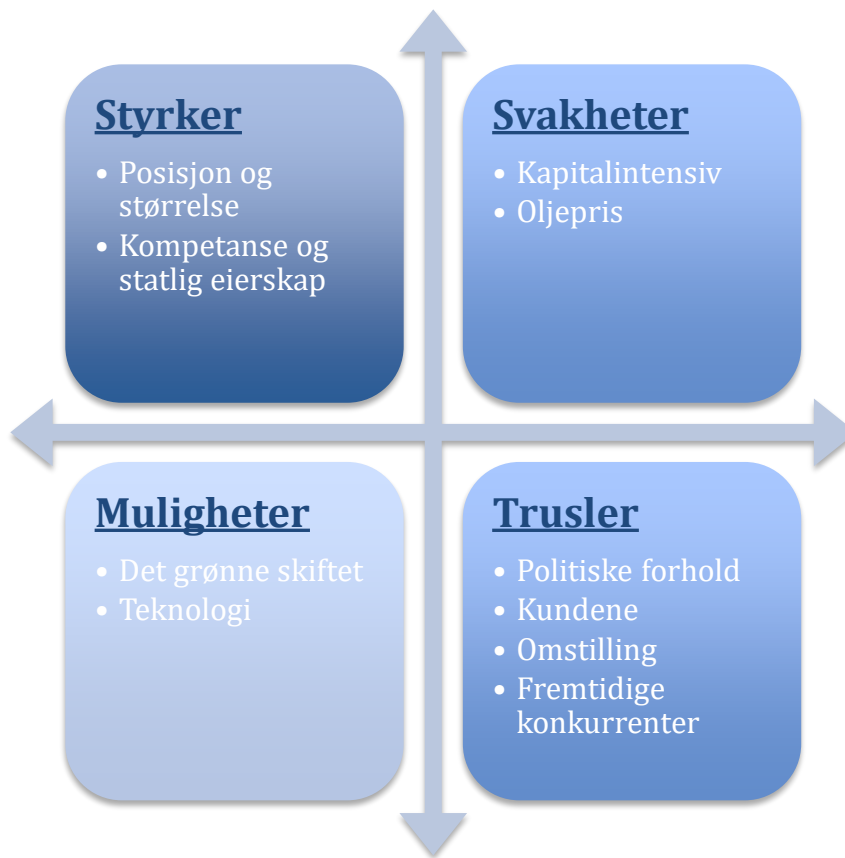
Type ressurs	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organisert	Vurdering
Kompetanse	Ja	Ja	Ja og nei	Ja	Varig konkurransefortrinn
Statlig eierskap og størrelse	Ja	Ja	Nei	Ja	Varig konkurransefortrinn
Bærekraft og omdømme	Ja	Nei	Ja	Ja og nei	Ingen varige konkurransefortrinn

Tabell 2: Oppsummering av VRIO-analysen (Egenkomponert).

## 4.3 SWOT-analyse

SWOT-analysen nedenfor oppsummerer de viktigste momentene som har blitt diskutert i dette avsnittet, og deler de inn etter styrker, svakheter, muligheter og trusler. Vi har i den forbindelse fokusert på posisjon, størrelse, kompetanse og statlig eierskap, som viktige styrker for selskapet i dag, men også i tiden fremover. De største svakhetene er knyttet til at selskapet opererer innenfor en kapitalintensiv bransje, preget av store investeringer med lang tidshorison. I tillegg er virksomheten utsatt for volatiliteten i oljeprisen fremover.

Mulighetene for selskapet er store, når det kommer til å utnytte ny og allerede eksisterende teknologi, men også omstillingen i forbindelse med det grønne skiftet. De største truslene er knytte til makro-forhold, slik som politikk, men også trusselen vedrørende fremtidige konkurrenter. Omstillingsprosessen også en stor utfordring, og dette kombinert med stadig mer miljøbevisste kunder, kan betegnes som en stadig økende trussel for selskapet.



Figur 7: Kapittel 4 oppsummert gjennom en SWOT-analyse (Egenkomponert).

## 5. Regnskapsanalyse

I denne delen av oppgaven vil ta et dypdykk i tallene som legger grunnlaget for verdsettelsen. Vi vil her ta utgangspunkt i årsregnskapet for de fem siste regnskapsårene, henholdsvis 2017-2021. Balanseregnskap og resultatregnskapene skal omgrupperes for analyse og gjennomgås ved å luke ut hva vi kan klassifisere som normal drift og hva som er ekstraordinære poster, (Penman, S. 85, 2013).

### 5.1 Resultatregnskap

Resultatregnskapet har som formål å gi en oversikt over selskapet sine inntekter og kostnader i et regnskapsår, og inngår som en del av selskapets årsregnskap. Det sier om selskapet har gått med overskudd eller underskudd i perioden, (Visma, NA(a)). I tabellen nedenfor har vi presentert resultatregnskapet i henhold til Equinor sine egne årsrapporter:

Konsernresultatregnskap (Millioner USD)	2017	2018	2019	2020	2021
Salgsinntekter	60 971	78 555	62 911	45 753	88 744
Resultatandel investeringer regnskapsført etter EK- metoden	188	291	194	53	259
Andre inntekter	27	746	1 283	12	1 921
<b>Sum inntekter</b>	<b>61 187</b>	<b>79 593</b>	<b>64 357</b>	<b>45 818</b>	<b>90 924</b>
Varekostnad	28 212	38 516	29 532	20 986	35 160
Driftskostnader	8 763	9 528	9 660	8 831	8 598
Salgs- og administrasjonskostnader	738	758	809	706	780
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	8 644	9 249	13 204	15 235	11 719
Letekostnader	1 059	1 405	1 854	3 483	1 004
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>47 416</b>	<b>59 456</b>	<b>55 058</b>	<b>49 241</b>	<b>57 261</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>13 771</b>	<b>20 137</b>	<b>9 299</b>	<b>(3 423)</b>	<b>33 663</b>
Renter og andre finanskostnader		1 040	1 450	1 392	1 223
Andre finansposter		(224)	1 443	556	(857)
Netto finansposter	(351)	(1 263)	(7)	(836)	(2080)
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>13 420</b>	<b>18 874</b>	<b>9 292</b>	<b>(4 259)</b>	<b>31 583</b>
Skattekostnad	(8 822)	(11 335)	(7 441)	(1 237)	(23 007)
<b>Årets resultat</b>	<b>4 598</b>	<b>7 538</b>	<b>1 851</b>	<b>(5 496)</b>	<b>8 576</b>

Tabell 3: *Resultatregnskap for Equinor i perioden 2017-2021.*

Fra tabellen ovenfor ser vi varierende tall, både når det gjelder årsresultat, driftsresultat og salgsinntekter. Et av de mest stabile elementene fra resultatregnskapet er driftskostnadene, som har variert i mindre grad sammenlignet med de øvrige postene. Dette gir mening med tanke på at selskapet har store faste kostnader knyttet til sin virksomhet.

### 5.1.1 Skatteberegning

Ved behandling av skatt er det normalt nominell skattesats som benyttes når man skal korrigere det som er knyttet til finansiell drift, (Hansen, s.13, 2020a). Det betyr at vi for det finansielle vil benytte en skattesats på 22 % for årene 2019, 2020 og 2021. For årene 2017 og 2018, var de respektive skattesatsene henholdsvis 24 % og 23 %. Rene driftsmessige poster vil beskattes med differansen mellom skattekostnaden og skatteeffekten av finansielle poster. Her er det viktig å gjenta at selskapet opererer innenfor en bransje som har høyere skattesats knyttet til drift, sammenlignet med andre bransjer, grunnet særskatten på petroleum.

Skatteberegning	2017	2018	2019	2020	2021
Skattesats	24%	23%	22%	22%	22%
Renter og andre finanskostnader		1 040	1 450	1 392	1 223
Andre finansposter		(224)	1 443	556	(857)
Netto finanskostnader	(351)	(1 263)	(7)	(836)	(2080)
Spart skatt	84	290	2	184	458
Skatt fra RR	(8 882)	(11 335)	(7 441)	(1 237)	(23 007)
Skattekostnad tilhørende drift	8 966	11 625	7 443	1 421	23 465
Driftsresultat før skatt	13 771	20 137	9 299	(3 423)	33 663
Skattesats drift	65,1%	57,7%	80,0%		69,7%

Tabell 4: Skatteberegning for perioden 2017-2021 som viser oss effektiv skattesats for driften, samt skattekostnad tilhørende drift.

Med utgangspunkt i tabellen ovenfor er det ønskelig å luke bort eventuelle unormale poster under netto finans. Her må vi huske på at Equinor er et stort og statlig selskap, som normalt vil foreta noen oppkjøp eller nedsalg gjennom året. Likevel ser vi at de nevnte postene ikke inneholder store uteliggere, og dermed anser vi dette som normal finansiell aktivitet i årene 2017 til 2021. Vi kan også nevne at det foreligger relativt store beløp knyttet til finansielle



investeringer og kostnader til gjeld. For 2019 ligger dette beløpet på rundt 1,4 milliarder, men sett i forhold til omsetningen på 63 milliarder, er ikke dette å betrakte som høyt.

For skattesats knyttet til driften får vi et aritmetisk gjennomsnitt på 68,1 %, med en median på 67,4 %. Dette høres kanskje høyt ut, men i tillegg til vanlig selskapsskatt på 22 %, har petroleumsvirksomhet en særskatt på 56 %. Når vi tar dette i betraktning, virker anslaget mer fornuftig. Det kan også nevnes at petroleumsbransjen får et skattefradrag på 20,8 % av investeringene over en periode på fire år, (Norsk Petroleum, 2022e). Dette bidrar til å skape forståelse for at vår skattesats er noe lavere enn den nominelle skattesatsen + særskatten. Samlet får vi derfor en skattesats på 68 % for driften, noe som er vårt beste estimat, men som vil avvike noe fra faktisk skattesats.

### 5.1.2 Identifisering av unormale poster

Vi kan ta en nærmere kikk på hva som ligger bak tallene knyttet til unormale poster i perioden 2017 til 2021. I tabellen nedenfor har vi forsøkt å identifisere de unormale postene som ikke inngår i kjernevirksomheten:

Unormale poster	2017	2018	2019	2020	2021
Andre inntekter		449	1 047		1 047
Netto nedskrivning	1055	604	(3230)	(5 671)	(1 309)
Driftskostnader	(351)				
Sum:	704	1 053	(2 183)	(5 671)	(262)

Tabell 5: *Identifisering av unormale poster som ikke inngår i kjernevirksomheten.*

Beløpet for andre inntekter for året 2021, inneholder en gevinst ved salg av eierandeler i Dogger Bank A og B. Det inkluderer også et nedsalg i Empire Wind og Beacon Wind. I 2020 rapporterte Equinor en forhåndsbetaling på 500 millioner USD, som er bokført som betalingsmidler. Dette gjelder salget av Empire Wind og Beacon Wind. Det er også rapportert et tap på 351 millioner USD, ved salg av eierandel i oljesandvirksomheten Kai Kos Dehseh.

Dette er relativt store gevinster og tap, som vi betrakter som unormale, og derfor ikke bør være med i beregning av kjernevirksomheten. Hvis vi ser på netto nedskrivninger, har vi også utelatt denne beregningen, fordi posten er mindre stabil og varierer veldig fra år til år. Vi ser for årene 2017 og 2018, at reversering av nedskrivninger utgjør en større post enn nedskrivninger. Dette gjør at posten for avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger skal økes for perioden.

I tabellen nedenfor har vi laget en fremstilling av hva som ligger innunder den rapporterte skattekostnaden, og skilt ut de unormale postene. På denne måten får vi frem hva som er den egentlige skattekostnaden knyttet til normal drift:

	2017	2018	2019	2020	2021
Normal driftsskattekostnad	8 757	12 779	7 697	1 493	22 893
Netto skatt finans	(84)	(290)	(2)	(184)	(458)
Skatt på unormalt driftsresultat	(479)	(716)	1 484	3 856	178
Unormal skatt på normal drift	628	(699)	(1 738)	(3 928)	394
Rapportert skattekostnad	8 822	11 335	7 441	1 237	23 007

Tabell 6: Skatt knyttet til identifisering av unormale poster og normal drift

Oppsummert ser vi at den rapporterte skattekostnaden stemmer relativt godt overens med normal driftsskattekostnad. Skatt på unormalt driftsresultat har variert gjennom analyseperioden, mens spart skatt på grunn av netto finansielle poster har vært relativt stabil. Skatt på unormalt driftsresultat var særlig høyt for årene 2019 og 2020, noe som trolig henger sammen omsetningen i perioden. 2020 var generelt et dårlig år for petroleums-bransjen, samtidig som 2019 var et godt år.

### 5.1.3 Korrigert Resultatregnskap

Vi omarbeider resultatregnskapet for å tilpasse det som ligger bak tallene til en verdsettelse. I den forbindelse er det viktige å skille mellom hva som kommer fra drift og hva som kommer fra det finansielle. Skatten skal også korrigeres for å skille ut skatteeffekten av finansielle poster, (Hansen, s. 11, 2020a). Med utgangspunkt i vurderingene ovenfor kan vi presentere det korrigerede resultatregnskapet:

	2017	2018	2019	2020	2021
Ordinære driftsinntekter fra kjernevirksomheten	60 998	78 852	63 147	45 765	89 618
Ordinære driftskostnader fra kjernevirksomheten	48 120	60 060	51 828	43 570	55 952
Ordinært driftsresultat på kjernevirksomheten før skatt	12 878	18 792	11 319	2 195	33 666
Normal Skattekostnad på kjernevirksomheten	8 757	12 779	7 697	1 493	22 893
Ordinært driftsresultat fra kjernevirksomheten, etter skatt	4 121	6 013	3 622	702	10 773
Andre driftsmessige poster med skatteeffekt	704	1 053	(2 183)	(5 671)	(262)
Skatt på andre driftsmessige poster med skatteeffekt	(479)	(716)	1 484	3 856	178
Andre driftsmessige poster etter skatt	225	337	(699)	(1 815)	(84)
Driftsmessige poster uten skatteeffekt	188	291	194	53	259
Samlet driftsresultat etter skatt	4 534	6 641	3 117	(1 060)	10 948
Netto finans	(351)	(1 263)	(7)	(836)	(2080)
Spart skatt netto finans	84	290	2	184	458
Netto finans etter skatt	(267)	(973)	(5)	(652)	(1 622)
Totalresultat	4 267	5 668	3 112	(1 712)	9 326

Tabell 7: *Korrigert resultatrapport for perioden 2017-2021*

Det korrigerte resultatregnskapet har enkelte sentrale elementer som skiller seg ut fra det opprinnelige resultatregnskapet. Spesielt ser vi at samlet driftsresultat etter skatt i den korrigerte versjonen, er svært ulikt driftsresultatet i det opprinnelige regnskapet. Dette henger sammen med det vi tidligere har forklart, når vi skiller mellom driftsresultat knyttet til kjernevirksomhet og poster utenom kjernevirksomheten. Vi ser likevel at totalresultatet er relativt sammenfallende med årets resultat i det opprinnelige regnskapet, noe som kan antyde at vurderingene vi har gjort har vært fornuftige. Vi ser også at ordinære driftskostnader knyttet til kjernevirksomheten i det korrigerte regnskapet, er betraktelig lavere enn driftskostnadene i det opprinnelige. Dette er fordi vi også her har skilt ut andre driftsmessige poster, både med og uten skatteeffekt.

#### 5.1.4 Permanent resultat

Vi kan videre finne det permanente resultatet, slik beskrevet av Penman (Penman, 2013) og Odd-Birger Hansen (Hansen, s.25, 2020a). Dette er et resultat som vi kan bruke frem i tid, siden unormale elementer er tatt vekk. Vi har fjernet verdien av unormale poster, altså «andre driftsmessige poster etter skatt». Resultatet vil derfor være bedre egnet til å beregne fremtidig resultat ved normal drift. Resultatet for drift og totalresultatet er presentert i tabellen nedenfor;

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Permanent driftsresultat</b>	4 309	6 304	3 816	755	11 032
<b>Permanent totalresultat</b>	4 042	5 331	3 811	103	9 410

Tabell 8: *Permanent driftsresultat og permanent totalresultat 2017-2021*

## 5.2 Balanseregnskap

Alle tall vist i balanseregnskapet for 2017-2021 er hentet fra de respektive årenes årsrapport. Konsernbalansen til Equinor er fremstilt i tabellen nedenfor:

Konsernbalanse (Millioner USD)	2017	2018	2019	2020	2021
Eiendeler					
Varige driftsmidler	63 637	65 262	69 953	65 672	62 075
Immaterielle eiendeler	8 621	9 672	10 738	8 148	6 452
Egenkapitalkonsoliderte investeringer	2 551	2 863	1 442	2 262	2 686
Utsatt skattefordel	2 441	3 304	3 881	4 974	6 259
Pensjonsmidler	1 306	831	1 093	1 310	1 449
Finansielle derivater	1 603	1 032	1 365	2 476	1 265
Finansielle investeringer	2 841	2 455	3 600	4 083	3 346
Forskuddsbetalinger og finansielle fordringer	912	1 033	1 214	861	1 087
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>83 911</b>	<b>86 452</b>	<b>93 285</b>	<b>89 786</b>	<b>84 618</b>
Varelager	3 398	2 144	3 363	3 084	3 395
Kundefordringer og andre fordringer	9 425	8 998	8 233	8 232	17 927
Finansielle derivater	159	318	578	886	5 131
Finansielle investeringer	8 448	7 041	7 426	11 865	21 246
Betalingsmidler	4 390	7 556	5 177	6 757	14 126
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>25 820</b>	<b>26 056</b>	<b>24 778</b>	<b>30 824</b>	<b>61 826</b>
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	1 369	0	0	1 362	676
<b>Sum eiendeler</b>	<b>111 100</b>	<b>112 508</b>	<b>118 063</b>	<b>121 972</b>	<b>147 120</b>
Egenkapital og gjeld					
Aksjonærs egenkapital	39 861	42 970	41 139	33 873	39 010
Ikke-kontrollerende eierinteresser	24	19	20	19	14
<b>Sum egenkapital</b>	<b>39 885</b>	<b>42 990</b>	<b>41 159</b>	<b>33 892</b>	<b>39 024</b>
Finansiell gjeld	24 183	23 264	24 945	29 118	27 404
Leieavtaler				3 220	2 449
Utsatt skatt	7 654	8 671	9 410	11 224	14 037
Pensjonsforpliktelser	3 904	3 820	3 867	4 292	4 403
Avsetninger og annen gjeld	15 557	15 952	17 951	19 731	19 899
Finansielle derivater	900	1 207	1 173	676	767
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>52 198</b>	<b>52 914</b>	<b>57 346</b>	<b>68 260</b>	<b>68 959</b>
Leverandørgjeld, annen kortsiktig gjeld og avsetninger	9 737	8 369	10 450	10 510	14 310
Betalbar skatt	4 057	4 654	3 699	1 148	13 119
Finansiell gjeld	4 091	2 463	4 087	4 591	5 273
Leieavtaler				1 186	1 113
Skyldig utbytte	729	766	859	357	582
Finansielle derivater	403	352	462	1 710	4 609
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>19 017</b>	<b>16 605</b>	<b>19 557</b>	<b>19 502</b>	<b>39 005</b>
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg				318	132
<b>Sum gjeld</b>	<b>71 214</b>	<b>69 519</b>	<b>76 904</b>	<b>88 081</b>	<b>108 096</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>111 100</b>	<b>112 508</b>	<b>118 063</b>	<b>121 972</b>	<b>147 120</b>

Tabell 9: Balanseregnskap for Equinor i perioden 2017-2021

Konsernbalansen viser en stor andel anleggsmidler, spesielt varige driftsmidler, noe som er forventet innenfor petroleumsvirksomhet. Omløpsmidlene utgjør mellom 20-30 % av konsernets eiendeler i snitt de siste fem årene, og egenkapitalen har holdt seg relativt stabil i samme periode. Langsiktig gjeld har økt noe de siste to årene, mens kortsiktig gjeld økte betraktelig i 2021 knyttet til en stor andel betalbar skatt i perioden. Samlet sett har gjelden vært jevnt økende i analyseperioden, samtidig som egenkapitalen ikke har hatt tilsvarende utvikling.

### 5.2.1 Omgruppering av balanseregnskapet

Tradisjonell inndeling av balansen egner seg best i forbindelse med analyse av kredittrisiko, (Hansen, s.3, 2020a). Det betyr at inndeling etter for eksempel omløpsmidler og anleggsmidler, eller kortsiktig mot langsiktig gjeld, forteller oss mer om muligheten selskapet har til å tilfredsstille kreditorer. Innenfor verdsettelse er vi mer opptatt av hva som skaper verdi, og derfor kan en omgruppering av balansen være hensiktsmessig.

Vi kan omgruppere den tradisjonelle oppstillingen, for å se hva som tilhører drift og hva som er mer perifert. Ny oppstilling skiller derfor mellom driftsmessige eiendeler, heretter kalt DME, samt finansielle eiendeler, heretter kalt FE. Disse to postene utgjør eiendelene i balansen. På motsatt side av balansen gjør vi en tilsvarende inndeling med driftsmessige forpliktelser, heretter kalt DMF, finansielle forpliktelser, heretter kalt FF, og egenkapital, heretter kalt EK. Dette utgjør det vi kan kalle gjeld og egenkapital, (Hansen, s. 5, 2020a).

Enkelte poster kan være utfordrende å klassifisere, slik som større mengder kontanter tilgjengelig for å betale løpende regninger. Disse skal klassifiseres som knyttet til driften av virksomheten. Større mengder likvide midler, som overstiger det som trengs for å betale løpende forpliktelser, skal klassifiseres som FE. Penman argumenterer for at man helst skal forsøke å splitte opp betalingsmidler i disse kategoriene, men dersom det ikke er mulig, er det tryggest å plassere alt under FE, (Penman, s. 295, 2013). I tillegg har Equinor detaljerte årsrapporter som beskriver hvordan betalingsmidlene er fordelt mellom ulike plasseringer som bankinnskudd, tidsinnskudd, pengemarkedsfond, rentebærende verdipapirer, samt bundne midler. Med utgangspunkt i dette kan vi trekke ut bankinnskudd og plassere disse under DME, mens vi plasserer resterende betalingsmidler under FE.

Finansielle derivater og finansielle investeringer har Equinor klassifisert som både OM og AM, hvor dette gjerne handler om tidshorizonten på investeringene. Begge regnes som finansielle eiendeler i den omgrupperte balansen, og slås derfor sammen. Når det gjelder egenkapital, er denne uendret i den omgrupperte balansen, det eneste er at vi flytter skyldig utbytte over fra kortsiktig gjeld til egenkapitalen. Når det gjelder leieavtaler, blir det i selskapet sine årsrapporter spesifisert at det leies diverse eiendeler som borerigger, transportskip, lager og kontorbygninger til bruk i driften, (Equinor, AR, 2021). Altså kan dette i sin helhet plasseres under DMF.

For skatten har ikke Equinor spesifisert kilden, og det er derfor vanskelig å skille nøyaktig mellom hva som er knyttet til vanlig drift og hva som er finansielt. Det vil dog være naturlig at det meste av skatten er knyttet til driften, også fordi selskapet er underlagt den nevnte særskatten. Hele skatten er derfor besluttet lagt under DMF. Den omgrupperte balansen er presentert i tabellene nedenfor:

Konsernbalanse (Millioner USD)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Driftsmessige eiendeler (DME)</b>					
Varige driftsmidler	63 637	65 262	69 953	65 672	62 075
Utsatt skattefordel	2 441	3 304	3 881	4 974	6 259
Immaterielle eiendeler	8 621	9 672	10 738	8 148	6 452
Betalingsmidler	591	1 140	1 666	1 648	2 673
Varelager	3 398	2 144	3 363	3 084	3 395
Kundefordringer og andre fordringer	9 425	8 998	8 233	8 232	17 927
Egenkapital konsoliderte investeringer	2 551	2 863	1 442	2 262	2 686
Forskuddsbetalinger og finansielle fordringer	196	688	800	32	104
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	1 369			1 362	676
<b>Sum DME</b>	<b>92 229</b>	<b>94 071</b>	<b>100 076</b>	<b>95 414</b>	<b>102 247</b>
<b>Finansielle Eiendeler (FE)</b>					
Betalingsmidler	3 799	6 416	3 511	5 109	11 453
Finansielle derivater	1 762	1 350	1 943	3 362	6 396
Finansielle investeringer	11 289	9 496	11 026	15 948	24 592
Pensjonsmidler	1 306	831	1 093	1 310	1 449
Forskuddsbetalinger og finansielle fordringer	716	345	413	829	983
<b>Sum FE</b>	<b>18 872</b>	<b>18 438</b>	<b>17 986</b>	<b>26 558</b>	<b>44 873</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>111 101</b>	<b>112 509</b>	<b>118 062</b>	<b>121 972</b>	<b>147 120</b>

Tabell 10: Omgruppert balanse, Eiendeler for perioden 2017-2021



Konsernbalanse (Millioner USD)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Egenkapital</b>					
Aksjonærs egenkapital	39 861	42 970	41 139	33 873	39 010
Ikke-kontrollerende eierinteresser	24	19	20	19	14
Skyldig utbytte	729	766	859	357	582
<b>Sum egenkapital</b>	<b>40 614</b>	<b>43 755</b>	<b>42 018</b>	<b>34 249</b>	<b>39 606</b>
<b>Driftsmessige forpliktelser (DMF)</b>					
Leverandørgjeld, annen kortsiktig gjeld og avsetninger	9 737	8 369	10 450	10 510	14 310
Utsatt skatt	7 654	8 671	9 410	11 224	14 037
Betalbar skatt	4 057	4 654	3 699	1 148	13 119
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg				318	132
<b>Sum DMF</b>	<b>21 448</b>	<b>21 694</b>	<b>23 559</b>	<b>23 200</b>	<b>41 598</b>
<b>Finansiell forpliktelse (FF)</b>					
Finansiell gjeld	24 183	23 264	24 945	29 118	27 404
Pensjonsforpliktelser	3 904	3 820	3 867	4 292	4 403
Finansiell gjeld	4 091	2 463	4 087	4 591	5 273
Finansielle derivater	1 303	1 559	1 635	2 386	5 376
Leieavtaler				4 406	3 562
Avsetninger og annen gjeld	15 557	15 952	17 951	19 731	19 899
<b>Sum FF</b>	<b>49 038</b>	<b>47 058</b>	<b>52 485</b>	<b>64 524</b>	<b>65 917</b>
<b>Sum EK og gjeld</b>	<b>111 100</b>	<b>112 507</b>	<b>118 062</b>	<b>121 973</b>	<b>147 121</b>

Tabell 11: Omgruppert balanse, Kapital for perioden 2017-2019

## 5.2.2 Netto driftsmessige eiendeler

Med utgangspunkt i det korrigerede balanseregnskapet, kan vi beregne oss frem til netto driftsmessige eiendeler i analyseperioden. Dette gjør vi ved å ta driftsmessige eiendeler og trekke ifra driftsmessige forpliktelser:

	2017	2018	2019	2020	2021
DME	92 229	94 071	100 076	95 414	102 247
DMF	21 448	21 694	23 559	23 200	41 598
<b>Netto driftsmessige eiendeler (NDME)</b>	<b>70 781</b>	<b>72 377</b>	<b>76 517</b>	<b>72 214</b>	<b>60 649</b>

Tabell 12: *Netto driftsmessige eiendeler (NDME) for perioden 2017-2021*

Vi ser at utviklingen i netto driftsmessige eiendeler har vært stabil i store deler av analyseperioden, men at det ble vesentlig redusert i 2021. Dette henger sammen med en økning i driftsmessige forpliktelser tilnærmet 100 %, fra året 2020 til 2021. Det kan vi forklare ved en større økning i betalbar skatt i sistnevnte år.

## 5.2.3 Sysselsatt kapital, egenkapital og finansielle forpliktelser

Den sysselsatte kapitalen i selskapet er totale eiendeler, når vi trekker fra ikke-rentebærende gjeld. Det er derfor et mål på selskapets avkastning uavhengig av finansieringsvalg, (Visma, NA(b)). Vi ser at sysselsatt kapital har økt jevnt i analyseperioden, noe som tyder på at forvaltningskapitalen i selskapet gir avkastning for aksjonærene:

	2017	2018	2019	2020	2021
NDME	70 781	72 377	76 517	72 214	60 649
FE	18 872	18 438	17 986	26 558	44 873
<b>SSK</b>	<b>89 653</b>	<b>90 815</b>	<b>94 503</b>	<b>98 772</b>	<b>105 522</b>
<b>EK</b>	<b>40 614</b>	<b>43 755</b>	<b>42 018</b>	<b>34 249</b>	<b>39 606</b>
<b>FF</b>	<b>49 038</b>	<b>47 058</b>	<b>52 485</b>	<b>64 524</b>	<b>65 917</b>
<b>EK+FF</b>	<b>89 652</b>	<b>90 813</b>	<b>94 503</b>	<b>98 773</b>	<b>105 523</b>

Tabell 13: *Sysselsatt kapital, Egenkapital og finansielle forpliktelser 2017-2021*

## 6. Risiko- og lønnsomhetsanalyse

I denne delen av oppgaven ser vi nærmere på risikoen og lønnsomheten til Equinor, med hensikt om å sammenligne dette med to bedrifter innenfor petroleumsbransjen. En analyse av risiko vil inkludere en gjennomgang av selskapet sin likviditet og soliditet. Vi vil også se nærmere på kapitalstrukturen og lønnsomheten til Equinor. Selskapene brukt til sammenligning, altså «bransjen», vil være de samme selskapene som vi bruker i den komparative analysen, henholdsvis BP og Eni. Utrekninger for nøkkeltall til disse bedriftene vil vises i tabellene som «bransjen», og for mer utdypende beregninger viser vi til vedlegg.

### 6.1 Likviditet

#### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 forteller oss noe om evnen til å betale løpende forpliktelser, og tar utgangspunkt i omløpsmidler delt på kortsiktig gjeld. En tommelfingerregel er at dette tallet bør være over 1, utover dette er det vanskelig å si mye om verdien, (Berg, S. 79, 2017). men en for høy likviditetsgrad 1 kan være negativt i form av en for stor andel bundet arbeidskapital.

<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>A. Gjennomsnitt</b>
Omløpsmidler	25820	26056	24778	30824	61826	
Kortsiktig gjeld	19017	16605	19557	19502	39005	
Likviditetsgrad 1	1,36	1,57	1,27	1,58	1,59	1,47
Bransjen	1,31	1,22	1,15	1,30	1,25	1,25

Tabell 14: *Likviditetsgrad 1 for perioden 2017-2021*

## 6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 måler de mest likvide midlene til et selskap, hvor forholdstallet blir uttrykt som omløpsmidler fratrukket varelager, dividert med kortsiktig gjeld, (Berg, s. 80, 2017). I petroleumsbransjen generelt, utgjør varelageret en relativt liten del av omløpsmidlene. Dette er en kapitalintensiv bransje, som primært foretar langsiktige investeringer i større anleggsmidler.

Likviditetsgrad 2	2017	2018	2019	2020	2021	A. Gjennomsnitt
OM-Varelager	22422	23912	21415	27740	58431	
Kortsiktig gjeld	19017	16605	19557	19502	39005	
Likviditetsgrad 2	1,18	1,44	1,10	1,42	1,50	1,33
Bransjen	1,07	1,01	0,92	1,08	1,03	1,02

Tabell 15: *Likviditetsgrad 2 for perioden 2017-2021*

Sett under ett, ser vi at likviditetsgrad 1 er noe lav, mens likviditetsgrad 2 er noe høy. Når vi ser nærmere på postene i balansen, som vist i kapittel 5, så ser vi relativt store beholdninger for betalingsmidler og kundefordringer. Disse bidrar til å redusere eventuelle problemer knyttet til likviditet. Det kan også være verdt å nevne at de største kostnadene for selskapet, vil relatere seg til større investeringer. Det betyr at de løpende kostnadene ikke er på et veldig høyt nivå, sammenlignet med andre bransjer. Konklusjonen blir derfor at likviditeten kan betraktes som god.

Vi kan også sammenligne Equinor med bransjen. Vi ser at Equinor har gjennomgående høyere likviditet, både når vi ser på likviditetsgrad 1 og 2, sammenlignet med bransjen. Disse selskapene ville isolert sett bli betraktet som stabile selskaper med god likviditet, noe som forteller oss at Equinor har veldig god evne til å betale sine løpende forpliktelser.

## 6.2 Soliditet

Soliditet handler i stor grad om bedriftens evne til å tåle tap eller gå med underskudd, (Berg, s. 81, 2017). Det viktigste her er å se på hvordan selskapet er finansiert. Dersom man har lav egenkapitalandel relativt til total kapitalen, så kan det være et tegn på dårlig soliditet. Når egenkapitalen er tapt så er selskapet i praksis konkurs, (Berg, s. 81, 2017). Likviditeten har derfor et kortsiktig syn på om selskapet har kapasitet til å betale sine løpende forpliktelser. Soliditeten blir her det langsiktige perspektivet som ser på hvordan selskapet vil håndtere dårlige år eller perioder.

### 6.2.1 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser hvor stor andel av eiendelene til et selskap som er finansiert med gjeld, sett i forhold til egenkapitalen. For å finne gjeldsgraden tar man derfor summen av gjeld dividert med egenkapitalen, (Visma, NA(c)). Denne gjeldsgraden ønskes gjerne så lav som mulig, da det er å foretrekke når bedrifter er finansiert gjennom egenkapital.

<b>Gjeldsgrad</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>A. Gjennomsnitt</b>
Gjeld	71214	69519	76904	88081	108096	
Egenkapital	39885	42990	41159	33892	39024	
Gjeldsgrad	1,79	1,62	1,87	2,60	2,77	2,13
Bransjen	1,57	1,55	1,75	2,03	2,14	1,81

Tabell 16: *Gjeldsgrad for perioden 2017-2021*

## 6.2.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen uttrykker andelen av eiendelene i selskapet som er finansiert med egenkapital, og benyttes som en indikator på langsiktig stabilitet. Formelen er derfor egenkapital dividert med total kapital, multiplisert med 100, (Berg, s. 81, 2017).

<b>Egenkapitalandel</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>A. Gjennomsnitt</b>
Equinor	35,9 %	38,2 %	34,9 %	27,8 %	26,5 %	32,7 %
Bransjen	39,1 %	39,6 %	36,5 %	33,1 %	31,9 %	36,0 %

Tabell 17: *Egenkapitalandel for perioden 2017-2021*

Her ser vi at Equinor har noe høyere gjeldsgrad og lavere egenkapitalandel sammenlignet med bransjen. Forskjellen er relativt liten, men fortsatt til stede. Fra regnskapet i kapittel 5, samt i beregningen av WACC i kapittel 7, så ser vi at denne gjelden har relativt lang løpetid med lav rente. Vi kan likevel si at Equinor er finansiert med mer gjeld sammenlignet med bransjen, men at denne gjelden ikke utgjør en så stor fare for selskapets videre drift.

## 6.3 Finansiering

Hvordan et selskap skal finansiere sin virksomhet er et viktig spørsmål, som også reiser en rekke problemstillinger knyttet til kapitalstruktur. Særlig innenfor kapitalintensive bransjer, kan det være interessant å se nærmere på hvordan store investeringer blir finansiert. Dette vil også ha store implikasjoner på skattekostnad, siden gjeld gir fradrag for kostnad til renter.

### 6.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad anleggsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld, og en tommelfingerregel er at dette forholdstallet bør være mindre enn 1, (Altinn, NA). Tallet finnes ved å ta anleggsmidler dividert på langsiktig kapital, som består av egenkapital og langsiktig gjeld, (Berg, s. 82, 2017).

<b>Finansieringsgrad 1</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>A. Gjennomsnitt</b>
Anleggsmidler	83911	86452	93285	89786	84618	
Langsiktig gjeld	52198	52914	57346	68260	68959	
Egenkapital	39885	42990	41159	33892	39024	
Finansieringsgrad 1	0,91	0,90	0,95	0,88	0,78	0,88
Bransje	0,91	0,93	0,95	0,91	0,89	0,92

Tabell 18: *Finansieringsgrad 1 for perioden 2017-2021*

Her ser vi at både bransjen og Equinor har et forholdstall under 1, og har dermed en sunn langsiktig finansiering. Dette betyr at alle anleggsmidler samt noe av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld og egenkapital. Hvor høyt dette tallet normalt vil være, varierer fra bransje til bransje. Equinor har noe lavere verdi sammenlignet med bransjen, men forskjellen er relativt liten og fører ikke til noe markant forskjell i finansiering.

### 6.3.2 Finansieringsgrad 2

Finansieringsgrad 2 viser hvor stor andel av kortsiktig kapital som benyttes til å finansiere omløpsmidlene i selskapet. En tommelfingerregel er at dette forholdstallet ikke burde være lavere enn 1, da dette vil tyde på anleggsmidler som er kortsiktig finansiert, (Altinn, NA).

<b>Finansieringsgrad 2</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>A. Gjennomsnitt</b>
Omløpsmidler	25820	26056	24778	30824	61826	
Kortsiktig gjeld	19017	16605	19557	19502	39005	
Finansieringsgrad 2	1,36	1,57	1,27	1,58	1,59	1,47
Bransjen	1,31	1,22	1,15	1,30	1,25	1,25

Tabell 19: *Finansieringsgrad 2 for 2017-2021*

Forholdstallet for finansieringsgrad 2 er det samme som for likviditetsgrad 1. Vi ser her at både bransjen og Equinor finansierer noe av omløpsmidlene med langsiktig kapital, som er et godt tegn.

## 6.4 Lønnsomhet

Lønnsomhetsanalysen kan benyttes som et verktøy for å si noe om hvilken avkastning selskapet oppnår på sine finansieringskilder, og derfor også som en veiledende indikator på hvilken avkastning investorer vil kunne få. Det interessante er å se på hvilke faktorer som driver lønnsomheten i selskapet, og hvordan disse har utviklet seg med tiden.



### 6.4.1 Egenkapitalens rentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten sier noe om avkastningen på egenkapitalen, og bør som en hovedregel være høyere enn renten man alternativt kunne fått i banken. Forholdstallet beregnes ved å ta resultat før ekstraordinære poster multiplisert med 100, dividert med gjennomsnittlig egenkapital, (Altinn, NA).

<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>A. gjennomsnitt</b>
Permanent totalresultat	4042	5331	3811	103	9410	
Egenkapital	39861	42970	41139	33873	39010	
ROE	10,1 %	12,4 %	9,3 %	0,3 %	24,1 %	11,2 %
Bransjen	7,5 %	12,2 %	10,4 %	3,0 %	13,2 %	9,2 %

Tabell 20: *Egenkapitalrentabilitet for perioden 2017-2021*

Her ser vi at både Equinor og bransjen har tilfredsstillende ROE (Return on equity), hvor begge gir bedre avkastning enn risikofrie investeringer over perioden. Det skal også sies at tallet ROE er en god indikator på hva man kan forvente å få igjen på en investering i selskapet. Her skal det nevnes at Equinor hadde i gjennomsnitt 2 % bedre avkastning enn bransjen, noe som er et veldig godt tegn.

## 6.4.2 Rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler (RNOA)

Fra den omgrupperte balansen og resultatregnskapet i kapitel 5, så kan vi finne rentabiliteten på netto driftsmessige eiendeler ved å dividere det permanente driftsresultatet på NDME, (Penman, s. 318, 2013). Disse tallene må hovedsakelig sammenlignes innad i bransjen, siden det er stor variasjon på hvor stor RNOA en bedrift burde ha. Penman nevner fortsatt en median for alle bransjer på 10,3 %, (Penman, s. 375, 2013).

<b>Rentabilitet på NDME</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>A. Gjennomsnitt</b>
Permanent driftsresultat	4309	6304	3816	755	11032	
NDME	70781	72377	76517	72214	60649	
RNOA	6,1 %	8,7 %	5,0 %	1,0 %	18,2 %	7,8 %
Bransjen	5,0 %	8,1 %	6,5 %	2,3 %	8,4 %	6,0 %

Tabell 21: *Rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler (RNOA) 2017-2021*

Her ser vi verdien for Equinor igjen var noe lavere enn bransjen i 2019 og 2020, før den hadde en markant opptur i 2021, som gjør at den slår bransjen i gjennomsnitt for perioden. Dersom vi betrakter medianen ser vi at bransjen med 6,5 %, har noe høyere verdi enn Equinor på 6,1 % for perioden. Totalt ser vi at våre verdier er noe lavere enn medianen som Penman trekker frem, men dette kan virke logisk siden petroleum er en kapitalintensiv bransje med høye verdier for NDME.

### 6.4.3 Driftsmargin

Driftsmarginen viser oss driftsresultatet som en prosentandel av driftsinntektene til selskapet, og beregnes ved å ta det permanente driftsresultat multiplisert med 100, dividert med driftsinntektene, (Altinn, NA).

<b>Driftsmargin Equinor</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>A. Gjennomsnitt</b>
Permanent driftsresultat	4309	6304	3816	755	11032	
Omsetning	60 998	78852	63147	45765	89618	
Driftsmargin	7,1 %	8,0 %	6,0 %	1,6 %	12,3 %	7,0 %
Bransjen	4,1 %	6,0 %	5,6 %	2,7 %	8,1 %	5,3 %

Tabell 22: *Driftsmargin for perioden 2017-2021*

Hvor god driftsmarginen er avhenger av tidligere år, samt hva konkurrentene i samme bransje har som margin, (Berg, s. 74, 2017). Her ser vi at Equinor hadde et dårlig år i 2020, sammen med resten av bransjen. I dette året ser vi faktisk at bransjen presterer bedre enn Equinor. Ellers ser vi gode driftsmarginer for Equinor i de resterende årene, hvor de presterer bedre enn bransjen. Spesielt 2021 skiller seg spesielt ut som et positivt år, både med vekst sammenlignet med tidligere år, men også sett mot bransjen.

#### 6.4.4 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden sier noe om evnen bedriften har til å betale renter, (Berg, S.82, 2017). Dersom denne rentedekningsgraden har verdien 1 ville alt som driften skaper gått til betaling av renter. Tallet finnes ved å ta driftsresultatet før skatt + finansinntekter delt på finanskostnader for det respektive året, (Berg, S.82, 2017).

<b>Rentedekningsgrad</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>A. Gjennomsnitt</b>
Driftsresultat før skatt	12878	18792	11319	2195	33666	
Finansinntekter	487	0	1443	556	0	
Finanskostnader	903	1263	1450	1392	2080	
Rentedekningsgrad	14,80	14,88	8,80	1,98	16,19	11,33
Rentedekningsgrad bransjen	3,96	5,90	4,31	1,19	4,63	4,70

Tabell 23: *Rentedekningsgrad for perioden 2017-2021*

Her ser vi Equinor har et relativt høyt nøkkeltall sammenlignet med bransjen. Dette tyder gjerne på at Equinor har gode vilkår for gjeld, og derfor betaler lave renter. Tallet henger også sammen med at Equinor har levert gode resultater i perioden. Dette er imponerende med tanke på at Equinor har høyere gjeldsandel enn bransjen.

## 6.5 Oppsummering risiko og lønnsomhetsanalyse

I dette kapitlet har vi forsøkt å analysere Equinor ved å se på likviditet, soliditet, finansiering og lønnsomhet. Vi har to måter å analysere dataen på, og for de fleste nøkkeltallene er det visse verdier som blir betraktet som gunstige. Vi ser gjennomgående at Equinor tilfredsstillende disse tommelfingerreglene. Generelt er det altså ingen tegn til at selskapet trenger umiddelbar forbedring på noen av områdene. Det eneste vi kan påpeke er muligens at gjeldsgraden er noe høy, men som beskrevet i 6.2.2 vet vi at denne gjelden har gode betingelser og kan derfor betraktes som nokså sunn finansiering.

Vi kan også betrakte nøkkeltallene ved å sammenligne de med bransjen. Disse tommelfingerreglene kan ha noe verdi, men det varierer fra bransje til bransje hvilken kapitalstruktur man har. Det varierer også hvor mye likvide midler man trenger, og hvor høy rentabilitet man burde ha. Vi får derfor mer informasjon ved å sammenligne Equinor med komparative bedrifter. Her ser vi at Equinor skiller seg ut i positiv forstand. Gjeldsgraden er som nevnt noe høyere enn hos konkurrentene, men vi ser også at selskapet har gjennomgående bedre likviditet og rentabilitet, både på egenkapitalen og NDME. Der de skiller seg mest ut er på rentedekningsgraden, som er mye høyere enn bransjen.

Denne analysen forteller oss at Equinor er en sunn bedrift, med ingen tydelige svakhetstegn. Vi ser også at bransjen vi har valgt å sammenligne med, også leverer mer enn tilfredsstillende nøkkeltall. Nøkkeltallene vi har kommet frem til vil supplere vurderinger vi kommer frem til i kapitel 7 og 8.

## 7. Avkastningskrav

Det å estimere et rimelig og fornuftig avkastningskrav, er noe av det mest utfordrende med en verdsettelse. Det vil være relativt subjektive vurderinger samtidig som små endringer kan få store utfall over tid, som vi kommer tilbake til i kapittel 10. Ifølge Stortinget (1999) skal et avkastningskrav reflektere forventet alternativ avkastning man kunne oppnådd til tilsvarende risiko. Det betyr at en investor eller långiver vil kreve å bli kompensert for den risikoen man påtar seg ved å ta del i prosjekter forbundet med risiko, fremfor å være investert i et risikofritt aktivum. For å komme frem til et avkastningskrav for total kapitalen, WACC, må vi i første omgang se nærmere på avkastningskravet til egenkapitalen.

### 7.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en av de mest anerkjente metodene for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen før og etter skatt. CAPM oppstår ved at man stilte spørsmålstegn ved hvilken portefølje en risikoavers investor burde danne seg, (Fernandez, s. 8, 2017). Modellen kan fremstilles som følger;

$$\text{CAPM} = E(R_i) = R_f + B \times (E(R_m) - R_f)$$

hvor:

$R_f$  = risikofri rente

$B$  = beta

$R_m$  = forventet avkastning på markedsporteføljen

## Risikofri rente

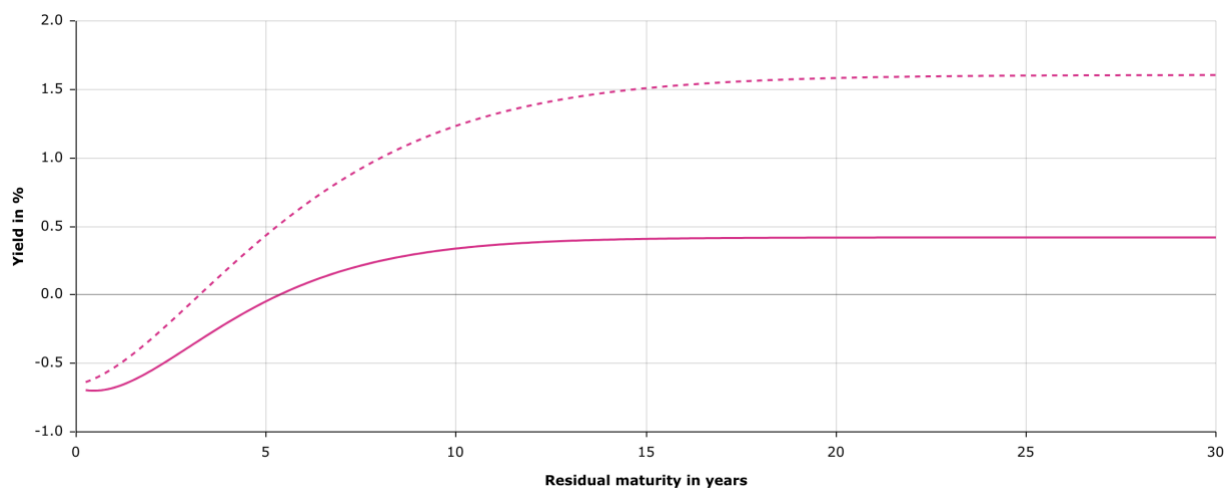
Det første usikkerhetsmomentet relaterer seg til hva som skal benyttes som risikofri rente for beregning av avkastningskravet. I den sammenheng er det vanlig å se på statsobligasjoner fra store økonomier med en egen valuta, da disse blir ansett som “sikre”. Her kan vi se på norske statsobligasjoner med lang eller mellomlang løpetid, tilsvarende 3-10 år til forfall. Ved å betrakte ukentlig gjennomsnittet for daglige noteringer for norske statsobligasjoner, slik det er fremstilt nedenfor, kan vi komme med et estimat på risikofri rente i analyseperioden:



Bilde 5: Utviklingen yield 10-årige norske statsobligasjoner (Norges Bank, 2022b).

Vi ser at renten på 10-årige norske statsobligasjoner, ligger rundt 2,5 %, når vi runder opp til nærmeste halve prosentpoeng. I tillegg har PWC (2021) i sin undersøkelse om den norske risikopremien, fastslått at 10-årige norske statsobligasjoner i størst grad blir benyttet som referanse for risikofri rente. Ifølge undersøkelsen, er medianen for risikofri rente 2,5 %. Undersøkelsen tok utgangspunkt i svar fra 144 av NFF sine 1000 medlemmer. Her må det også påpekes at et avkastningskrav er et estimat og kan ikke på forhånd beregnes nøyaktig, og dermed vil mange desimaler være en unødvendig fallgruve.

Likevel kan vi gå enda mer i dybden, og forsøke å sammenligne tallene ovenfor, med yield-kurven slik den så ved årsskiftet 2021:



Bilde 6: Yield-kurve på obligasjoner ratet AAA i Europa med ulik tid til forfall (ECB, 2021)

Grafen ovenfor viser hvordan rentekurven så ut for Europa per slutten av 2021, og den stiplede linjen er et estimat på forward-renten. Tabellen nedenfor beskriver nærmere hvordan grafen kan uttrykkes med tall:

Tid til forfall	Obligasjoner (AAA)
3 måneder	-0,6950
1 år	-0,6769
3 år	-0,3755
5 år	-0,0474
10 år	0,3376

Tabell 24: Oversikt over yield på obligasjoner ratet AAA i Europa med ulik tid til forfall (ECB, 2021)

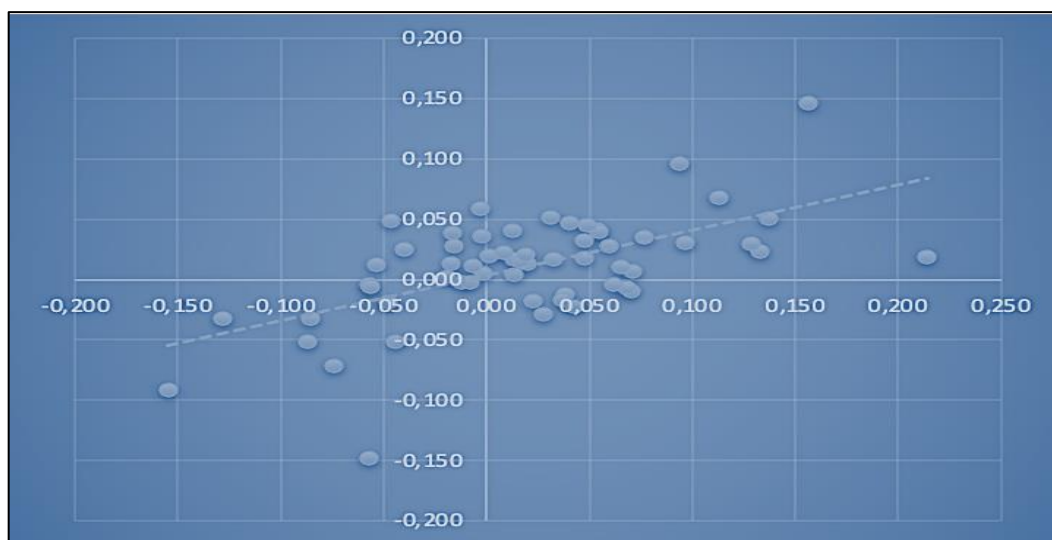
Vi ser at anslagene er relativt mye lavere enn tallene som var inkludert i diskusjonen tidligere. Likevel var det på slutten av 2021 et bull-marked, hvor obligasjoner ga svært lav avkastning. Vi ser fra grafen over at estimert 10-årig forward rente ligger rundt 1,25 %, og 5-årig forward rente ligger rundt 0,5 %. Vi ser på det som hensiktsmessig å legge oss en plass imellom dette, og å benytte en risikofri rente på 1 % virker fornuftig i forbindelse med dette.



## Beta

Beta er et uttrykk for markedsrisiko, og sier noe om en aksje sin samvariasjon med en markedsindeks. Her har vi tatt i bruk månedlige observasjoner av sluttkursen til selskapet de siste fem årene, med tall fra Finance Yahoo, og sammenlignet dette med tilsvarende tall for OSEBX som referanseindeks. Dette ga i vårt tilfelle 59 observasjoner over 5 år, og vi kom fram til et estimat for beta på 0.95, (Vedlegg 4). I mange tilfeller kan det være hensiktsmessig å vekte betaen nærmere 1, men her er vi såpass nære at vi velger å beholde estimatet. Dette betyr at selskapet sin aksjekurs beveget seg tilnærmet likt som referanseindeksen, noe som virker troverdig siden Oslo Børs er svært oljetung sammenlignet med andre indekser.

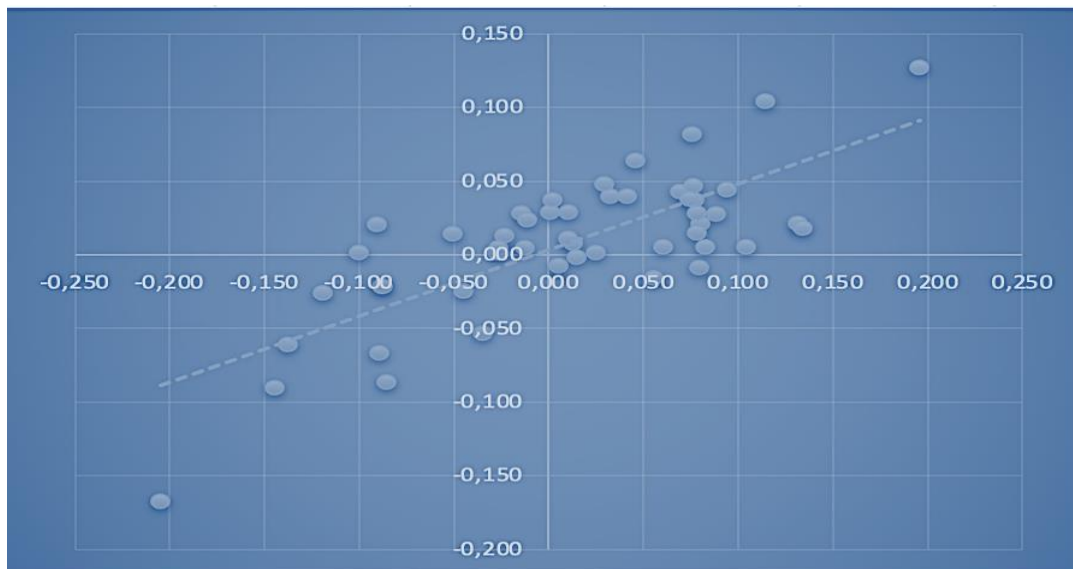
Våre beregninger gir en justert forklaringsgrad på 0,34 for modellen. Det er ønskelig med en så høy forklaringsgrad som mulig, siden den forteller oss hvor mye av variasjonen i den avhengige variabelen som kan forklares ut fra de uavhengige variablene. Samtidig ser vi at modellen ikke er signifikant på hverken 5 eller 10-signifikansnivå, med en p-verdi på rundt 0,22. I diagrammet nedenfor har vi illustrert sammenhengen mellom aksjen og referanseindeksen ved hjelp av lineær regresjon.



Figur 8: *Lineær regresjon mellom prosentvis avkastning Equinor (Y-aksen) og OSEBX (X-aksen) (Egenkomponert).*

For å verifisere resultatet ovenfor, så har vi valgt å gjennomføre en tilsvarende analyse, hvor vi bytter ut OSEBX med NYSE Composite (Vedlegg 3). Dette begrunner vi med at Equinor også er notert på børs i New York. I dette tilfellet får vi et estimat for beta på 1,31, noe som

er svært ulikt vårt opprinnelige estimat. Forklaringsgraden er mye høyere her, tilnærmet 0,6, og vi kan argumentere for at dette er et sikrere resultat. Det virker logisk at beta er høyere enn 1 i dette tilfellet, siden den amerikanske indeksen, på langt nær er så oljetungt sett opp mot Oslo Børs. Det skal nevnes at vi fikk 9 færre observasjoner, grunnet at det manglet tall for de siste månedene i 2021, slik at vi her har 50 observasjoner.

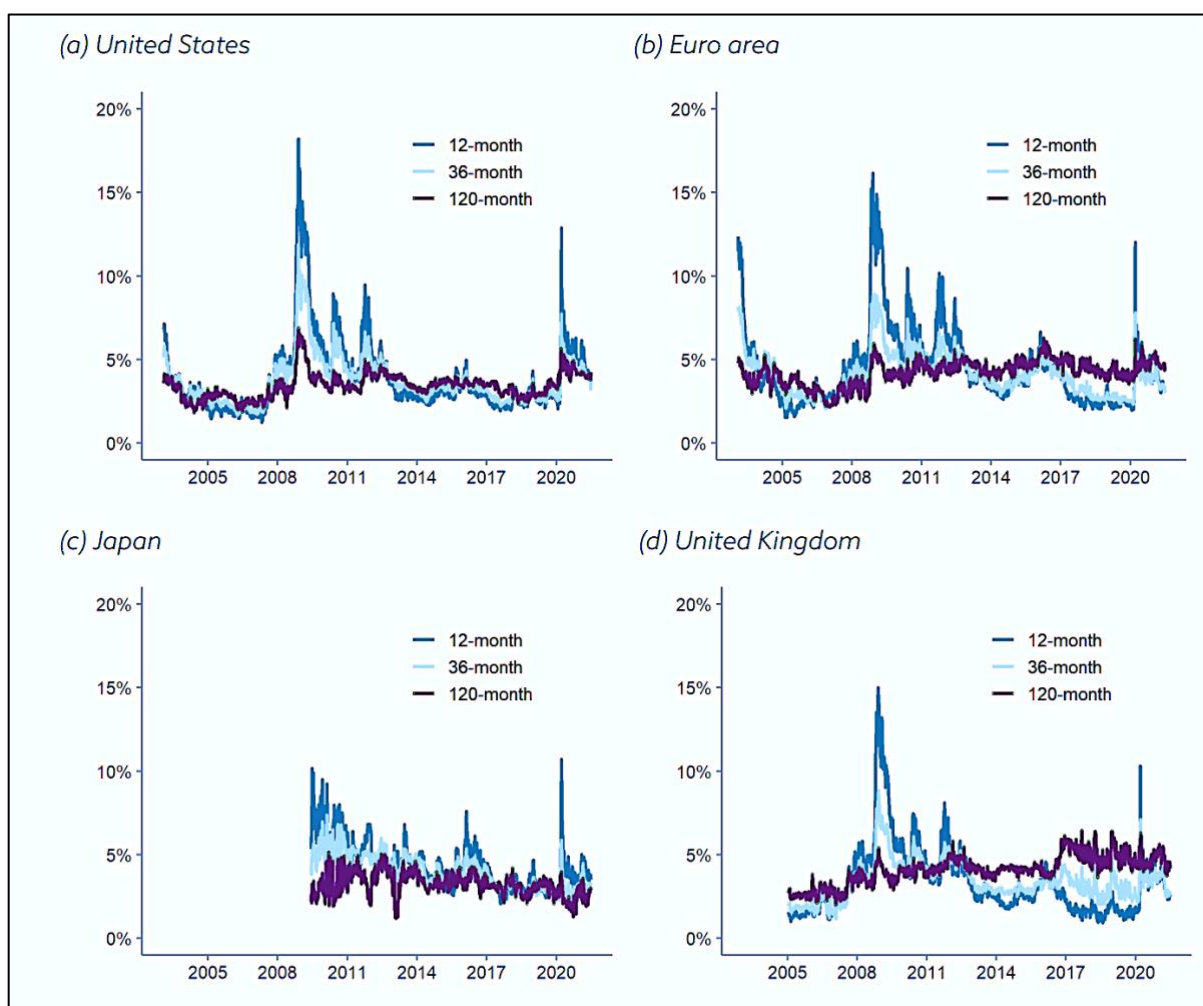


Figur 9: *Lineær regresjon mellom prosentvis avkastning Equinor (Y-aksen) og NYSE (X-aksen) (Egenkomponert).*

Med utgangspunkt i vurderingene og beregningene ovenfor, ser vi på det som hensiktsmessig å ta utgangspunkt i sistnevnte analyse. Vi velger derfor å bruke en beta på 1,3 videre i verdsettelsen.

## Markedets risikopremie

Markedets risikopremie uttrykker meravkastningen ved å ta del i markedet fremfor en risikofri plassering, og blir i den forbindelse utledet ved å ta forventet avkastning på markedsporteføljen fratrukket risikofri rente. PWC (2021) skriver i sin undersøkelse at risikopremien i det norske markedet i 2021 var på 5 %, noe som har vært tilnærmet likt det gjennomsnittlig årlige nivået siden 2013. Vi kan også sammenligne dette med en rapport utarbeidet av oljefondet, som viser estimert annualisert risikopremie for egenkapitalmarkeder i Europa, USA, Japan og Storbritannia;



Bilde 7: Estimert annualisert risikopremie for ulike egenkapitalmarkeder (NBIM, 2020).

Vi ser at det er variasjon i estimatene ovenfor, men at det ved årsskiftet 2020-2021, ser ut til å være en samling av data i intervallet mellom 2,5 % til 5 %. I den forbindelse virker det rimelig å bruke en risikopremie på 5 % som utgangspunkt i vår beregning av avkastningskravet til Equinor. Vi begrunner dette med at markedet ser ut til å kreve høy avkastning for å kompensere for å ta økt risiko, den kommende tiden. Dette gir en forventet avkastning på markedsporteføljen på 6 %.

### Eventuelle tilleggspremier

I enkelte tilfeller kan det være aktuelt å legge til tilleggspremier i avkastningskravet, slik som likviditetspremie eller småbedriftspremie. Vi ser fra vår analyse i kapitel 6 at dette ikke virker naturlig. Equinor viser god soliditet og liten konkurs-sannsynlighet, de viser også god likviditet samtidig som de er finansiert hovedsakelig med gjeld, men på gode betingelser. Samlet sett sier dette oss at Equinor er et stort og solid selskap som omsettes på flere børser, det blir dermed ikke naturlig med noen tillegg på avkastningskravet.

### Kapitalverdimodellen

Med utgangspunkt i vurderingene ovenfor kan vi estimere et avkastningskrav for egenkapitalen til selskapet:

$$\text{CAPM} = E(R_i) = 0.01 + 1,3 \times (E(0.06 - 0.01)) = 0.075 = 7,5 \%$$

Vi får et avkastningskrav for egenkapitalen på 7,5 %. Dette vil bli brukt i neste delkapittel, når vi skal estimere et avkastningskrav for total kapitalen.

## 7.2 Avkastningskrav til totalkapitalen - WACC

For å beregne avkastningskravet til totalkapitalen, så er det to særlig to elementer man må ta stilling til. Først og fremst må vi forsøke å komme frem til et fornuftig avkastningskrav til gjelden, før vi deretter må avgjøre fordelingen mellom gjeld og egenkapital i selskapet.

Weighted average cost of capital (WACC) kan fremstilles som følger;

$$\text{WACC} = (\text{Re} \times \text{E}/\text{V}) + (\text{Rd} \times \text{D}/\text{V} \times (1-\text{Tc}))$$

Hvor:

E = egenkapital markedsverdi

D = gjeld markedsverdi

V = egenkapital + gjeld

Re = avkastningskrav til egenkapital

Rd = avkastningskrav til gjeld

Tc = bedriftsskattesats

### Avkastningskrav til gjeld

I årsrapporten for 2021 har Equinor bokført fire usikrede obligasjonslån og et usikret lån, under langsiktig finansiell gjeld i regnskapet. Disse lånene er fremstilt i figuren nedenfor:

Obligasjonslån usikret	Vektet gjennomsnittlig rentesats %	Balanseverdi i millioner USD per 31.12.2021
Amerikanske dollar (USD)	3.88	17.451
Euro (EUR)	1.42	7.925
Britiske pund (GBP)	6.08	1.852
Norske kroner (NOK)	4.18	340
<b>Usikrede lån</b>		
Japanske Yen (JPY)	4.30	87
Vektet gjennomsnitt sum	3.32	

Tabell 25: Rente på sikrede og usikrede obligasjonslån (Equinor, AR, 2021).

Vektet gjennomsnittlig lånerente estimeres til 3,32 %, hvor vi velger å vekte opp gjeldsrenten til nærmeste halve-prosentpoeng. Med utgangspunkt i dette blir våre beregninger for rente på gjeld estimert til å være 3,5 %. Dette ligger noe under gjeldsrenten på det klart største obligasjonslånet, men samtidig nær en dobling i forhold til det nest største lånet. En av hovedgrunnene til den oppnådde renten vil være soliditeten og muligheten til å betjene lån som vist i kapitel 6.

## Andel egenkapital og gjeld

For å finne markedsverdien på gjeld og egenkapital i selskapet, kan vi betrakte kapitel 6.2.2, hvor vi her fant en egenkapitalandel for 2021 på 26,5 %. Med utgangspunkt i dette kan vi også finne andelen gjeld (100-26,5 %), noe som gir oss 73,5 %.

## Skattesats

Skattefradraget knyttet til gjeld er per årsskiftet 2021 på 22%. Denne satsen forutsetter vi holder seg konstant i overskuelig fremtid, slik at vi kan beregne avkastningskravet til gjeld etter skattefradrag.

## Avkastningskrav til totalkapitalen - WACC

Med utgangspunkt i vurderingene ovenfor kan vi beregne et avkastningskrav for totalkapitalen til Equinor:

$$WACC = (R_e \times E/V) + (R_d \times D/V \times (1-T_c)) = (7,5 \% \times 0,265) + (3,5 \% \times 0,735 \times (1-0,22)) =$$

$$WACC = 1,9875 + 2$$

$$WACC = 3,9875 \% \rightarrow 4 \%$$

Denne kostnaden på kapital kan kanskje virke lav, men det er viktig å huske at dette er et solid og stabilt selskap som er forbundet med lav risiko. Dette fører til en lav WACC, som vi velger å runde oppover til nærmeste hele prosentpoeng, slik at vi havner på 4 % WACC.

## 7.3 Grønne selskaper

I dagens samfunn er bærekraft og miljø sentrale temaer. Dette ser vi gjennom populariteten til vegansk mat, ønsket om gjenbruk og restaurering, kollektiv transport og interessen for hvordan vi skal utvikle verden i riktig retning. Denne tankegangen har smittet over til andre deler av samfunnet, også innenfor bank og finanssektoren. Her har bankene allerede innført alternative produkter, slik som «grønne» boliglån og «grønne» fond. Noen eksempler er DNB sitt «DNB Global Lavkarbon», (DNB, 2022), eller Storebrand sitt «Global ESG A», (Storebrand, 2022). Dette er et forsøk på å bidra til det grønne skiftet, også innenfor finansbransjen. Spørsmålet blir derfor hvordan man kan ta denne risikoen som assosieres med olje og gass, og justere avkastningskravet til totalkapitalen.

### 7.3.1 ESG-score

Dersom vi betrakter ESG-scoren til Equinor, ser vi at de i 2020 fikk «A», samtidig som samme rapport ga oljebransjen sett under ett en «B», (TheGovGroup, 2021). Spørsmålet er hvilken betydning dette kan ha for aksjeprisen til selskapet. En høy ESG score betyr gjerne at bedriften er fokusert på å nå langsiktige mål med tanke på miljømessige, sosiale og forretningsetiske forhold, (Nordea, 2022). Dette kan være et attraktivt mål i seg selv, og en enkel måte for investorer å skille mellom selskapene de potensielt vil investere i. Ifølge Forbes (2021) fører en høy ESG-score til et lavere avkastningskrav. Samme artikkel viser til at 2000 akademiske studier har konkludert med at en høyere ESG-score, fører til et 10 % lavere avkastningskrav.

Store internasjonale aktører, slik som oljefondet, har strenge krav til hvilke selskaper og bransjer de investerer i. Investeringene skal ikke bare bidra til lønnsomhet og inntjening, men også positive eksternaliteter for samfunnet ellers, (NBIM, 2019). Det betyr at en dårlig ESG-score, potensielt vil kunne forhindre store aktører fra å investere i selskapet, noe som vil ha negativ påvirkning på aksjekursen. Oljefondet og andre store aktører, blir ofte også betraktet som «trend-settere» i markedet, og viser vei for hvordan mindre investorer kan posisjonere sine investeringer i henhold til fremtiden. Samtidig er risikoen for feilprising relativt stor i dette tilfellet, hvor Equinor befinner seg i en omstillingsprosess fra å være et «brunt» selskap til å bli et «grønt».

### 7.3.2 Brun risikopremie

For en risikoavers investor vil det være naturlig å kreve høyere avkastning for å ta økt risiko. For mange kan kanskje et stort og stabilt selskap som Equinor, med høy inntjening og profit, oppleves som en «trygg» investering. Når aksjer prises i markedet, ser man gjerne på hvor mye man kan tjene på å eie en del av selskapet over en lengre periode. Tidshorizonten fører her med seg et risikoelement, og særlig i dette tilfellet hvor Equinor primært livnærer seg på inntjening fra fossile energikilder.

Pastor, Stambaugh og Taylor, (2019), kommer med noen interessante tanker rundt dette med avkastning på «grønne» og «brune» selskaper. Investorer er gjerne noe bevisst på hva de støtter med sine investeringer, og det er dermed mer attraktivt å plassere penger i selskap som genererer positive eksternaliteter. Dette fører i neste rekke til at grønne selskaper fort kan bli overpriset fordi betalingsvilligheten er høyere. De peker også på at grønne selskaper har en bedre evne til å håndtere sjokk i økonomien. Etter sjokket vil det kunne øke ønsket om å holde på grønne aksjer, nettopp fordi de håndterte forrige sjokk bedre enn typiske brune aksjer.



Av empiriske bevis kom artikkelen nevnt i forrige avsnitt, frem til at en brun portefølje gjerne vil ha en positiv alpha sammenlignet med grønne porteføljer, som viste en signifikant negativ alpha. Dette tilsier at man har empiriske bevis for en meravkastning på brune eller mindre miljøvennlige investeringer, (Pastor, Stambaugh og Taylor, 2019). I neste rekke peker dette på at brune aksjer har økt risiko, og at dette burde modelleres i avkastningskravet.

Betaen sammen med markedsrisikopremien gir oss den spesifikke forventede avkastningen og risikoen for et aktivum. Dersom vi betrakter dataen til Damodaran (2022) ser vi at gjennomsnittlig unlevered beta for markedet i Europa er på 0,79. Dersom vi betrakter betaen for olje- og gass-produksjon ser vi at denne er på 1,11. Vi kan også se på grønn og fornybar energi som ligger under markedet på 0,68. Dette tilsier at man antar at bransjen for olje og gass har høyere risiko, og dermed også burde gi høyere avkastning. Dersom vi legger til grunn markedets risikopremie, som vi kom frem til på 5 %, utgjør forskjellen mellom markedet og olje- og gass-produksjon rundt 1,5 %. Vi vil derfor bruke denne verdien som en brun risikopremie i våre beregninger.

Som nevnt i kapitel 3, er det viktig for verdsettelse å komme frem til konkrete tall som øker validiteten til verdsettelsen og gjør at resultatene kan etterprøves. Basert på vurderingene ovenfor vil vi dermed i tillegg til vår normale WACC på 4 %, kalkulere en verdsettelse av Equinor per 01.01.2022 ved å legge til en brun risikopremie på 1,5 %, noe som øker WACC til 5,5 %. Denne kan på egenhånd fortelle oss noe om hva Equinor burde verdsettes til, gitt at det eksisterer ekstra risiko forbundet med selskaper innen denne sektoren. Samtidig vil denne inngå i vår totale verdsettelse og vektes med 20 %.

## 8. Fremtidsregnskapet

Nå har vi sett på historiske tall, og kartlagt den strategiske posisjonen til Equinor. I dette kapittelet skal vi prøve å estimere hva selskapet kommer til å generere av avkastning på eksisterende eiendeler og fremtidige investeringer, (Damodaran, s. 251, 2012). Her skal vi komme med estimer for driftsinntekt, basert på historiske og strategiske faktorer. Vi skal også komme frem til en utvikling for driftsmarginen, samt netto driftsmessige eiendeler. Til slutt skal vi komme frem til et estimat for veksten, som vil plasseres i terminalleddet for året 2026.

Våre estimer for fremtiden kommer hovedsakelig til å basere seg på historiske regnskap. Dette gjøres for å holde verdsettelsen så objektiv som mulig. Vi har også grunnlag for å basere oss på historiske tall, siden Equinor er et modent selskap som har hatt kontinuerlig drift over mange år, (Penman, s. 508, 2013).

### 8.1 Historisk driftsinntekt

I denne verdsettelsen har vi basert oss på årene 2017 til 2021. Når vi betrakter disse årene for Equinor ser vi at de driftsinntektene er preget av stor volatilitet. Dette stammer først og fremst fra variasjon i oljeprisen, som vist i 4.1.1. Nedgangen på henholdsvis 19,9 % og 27,5 % i 2019 og 2020, etterfulgt av en oppgang på 95,8 % i 2021, skaper utfordringer knyttet til videre estimer.

<b>Historisk omsetning Equinor</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Snitt</b>
Ordinære driftsinntekter	60 998	78852	63147	45765	89618	
Vekst	NA	29,3 %	-19,9 %	-27,5 %	95,8 %	19,4 %

Tabell 26: *Historisk driftsinntekt for Equinor i perioden 2017-2021.*

Driftsinntektene til bransjen, gjør ikke denne estimeringen enklere. Vi ser den samme volatiliteten, dog i noe mindre grad, for den samme perioden. Her ser vi også en gjennomsnittlig nedgang på 4 % for perioden. Dersom vi hadde basert vår videre verdsettelse på negativ vekst ville vi fått resultater som skaper feil bilde av selskapet. Vi ser også stor variasjon mellom Equinor og bransjen i denne perioden. Dette kan også skyldes en svekkelse av dollaren fra 2020 til 2021, noe som gir ytterligere utslag i omsetningen til Equinor.

<b>Historisk omsetning bransjen</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Snitt</b>
Ordinære driftsinntekter Eni	66 919	75822	69881	43987	76575	
Ordinære driftsinntekter BP	240 208	298756	278397	180366	157739	
Samlet	307 127	374 578	348 278	224 353	234 314	
Vekst		22 %	-7 %	-36 %	4 %	-4 %

Tabell 27: Historiske driftsinntekter for Eni og BP, «bransjen», fra 2017-2021.

Siden både historisk inntekt for Equinor og «bransjen» gjør det vanskelig for oss å estimere fremtidig inntekt fra drift, velger vi å betrakte en lengre historisk periode for driftsinntekter. På grunn av at Equinor kan betraktes som et modent selskap, og har vært modent i nokså lang tid, så kan vi se for oss at dette gir et bedre bilde av normal utvikling med tanke på inntekter. Vi ser derfor på perioden fra 2010 frem til 2021:

<b>Historisk Equinor lang periode</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Snitt</b>
driftsinntekter i milliarder NOK	526,7	645,6	705,7	619,4	606,8	465,3							
Kurs USD til NOK	6,04	5,61	5,82	5,88	6,31	8,07							
driftsinntekter i dollar millioner	87202	115080	121254	105340	96165	57658	45992	60998	78852	63147	45765	89618	
<b>Vekst i inntekt</b>		32 %	5 %	-13 %	-9 %	-40 %	-20 %	33 %	29 %	-20 %	-28 %	96 %	6 %

Tabell 28: Driftsinntekter for Equinor i perioden 2010-2021. For årene 2015 og tidligere er det rapportert driftsinntekter i NOK, disse er konvertert med gjennomsnittlig valuta kurs gjennom året.

I tabellen ovenfor ser vi at inntektsveksten til Equinor fortsatt er noe varierende og følger konjunkturer i oljepris, dollarkurs og økonomien ellers. Dette danner likevel et noe mer nøkternt syn på veksten i driftsinntekter, sammenlignet med 19,4 % som vi så på kort sikt. Vi vil derfor bruke 6 % som historisk vekst for driftsinntektene, når vi senere skal estimere fremtidig inntekt.

## 8.2 Historisk driftsmargin og netto driftsmessige eiendeler

Når vi i kapittel 9 skal komme med et estimat for verdien av egenkapitalen til Equinor, så er det også viktig å betrakte utviklingen i driftsmargin, samt NDME. Driftsmarginen sier oss noe om kostnadene til selskapet, og hvor mye kontantstrøm som skapes. Denne kontantstrømmen kan enten bli brukt til nye investeringer til drift, som vil øke NDME, eller gi oss fri kontantstrøm.

<b>Driftsmargin Equinor</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>A. Gjennomsnitt</b>
Permanent driftsresultat	4309	6304	3816	755	11032	
Driftsinntekter	60 998	78852	63147	45765	89618	
Driftsmargin	7,1 %	8,0 %	6,0 %	1,6 %	12,3 %	7,0 %

Tabell 29: *Driftsmarginen til Equinor basert på permanent driftsresultat og driftsinntekter for årene 2017-2021.*

Fra tabellen ovenfor ser vi at driftsmarginen til Equinor kan virke noe mer stabil sammenlignet med inntektene. Vi ser for årene 2017, 2018 og 2019 verdier nærme vårt gjennomsnitt på 7 %. 2020 og 2021 kan dermed betraktes som uteliggere, men vi ser fort at gjennomsnitt med eller uten disse årene blir relativt likt, og dermed kan de beholdes i grunnlaget.

For driftsmessige eiendeler ser vi en nokså stabil beholdning i årene 2017 til 2020, deretter en markant nedgang i 2021. Dette skyldes i stor grad en økning i driftsmessige forpliktelse på 79 % fra 2020 til 2021. Denne nedgangen skyldes altså et veldig godt resultat fra Equinor i 2021, som gir økte forpliktelse ved utgangen av året, slik som skatt:

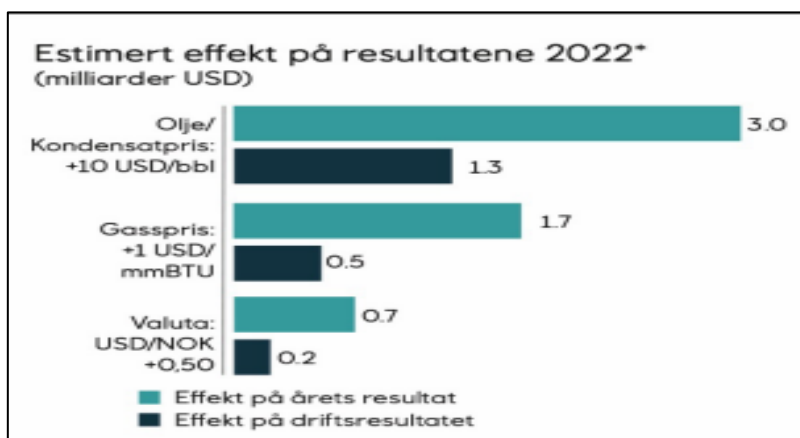
<b>Netto driftsmessige eiendeler</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Netto driftsmessige eiendeler (NDME)	70781	72377	76517	72214	60649
Endring i NDME		1596	4140	-4303	-11565

Tabell 30: *Netto driftsmessige eiendeler for Equinor basert på omgruppert balanse for årene 2017 til 2021.*

Her kan man forvente seg at verdien for NDME vil normalisere seg noe i de kommende årene. Vi vil anta at Equinor kommer til å ha balanseført verdier på over 70 milliarder USD innen kort tid, siden 2021 kan sees på som et unntaksår gitt verdiene fra tidligere år.

### 8.3 Strategiske implikasjoner

I en verdsettelse er det viktig å analysere regnskapene nøye for å finne ut hvilken effekt ulike drivere har, og informasjon utenfor regnskapene vil være viktig for å predikere endringer i fremtiden, (Penman, s. 482, 2013). Vi så fra den strategiske analysen i 4.1.1, samt regresjonsanalysen tidligere i verdsettelsen, at oljepris er en viktig driver for omsetningen til Equinor. Når denne verdsettelsen blir skrevet har vi som tidligere nevnt en pågående krig i Ukraina, som driver oljeprisene mye høyere enn estimer som lå fremme per 01.01.2022. Det er derfor lett å se i bakspeilet og komme med nokså nøyaktige estimer, men denne verdsettelsen har fotfeste i starten av året, så vi bruker dermed estimer som foreligger på samme tidspunkt. Basert på prognoser fra IMF, (IMF, 2020), kan det virke som en slak nedgang i oljepris etter 2021 er å forvente.



Bilde 8: Hentet fra Equinor sin årsrapport for 2021 som viser hva de mener er de største eksterne faktorene som vil påvirke eget resultat for 2022.

Fra Equinor sin årsrapport (Equinor, AR, 2021) ser vi at sum brukt på leting, utbygging, samt kjøp av rettigheter har sunket noe de siste årene. Dette kan være et negativt tegn ved at de ikke ser nye prosjekter hvor det er verdt å investere store summer. Dette kan også skyldes en effektivisering innen leting, som gjør at de bruker mindre kapital på å oppnå samme resultat. Det skal ikke legges for mye vekt på dette, men det trekker i retning av lavere vekst i årene som kommer.

I kapittel 4.1.1 drøftet vi effekten av politiske og juridiske forhold for Equinor, hvor fokuset på bærekraft og det å etterstrebe FNs klimamål, vil være viktig for videre utvikling og vekst. Dette er faktorer som generelt taler for lavere vekst for oljebransjen, men Equinor er en stor aktør med høy grad av kompetanse som nevnt i 4.2 og 4.3, og dermed mener vi de har mange av forutsetningene som trengs for å klare en omstilling mot grønnere energi. Som nevnt tidligere har de allerede investert mye kapital i fornybar energi, samt CO<sub>2</sub> fangst og elektrifisering av plattformer. En fortsettelse av denne satsingen vil være viktig for Equinor, spesielt med tanke på å tiltrekke seg investorer og diversifisere seg fra risikoen forbundet med olje.

## 8.4 Fremtidig inntekt

I dette avsnittet skal vi estimere driftsinntekt etter skatt, men før betaling av eventuell gjeld, (Damodaran, s. 267, 2012). Vi så fra det historiske regnskapet at dette tydet på en videre vekst på 6 %, men at faktorer i den strategiske analysen, samt oljeprisen, kan tyde på at denne veksten er litt for høy. Vi har også sett at Equinor har opplevd stor volatilitet de siste årene, noe som igjen tyder på at vi burde være nokså forsiktige med å anslå for høy vekst. I tabellen nedenfor er verdiene vi anslår for bruk ved kalkulering av videre vekst for driftsinntekter:

Vekst driftsinntekt	Faktor	Vekt
Historisk vekst	6 %	0,6
Oljepris	-2 %	0,3
Strategiske faktorer	-1 %	0,1
<b>Estimert vekst driftsinntekt</b>	<b>2,9 %</b>	

Tabell 31: *Estimert vekst i driftsinntekt basert på ulike faktorer og vekting av disse.*

Tabellen viser en vekting av historisk vekst på 0,6, og dette er hovedsakelig fordi Equinor er en moden bedrift, hvor man ofte kan bruke regnskapet til å predikere fremtiden i større grad. Videre ser vi på oljeprisen som en relativt stor faktor, og dette gjenspeiler seg i resultatene for 2020 og 2021, hvor vi observerte stor endring i prisen og hvilke utslag dette ga for resultatene i bransjen. Siden denne ble estimert til å gå noe nedover i nærmeste fremtid ga vi faktoren en negativ vekst på driftsinntekter. Innen den strategiske faktoren, mener vi det er mye som tyder på positiv vekst. Likevel, på grunn av det grønne skiftet og klimaproblematikken, gir vi denne faktoren en negativ effekt. Totalt gir dette oss et resultat på 3 % vekst, avrundet, for driftsinntekter i de nærmeste årene. Vi mener også denne veksten vil være noe avtagende som vist i tabellen nedenfor:

Estimat driftsinntekt kjerne	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal
Driftsinntekt kjerne	89618	92307	95076	97453	99889	101887	103924
Vekstfaktor		3%	3%	2,5%	2,5%	2%	2%

Tabell 32: *Utvikling i driftsinntekt for prognoseperioden, samt tilhørende vekstfaktor for hvert år.*

## 8.5 Fremtidig driftsmargin og netto driftsmessige eiendeler

Driftsmarginen til Equinor var historisk sett på 7 %, og dette virker også nokså stabilt. Vi kan derfor anta at denne satsen vil holde seg stabil også i de kommende årene, og velger å basere denne kun på historiske regnskap. Man kan tenke seg at utvinningen blir mer effektiv med tiden, men andre faktorer, som CO<sub>2</sub> kompensasjon, inflasjon og økte kostnader knyttet til forbedring av plattformer, kan dra i motsatt retning. Vi ser det derfor som naturlig å beholde driftsmarginen på 7 % i prognoseperioden.

For netto driftsmessige eiendeler ser vi at denne var veldig lav i 2021. Noe som hovedsakelig skyldes at 2021 var et godt år, og dermed økte driftsmessige forpliktelser som forklart i 8.2. Vi ser dermed på det som naturlig at NDME vil øke jevnt de neste årene, helt til den kommer opp til en verdi på rundt 70-80 milliarder dollar, slik normalen var i 2017-2020. Vi legger dermed opp til en nokså høy økning på 5 % de første to årene, etterfulgt av 4 % vekst i resten av prognoseperioden, som vist nedenfor:

<b>Prognose</b>							
<b>NDME</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>Terminal</b>
Vekstfaktor		5 %	5 %	4 %	4 %	4 %	4 %
<b>NDME</b>	60649	63681	66866	69540	72322	75215	78223

Tabell 33: *Utvikling i netto driftsmessige eiendeler i prognoseperioden, samt tilhørende vekstfaktor for hvert år.*



## 8.6 Vekst

Vekst er vanskelig å opprettholde, (Hansen, s. 5, 2020b). For Equinor som har hatt jevn og solid vekst over lang tid, vil det trolig komme et tidspunkt hvor dette snur, eller hvor veksten blir kraftig redusert. Vekst er også veldig risikabelt og kan forsvinne over natta, (Hansen, s. 5, 2020b). Samtidig står det for en stor andel av verdsettelsesverdien til selskapet, og det er derfor viktig at denne vekstfaktoren er nøye gjennomtenkt og nokså konservativ, (Koller Et al, s. 213, 2010).

I mange moderne verdsettelser ser vi at det norske inflasjonsmålet på 2 %, (Norges bank, 2020) blir brukt som et nøkternt nivå for veksten etter prognoseperioden. Dette kan også virke naturlig som et minimumsmål for at bedrifter skal overleve på lang sikt. For Equinor ser vi at de har hatt historisk sterk vekst som kan tenkes å avta. Vi har gjennom den strategiske analysen også vektlagt en del utfordringer som bransjen står ovenfor i perioden som kommer. Det å forutse hvordan oljebransjen ser ut om fem til ti år er ekstremt vanskelig, siden det kan være nokså likt som i dag, men det kan også være scenarioer hvor etterspørselen avtar kraftig.

Denne risikoen forbundet med bransjen, har vi allerede nevnt i kapittel 7.3 og kommer tilbake til i 9.2, men det er naturlig at dette gjenspeiler seg i faktoren for vekst. En terminalverdi vil gjerne være grovt estimert, og siden man legger til grunn en faktor for vekst vil det fortsatt være store svingninger rundt denne verdien, fordi risikoen fremdeles er til stede, (Gjesdal & Johnsen, s. 29, 2012).

Basert på historiske tall, inflasjonsmålet til Norge, den strategiske analysen, samt risikoen rundt petroleumsbransjen, så legger vi til grunn en langsiktig vekst på 1,5 % for perioden etter analyseperioden, altså noe lavere enn inflasjonsmålet. Selskapet kan åpenbart foreta nye investeringer eller andre endringer, som gjør at selskapet fortsatt kan vokse raskere i fremtiden, men vi velger å gå forsiktig frem når vi estimerer veksten. Videre resultater med ulik vekst kommer vi tilbake til i sensitivitetsanalysen i kapittel 10.

## 9.0 Fundamental verdsettelse

I kapitel 7 kom vi frem til en WACC for Equinor, og sammen med informasjonen vi presenterte i kapitel 8, så har vi nå kartlagt de faktorene vi trenger for å komme frem til en verdsettelse basert på fri kontantstrøm fra driften til Equinor. For å oppsummere faktorene sin endring kan vi se på følgende tabell:

Oppsummering	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal
Vekst i driftsinntekt i %		3 %	3 %	2,5 %	2,5 %	2 %	2 %
Driftsmargin i %		7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %
Endring av NDME i %		5 %	5 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Vekst i terminalleddet							1,5 %
WACC/diskontering		4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %

Tabell 34: *Oppsummering av ulike faktorer for prognose perioden som blir brukt for å beregne fri kontantstrøm fra drift.*

### 9.1 Fri kontantstrøm fra drift

For å beregne fri kontantstrøm fra drift ser vi først på veksten i driftsinntekt, som sammen med driftsmarginen forteller oss hvor mye overskudd driften til selskapet genererer. Deretter ser vi på endringen i netto driftsmessige eiendeler. Dersom NDME øker, betyr det at noe av overskuddet går til nye investeringer som senker fri kontantstrøm. Totalt får vi altså at:  $\text{driftsinntekt år } t \times \text{driftsmargin år } t - \text{NDME år } t + \text{NDME år } t-1 = \text{fri kontantstrøm fra drift i år } t$ . Etter denne beregningen må også tallet diskonteres med verdien vi kom frem til for WACC, for å få nåverdien av fri kontantstrøm fra drift.

Terminalverdien, eller verdien for videre vekst etter prognose-perioden, finnes ved Gordon-Shapiro-formelen. Denne viser at verdien av alle fremtidige frie kontantstrømmer fra driften kan finnes ved å ta fri kontantstrøm i den siste perioden vi har prognose for ganget med  $1 +$  vekstfaktoren,  $g$  (growth), dividert med avkastningskravet ( $k$ ) minus vekstfaktoren ( $g$ ), (Gjesdal & Johnsen, S. 31, 2012). Som gir oss følgende formel:

$$V_t = \frac{C_t (1+g)}{(k-g)}$$

Verdien vi da kommer frem til er virkelig verdi av netto driftsmessige eiendeler. Videre må vi da trekke fra verdien av netto finansielle forpliktelser, som vi finner fra den omgrupperte balansen i kapittel 5. Dette gir oss en verdi på egenkapitalen som ved å dividere på antall aksjer, gir oss en verdi per aksje, som kan sammenlignes med børsverdien på OSE og NYSE per 01.01.2022.

<b>Estimat USD fri kontantstrøm</b>	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal
Driftsinntekt kjerne	89618	92307	95076	97453	99889	101887	103924
Driftskostnad	83345	85845	88420	90631	92897	94755	96650
Driftsresultat etter skatt	6273	6461	6655	6822	6992	7132	7275
NDME	60649	63681	66866	69540	72322	75215	78223
Fri kontantstrøm		3429	3471	4147	4211	4239	4266
Diskontering		0,962	0,925	0,889	0,855	0,822	
Nåverdi av FKS i perioden	17277	3297	3209	3687	3599	3484	
Nåverdi av restledd	136886						
Virkelig verdi av NDME	154163						
Netto FF	21044						
<b>Verdi EK</b>	133119						

Tabell 35: *Fri kontantstrøm for perioden 2021-2026 samt terminalleddet. Trukket fra finansielle forpliktelser som gir en verdi på egenkapitalen i millioner USD per 01.01.2022.*

Totalt ser vi at fri kontantstrøm fra drift gir oss en verdi på egenkapitalen til Equinor per 01.01.2022 på 133,1 milliarder USD.

## 9.2 Fri kontantstrøm med brun risikopremie

I den strategiske analysen samt kapittel 7.3, så argumenterte vi for at en brun risikopremie burde inkluderes i verdsetting av petroleumsselskaper. Verdien vi kom frem til på 1,5 %, som et tillegg i WACC, kan dermed brukes i beregningen av egenkapitalen. Ved bruk av en WACC på 5,5 % (4 % + 1,5 %) får vi følgende verdi;

<b>Estimat USD fri kontantstrøm</b>	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal
Driftsinntekt kjerne	89618	92307	95076	97453	99889	101887	103924
Driftskostnad	83345	85845	88420	90631	92897	94755	96650
Driftsresultat etter skatt	6273	6461	6655	6822	6992	7132	7275
NDME	60649	63681	66866	69540	72322	75215	78223
Fri kontantstrøm		3429	3471	4147	4211	4239	4266
Diskontering		0,948	0,898	0,852	0,807	0,765	
Nåverdi av FKS i perioden	16543	3250	3119	3532	3399	3244	
Nåverdi av restledd	78510						
Virkelig verdi av NDME	95053						
Netto FF	21044						
<b>Verdi EK</b>	74009						

Tabell 36: *Fri kontantstrøm for perioden 2021-2026 samt terminalleddet. Inklusive «brunrisikopremie». Trukket fra finansielle forpliktelser som gir en verdi på egenkapitalen i millioner USD per 01.01.2022.*

Basert på tabellen ovenfor ser vi et nokså annerledes resultat. Vi ser at verdien på egenkapitalen har gått fra 133,1 milliarder USD til 74,0. Dette viser hvordan en liten endring i WACC fører til en stor endring i verdsettelsen, men det viser også at risikoen i petroleumbransjen kan føre til at investorer krever en større kompensasjon sammenlignet med andre bransjer.

## 9.3 Estimat verdi per aksje

Basert på verdsettelsen av egenkapitalen til Equinor som vi kom frem til i de forrige avsnittene, kan vi nå finne aksjeprisene til selskapet. Equinor har som nevnt tidligere 3257 millioner aksjer utstående per 01.01.2022. Ved å dividere verdien på egenkapitalen på antall aksjer, så kommer vi frem til en verdi for hver enkelt aksje.

<b>Aksjepris i USD</b>	Uten brun risikopremie	Med brun risikopremie
Verdi egenkapital i millioner USD	131119	74009
Antall aksjer i millioner	3257	3257
<b>Verdi per aksje 01.01.2022</b>	40,26	22,72
Virkelig pris per aksje 01.01.2022	26,17	26,17
Avvik i % fra virkelig pris	53,8 %	-13,2 %

Tabell 37: *Aksjepris i USD basert på fri kontantstrøm både med og uten brun risikopremie. Inkludert er også virkelig verdi per aksje på verdsettelsestidspunktet samt avvik i prosent fra virkelig pris.*

Fra tabellen ovenfor ser vi at vår verdsettelse, uten tillegget i WACC, er relativt mye høyere sammenlignet med virkelig pris. Vi ser at prisen på aksjen med den brune risikopremien, som gir en økningen i avkastningskravet, tilsier at aksjen er noe overpriset, da den gir oss en verdi på 22,72 USD per aksje.

## 10.0 Sensitivitetsanalyse

I denne delen av oppgaven vil vi se på hvordan justering av avkastningskravet og vekst vil påvirke verdsettelsen av Equinor. Dette gjøres siden både avkastningskravet og vekstfaktoren har noen subjektive vurderinger som ligger til grunn. Vi kan derfor teste hvordan forskjellige verdier på disse faktorene vil endre konklusjonen til verdsettelsen.

### 10.1 Endring i WACC

Fernandez (2017) poengterer at vi ikke kan ta CAPM for gitt som et nøyaktig mål på avkastning. Han nevner at det er mye usikkerhet rundt betaen og markedets risikopremie, samtidig som den ikke tar høyde for kompleksiteten til bedrifter. For å understreke poenget sitt, hevder han at dersom CAPM faktisk fungerer, hvorfor er ikke da alle som kan CAPM millionærer? (Fernandez, s. 2, 2017). Selv om Fernandez har et nokså dystert syn på CAPM, vil dette også være tilfellet for de fleste økonomiske modeller. Vi må forenkle virkeligheten for å kunne tolke hva som foregår rundt oss, (Brealey, Myers, Allen, s. 202, 2017).

Dersom vi tar utgangspunkt i opprinnelig estimert WACC på 4 %, kan vi forsøke å verdsette Equinor med alternative avkastningskrav. I forbindelse med diskusjonen ovenfor har vi valgt ut følgende avkastningskrav for sammenligning av selskapsverdien, som blant annet inkluderer en reduksjon og økning på 10 % av opprinnelig WACC:

Avkastningskrav	Verdi av egenkapitalen	Aksjekurs
2,50 %	370403	113,73
3 %	238511	73,23
3,60 %	163208	50,11
<b>4 %</b>	131119	40,26
4,40 %	111351	34,19
5 %	88058	27,04
<b>5,50 %</b>	74009	22,72
6 %	63100	19,37

Tabell 38: Effekten av endring av WACC på verdien av egenkapital og aksjekursen per 01.01.2022. Hvor vekst er 1,5% slik som begge verdsettelsene tidligere.

Fra tabellen ser vi at en endring på +/-10 % av WACC, gir oss verdier for aksjekurs på henholdsvis 34,19 og 50,11 USD. Vi ser altså at WACC har en stor påvirkning på verdsettelsen. Dette skyldes i stor grad at vi i utgangspunktet har en lav rente, og vi kom frem til en ekstremt lav WACC på 4 %. Dette sammen med en vekst på 1,5 % tilsier at det skal ikke så store endringer til, før man får store utslag på verdsettelsen. Modellen vår har minst 76 % av verdien i terminalleddet (avhengig av hvor høy WACC og vekst som ligger til grunn). Noe som gjør at den er særlig utsatt for endringer i disse verdiene.

## 10.2 Endring i vekst

Videre kan vi se hvordan veksten i terminalleddet vil påvirke verdien av egenkapital og aksjepris. Her setter vi WACC lik som i den originale modellen med 4 %. Ellers ser vi for oss noen scenarioer. Vi kan tenke oss en situasjon hvor Equinor og oljebransjen blir mindre attraktive, grunnet et ønske fra samfunnet om å benytte grønnere energi. Vi kan også tenke oss teknologiske nyvinninger som gjør at olje og gass blir mindre brukt. I dette scenarioet setter vi veksten i terminalleddet til -1 %.

Vi kan også se for oss et scenario som EIA (U.S Energy Information Administration) kom frem til, hvor olje på kort sikt vil holde seg relativt stabil i pris, men på lang sikt vil den stige nokså mye. Dette er fordi billige utvinningsmetoder og steder vil være oppbrukt, noe som vil drive prisen opp siden etterspørselen er lik, men tilbudet reduseres kraftig, (The Balance, 2022). Her legger vi inn et estimat på 3 % for fremtidig vekst. Ellers i tabellen vil vi også vise frem 10 % økning eller reduksjon fra vårt vekst-estimat på 1,5 %. Dette gir oss følgende:

Vekstfaktor	Verdi av egenkapitalen	Aksjekurs
-1 %	62990	19,34
1,35 %	125180	38,43
<b>1,50 %</b>	131119	40,26
1,65 %	142072	43,62
3 %	343506	105,47

Tabell 39: Effekten av endring i vekstfaktor, med konstant WACC=4 % på verdien av egenkapitalen samt aksjepris for Equinor per 01.01.2022.

Vi ser at utslagene på 10 % endring i vekstfaktor ikke er like stor som endringen i WACC. Dette har to grunner. WACC har en effekt i terminalleddet, samtidig som den brukes til diskontering av fri kontantstrøm for alle år i prognoseperioden. Vekstleddet har kun en effekt i terminalleddet. Den andre grunnen er matematisk. 10 % av 1,5 % vil naturligvis være en mindre endring sammenlignet med 10 % av 4 %. Dermed vil utslagene av endring i WACC virke større.



## 11. Komparativ verdsettelse

Ved bruk av komparativ analyse er første steg å finne selskaper som i størst mulig grad er sammenlignbare, (Brealey, Myers, Allen, s. 79, 2017). Det dreier seg om størrelse, hvilke land de har operasjoner i, og at de befinner seg i samme bransje, (Koller et al, s. 315, 2010). Det nærliggende i en slik analyse blir gjerne å se på sammenlignbare selskap fra samme land. I dette tilfellet, hvor vi betrakter Equinor, velger vi derfor å se på selskapene som er nærmest basert på lokasjon og størrelse. Aker BP og Vår Energi er gjerne de nest største aktørene i Norge innenfor petroleum, og dermed kan vi se på noen nøkkeltall for å sammenligne selskapene opp mot hverandre.

### 11.1 Analyse av utvalgte elementer

	<b>Equinor</b>	<b>Aker BP</b>	<b>Vår Energi</b>
<b>Omsetning 2021 i millioner USD</b>	90 924	5 669	6 073
<b>Fat oljeekvivalenter per dag (Foepd)</b>	2 079 000	209 400	246 000
<b>Ansatte</b>	21 126	1 839	950

Tabell 40: *Nøkkeldata for utvalgte norske petroleumsvirksomheter*

Dersom en komparativ analyse skal tilføye noe, må vi ha relativt like analyseenheter. Vi ser med utgangspunkt i tabellen ovenfor, at både Vår Energi og Aker BP, blir for små aktører sammenlignet med Equinor. Equinor er også mer diversifisert innen energi, med blant annet sin satsing på havvind. Vi ser derfor at å sammenligne disse selskapene med hverandre vil kunne gi et feil bilde av virkeligheten, og velger derfor å se utenfor landegrensene for å gjennomføre analysen. Nedenfor ser vi nærmere på BP (British Petroleum) og Eni.

	<b>Equinor</b>	<b>BP</b>	<b>Eni</b>
<b>Omsetning 2021 i millioner</b>	90 924 USD	164 195 USD	76 575 Euro
<b>Foepd</b>	2 079 000	2 200 000	1 682 000
<b>Ansatte</b>	21 126	65 900	32 689

Tabell 41: *Nøkkeldata for utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter*

Man kan merke seg at produksjonen til det britiske oljeselskapet BP og Equinor er nokså lik, men at antall ansatte og omsetningen varierer. Dette skyldes hovedsakelig at BP har flere forretningsområder. De har blant annet bensinstasjoner og andre næringsområder integrert i selskapet, noe som gjør at antall ansatte blir vesentlig høyere. Dette var også tilfellet for Equinor (tidligere Statoil), før de solgte ut «retail & fuel»-delen av selskapet, (NRK, 2012).

Eni er et stort italiensk selskap, som på lik linje med Equinor har operasjoner over hele verden. De har også en relativt lik profil når man analyserer de to selskapene. På samme måte som Equinor, trekker også Eni frem; «*We are an integrated energy company whose dedication to the energy transition translates into tangible actions aimed at achieving the total decarbonization of products and processes by 2050*», (Eni, 2022). Eni har noe lavere omsetning og produksjon, men flere ansatte, sammenlignet med Equinor. Likevel er dette et selskap som egner seg godt for sammenligning.

Per mars 2022, tidspunktet da denne delen av oppgaven ble skrevet, ble det også vurdert russiske selskap til den komparative analysen, slik som Lukoil eller Rosneft. Disse uteble fra analysen, siden situasjonen rundt russiske selskap var turbulent, aksjekursene var volatile, og nettsider samt årsrapporter var utilgjengelig. Dersom situasjonen hadde vært annerledes kunne Lukoil ha vært en relevant bedrift å sammenligne Equinor med, men det ble i stedet besluttet å sammenligne selskap fra land som var noe distansert fra konflikten.

## 11.2 Analyse ved multipler

For å sammenligne selskapene bruker man gjerne multipler, som igjen danner et grunnlag for å si noe om verdien på Equinor, (Penman, s. 76, 2013). Ulike multipler vil gi forskjellige vurderinger, men sett under ett, kan det gi oss et bilde av hvordan selskapet er priset i markedet sammenlignet med andre aktører i bransjen. Når man bruker multipler for verdsettelse, kan det normalt være positivt å bruke median-tallet for vurdering, (Damodaran, s. 439, 2012). I denne analysen velger vi i stedet å bruke det aritmetiske gjennomsnittet, siden vi har et relativt lite utvalg av selskaper, hvor vi tydelig kan se uteliggere.

Når det gjelder Eni, så leverer de regnskapene i euro, og vi har dermed regnet om til dollar der det er nødvendig med valutakursen gjeldende per 31.12.21.

### P/E – Pris/inntjening

Vi kan starte med å finne tallene for pris/fortjeneste, også kjent som P/E. Dette tallet forteller oss hvordan selskapet prises i forhold til inntjeningen, (Penman, S. 79, 2013). Investorer vil normalt se etter selskap med god fortjeneste, fordi dette også sier noe om inntjeningspotensialet til selskapet i fremtiden.

<b>P/E Trailing</b>	<b>Equinor</b>	<b>BP</b>	<b>Eni</b>	<b>Gjennomsnitt</b>
<b>Aksjepris 01.01.22</b>	26,17 USD	26,36 USD	27,65 USD	
<b>Resultat etter skatt per aksje</b>	2,63 USD	2,25 USD	1,83 USD	
<b>P/E</b>	9,95	11,71	15,11	12,26

Tabell 42: *Pris/inntjening for utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter*

I dette tilfellet får vi en trailing P/E for Equinor, BP og Eni, på henholdsvis 9,95, 11,71 og 15,11. Vi ser derfor at Equinor prises lavere i forhold til inntjeningen, sammenlignet med de to andre selskapene. Med utgangspunkt i dette kan vi finne en aksjepris for Equinor basert på deres P/E, noe som gir oss en forventet aksjepris per 01.01.22 på 32,24 USD.

## P/B – Pris/Bok

Pris/bok er gjerne en god indikator innenfor bransjer hvor det er snakk om større verdier i anleggsmidler. Forholdstallet vil også være svært ulikt mellom bransjer, siden noen trenger mye egenkapital, mens andre har behov for mindre.

	<b>Equinor</b>	<b>BP</b>	<b>Eni</b>	<b>Gjennomsnitt</b>
<b>Aksjepris 01.01.22</b>	26,17 USD	26,36 USD	27,65 USD	
<b>Egenkapital per aksje</b>	11,98 USD	27,65 USD	28,56 USD	
<b>P/B</b>	2,18	0,95	0,97	1,37

Tabell 43: *Pris/bok for utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter*

Totalt ser vi at Equinor har en relativt mye høyere P/B sammenlignet med de andre aktørene. Vi ser også at Equinor har en høyere P/B enn det som kalles «normal P/B» på 1, (Penman, S. 145, 2013). Gjennomsnittet for P/B er på 1,37 som ville gitt en verdi på Equinor på 16,38 dollar per aksje. Altså tyder dette nøkkeltallet på at Equinor er overpriset per 01.01.22. Det er viktig å merke at forskjellige avskrivningsregler vil ha en stor betydning for dette tallet, og siden selskapene opererer i forskjellige land kan dette være utslagsgivende. For Eni og BP ser vi en nokså lik verdi for P/B.

## EV/EBITDA

Dette forholdstallet ser på hvor mye selskapet er verdt i forhold til inntjening før renter, skatt og avskrivninger. Damodaran har laget en oversikt over EV/EBITDA sortert for industrier, hvor man kan se at olje- og gass-sektoren har blant de laveste verdiene for EV/EBITDA blant alle sektorer, (Damodaran, 2022).

<b>Alle tall i millioner USD</b>	<b>EQUINOR</b>	<b>BP</b>	<b>ENI</b>	<b>Gjennomsnitt</b>
<b>Markedsverdi</b>	85 258	84 879	48 941	
<b>Gjeld</b>	108 096	196 833	106 058	
<b>Kontanter</b>	14 126	30 681	9388	
<b>EV</b>	179 228	251 031	145 611	
<b>EBITDA</b>	45 382	32 887	22 070	
<b>EV/EBITDA</b>	3,95	7,63	6,60	6,06

Tabell 44: *EV/EBITDA for utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter*

Damodaran sin oversikt viser at gjennomsnittet for lete- og produksjonsselskaper innenfor sektoren har en verdi på 4,90, noe som er relativt nært vår verdi for Equinor, BP og Eni. Vi ser fra tabellen at vi får et gjennomsnitt for disse tre selskapene på 6,06, noe som er ganske mye høyere enn gjennomsnittet Damodaran viser til. Som en generell huskeregel for dette forholdstallet vil man gjerne ha en lavere verdi enn 10, men det er viktig å huske at forskjellige industrier vil ha forskjellige mål på hva som er en god verdi. EV/EBITDA gir oss en estimert aksjepris for Equinor på 40,15 USD.

## EV/EBIT

EV/EBIT blir nokså likt EV/EBITDA, men forskjellen er at man ikke legger tilbake avskrivninger og nedskrivninger.

<b>Alle tall i millioner USD</b>	<b>EQUINOR</b>	<b>BP</b>	<b>ENI</b>	<b>Gjennomsnitt</b>
<b>EV</b>	179 228	251 031	145 611	
<b>EBIT</b>	33 663	18 082	14 037	
<b>EV/EBIT</b>	5,32	13,88	10,37	9,86

Tabell 45: *EV/EBIT for utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter*

Tallene for EV/EBIT gir oss en gjennomsnittlig verdi på 9,86. Dersom vi legger dette til grunn for Equinor sin aksjepris per 01.01.22 får vi en pris på 48,50 dollar per aksje. Denne verdien er høyere sammenlignet med EV/EBITDA, som tilsier at effekten av avskrivninger og nedskrivninger er større for BP og ENI, sammenlignet med Equinor. Siden petroleumsbransjen er kapitalintensiv, og avskrivninger kan variere fra land til land, kan det være skummelt å legge for mye vekt på denne verdien.

## 11.3 Oppsummering komparativ analyse

	<b>EQUINOR</b>	<b>BP</b>	<b>ENI</b>	<b>Gjennomsnitt</b>
Aksjepris 01.01.22	26,17 USD	26,36 USD	27,65 USD	
<b>P/E</b>	<b>9,95</b>	<b>11,71</b>	<b>15,11</b>	<b>12,26</b>
Aksjepris basert på P/E	32,24 USD			
<b>P/B</b>	<b>2,18</b>	<b>0,95</b>	<b>0,97</b>	<b>1,37</b>
Aksjepris basert på P/B	16,38 USD			
<b>EV/EBITDA</b>	<b>3,95</b>	<b>7,63</b>	<b>6,60</b>	<b>6,06</b>
Aksjepris basert på EV/EBITDA	40,15 USD			
<b>EV/EBIT</b>	<b>5,32</b>	<b>13,88</b>	<b>10,37</b>	<b>9,86</b>
Aksjepris basert på EV/EBIT	48,50 USD			

Tabell 46: *Oppsummering komparativ analyse av utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter*

Det er flere viktige hensyn å ta når man skal foreta en komparativ analyse. Når vi sammenligner såpass store internasjonale selskaper, vil selskapene ofte ha ulik diversifisering av inntekter. Vi ser for eksempel at Equinor hadde en årlig produksjon av 1,562 TWh fra fornybar energi, sammenlignet med Eni sine 1,166 TWh samme år, (Eni, AR, 2021 & Equinor, AR, 2021). Vi har også tidligere nevnt hvordan Statoil i sin tid solgte ut retail-delen av selskapet, mens BP på sin side har fortsatt en stor retail virksomhet, som også er en

markant del av regnskapet deres, (BP, AR, 2021). Det skal også sies at alle tre selskapene har ulik opprinnelse og opererer i ulike land.

Olje- og gass-bransjen er kapitalintensiv, med store investeringer i anleggsmidler som plattformer og raffineringer. Vi kan derfor også si at avskrivninger og nedskrivninger utgjør en større del av regnskapet, sammenlignet med mange andre bransjer. Når vi fra den komparative analysen skal komme med et forslag til aksjepris for Equinor, så vil vi derfor kun basere oss på P/E, P/B og EV/EBITDA. Både fordi EV/EBITDA tar høyde for forskjeller i avskrivninger, samtidig som aksjeverdien for Equinor basert på EV/EBITDA virket noe høy. Vi vil også vekte gjennomsnittet med å inkludere faktisk aksjekurs den 01.01.22. Verdsettelse basert på komparativ analyse gir oss en aksjekurs per 01.01.22 på 28,74 USD. Denne er noe høyere enn faktisk aksjekurs på tidspunktet, og dette tilsier altså at Equinor er noe underpriset.



## 12. Konklusjon

Med utgangspunkt i analysen ovenfor, så har vi forsøkt å komme frem til et estimat for verdien av egenkapitalen til Equinor ASA. I den forbindelse har vi gjennom en intern og ekstern analyse, samt regnskapsmessig og finansiell analyse, verdsatt verdien av egenkapitalen per 01.01.2022 til USD 112,2 milliarder eller 989 milliarder NOK. Per aksje utgjør dette en markedspris på USD 34,4 per aksje, 303,6 NOK, noe som relativt til prisingen av aksjen på 26,17 USD på verdsettelsestidspunktet vil føre til en kjøpsanbefaling på aksjen. Her legger vi til grunn en estimert feilmargin på 10 %, som gir intervallet 31,0 – 37,9 USD.

I vår verdsettelse har vi vektet de ulike teknikkene som er brukt på følgende måte. Den fundamentale verdsettelsen basert på fri kontantstrøm fra drift, er vektet med 60 % av endelig verdsettelse. Verdien med en risikopremie for brune selskap er vektet med 20 %, og den komparative analysen med multipler utgjør 20 % av endelig estimat.

Det er fortsatt viktig å ta i betraktning en rekke usikkerhetsmomenter i våre analyser, slik vi også har nevnt tidligere. Verdsettelse er ferskvare, og samtidig utsatt for en rekke subjektive vurderinger. Andre analyser vil potensielt kunne komme frem til helt andre konklusjoner.

For å komme med forslag til videre forskning og analyse vedrørende selskapet, kan man med fordel velge å fokusere fullt ut på den bærekraftige satsingen til selskapet. En vurdering av hvor langt man har kommet på dette området, betydningen av en rask og god omstilling, og hvilke utslag dette vil ha på fremtidig inntjening, vil alle være interessante momenter for analyse. Ikke minst er det viktig å påpeke at olje og gass vil være en viktig kilde til energi i mange år fremover, samtidig som det trolig vil stilles enda større krav og forventninger fra både kunder og samfunnet for øvrig. Hvordan selskapet posisjonerer seg i årene fremover vil derfor være av stor betydning for både lønnsomhet og videre vekst for Equinor.

Avslutningsvis ønsker vi å påpeke at denne analysen ikke må oppfattes som en oppfordring til handel eller investeringsrådgivning, på noen som helst måte. Kjøp og salg skjer på eget ansvar, og oppgaven er kun en refleksjon av forfatternes egne subjektive refleksjoner og vurderinger.

## 13. Referanseliste:

### Bøker og artikler

- Penman, S, H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. utg.). McGraw-Hill.
- Berg, T. (2017). *Grunnleggende økonomistyring* (1. utg.). Cappelen Damm Akademisk.
- Jacobsen, D, I. (2018). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (3. utg.). Cappelen Damm Akademisk.
- McKinsey & Company, Koller, T, Goedhart, M, Wessels, D. (2010). *Valuation; Measuring and managing the value of companies* (5. utg.). John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utg.). John Wiley & Sons, Inc.
- Pastor, L, Stambaugh, R, F, Taylor, L, A. (2019). *Sustainable investing in Equilibrium*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series. Hentet fra: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w26549/w26549.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26549/w26549.pdf)
- Brealy, R, A, Myers, S, C, Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance* (12. utg.). McGraw-Hill.
- Lien, L, B, Knudsen, E, S, Baardsen, T, Ø. (2016) *Strategiboken*. Fagbokforlaget.
- Erichsen, M, Solberg, F, Stiklestad, T. (2017). *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Fagbokforlaget.
- Jacobsen, D, I, Thorsvik, J. (2013). *Hvordan Organisasjoner Fungerer* (4. utg.). Fagbokforlaget.
- Gjesdal, F. (2012). Valg av verdsettelsesmodell. *Magma*, 2 - 2012. s. 22-23.
- Gjesdal, F, Johnsen, T. (2012). *Verdivurdering (Vedlegg til kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering)*. Hentet fra: <https://ntnu.blackboard.com> (Boko-4030)
- Fernandez, P. (2017). *Is it Ethical to Teach that Beta and CAPM Explain Something?* Hentet fra: <https://ntnu.blackboard.com> (Boko-4030)
- Ødegaard, B, A. (NA). *Writing a firm valuation as a final thesis*. Hentet fra: <https://ba-odegaard.no/teach/valuation.pdf>

## Årsrapporter (AR)

Årsrapporter Equinor, (2010-2021): <https://www.equinor.com/investors/annual-reports-archive>

Årsrapporter BP, (2017-2021): [https://www.bp.com/en/global/corporate/investors/annual-report/annual-reporting-archive.html#tab\\_15](https://www.bp.com/en/global/corporate/investors/annual-report/annual-reporting-archive.html#tab_15)

Årsrapporter Eni, (2017-2021): <https://www.eni.com/en-IT/investors/financial-results-and-reports.html>

Årsrapporter Aker BP, (2017-2021): <https://akerbp.com/investor-2/#reports-and-presentations>

Årsrapporter VårEnergi, (2017-2021): <https://varenergi.no/no/nyheter-og-media/publikasjoner/>

## Nettsider

Norsk Petroleum. (2022a, NA). *Statens Inntekter*. Norsk Petroleum.

<https://www.norskpetroleum.no/okonomi/statens-inntekter/>

Norsk Petroleum. (2022b, 21. februar). *Historisk produksjon*. Norsk Petroleum.

<https://www.norskpetroleum.no/fakta/historisk-produksjon/#arlig>

Norsk Petroleum. (2022d, NA). *Eksport av olje og gass*. Norsk Petroleum.

<https://www.norskpetroleum.no/produksjon-og-eksport/eksport-av-olje-og-gass/>

Regjeringen. (2021a, NA). *Norsk Oljehistorie på 5 minutter*. Regjeringen.

<https://www.regjeringen.no/no/tema/energi/olje-og-gass/norsk-oljehistorie-pa-5-minutter/id440538/>

Regjeringen. (2021b, 16. November). *Svar på spørsmål om fattigdom og petroleumsressurser*. Regjeringen.

[https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/svar\\_energi/id2887872/](https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/svar_energi/id2887872/)

Equinor. (2022a, NA). *Vår historie*. Equinor.

<https://www.equinor.com/no/om-oss/var-historie>

Equinor. (2022b, NA). *Om oss*. Equinor

<https://www.equinor.com/no/om-oss>

Equinor. (2022c, 22. Mars). *Equinor group's UK Modern Slavery Statement for the financial year 2021*. Equinor.

<https://cdn.sanity.io/files/h61q9gi9/global/93e07d47cad227a2a8639802b17071acef94db84.pdf?equinor-groups-uk-modern-slavery-statement-2021.pdf>

Lovdata. (1996, 29. November). *Lov om petroleumsvirksomhet [petroleumsloven]*. Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1996-11-29-72>

Lovdata. (1975, 18. Juni). *Lov om skattlegging av undersjøiske petroleumforekomster mv. (petroleumsskatteloven)*. Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1975-06-13-35>

Skatteetaten. (NA). *Petroleumsskattesystemet*. Skatteetaten.

<https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/rapportering-og-bransjer/bransjer-med-egne-regler/oljeskatt/om-oljeskattekontoret/petroleumsskattesystemet/>

FN. (2020, 22. Desember). *Parisavtalen*. FN. <https://www.fn.no/om-fn/avtaler/miljoe-og-klima/parisavtalen>

Regjeringen. (2020, 10. Januar). *CO2-avgiften*. Regjeringen.

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/veibruksavgift-pa-drivstoff/co2-avgiften/id2603484/>

Rustad, M, E. (2021a, 12. Oktober). *Regjeringen vil øke CO2-avgiften kraftig*. E24.

<https://e24.no/d2et-groenne-skiftet/i/dnkVyJ/regjeringen-vil-oeke-co2-avgiften-kraftig>

Høgseth, M, H, Svendsen, M. (2022, 10. januar). *Prisveksten endte på 5,3 prosent i 2021:- Overraskende høyt*. E24. <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/4700qa/prisveksten-endte-paa-53-prosent-i-2021-overraskende-hoeyt>

<https://e24.no/norsk-oekonomi/i/4700qa/prisveksten-endte-paa-53-prosent-i-2021-overraskende-hoeyt>

Norges Bank. (2022a, NA). *Prisvekst*. Norges Bank. <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Indikatorer-for-prisvekst/>

Yahoo Finance. (2022, NA). *Ukentlig oljepris 2021*. Yahoo Finance.

<https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history?period1=1609459200&period2=1640908800&interval=1wk&filter=history&frequency=1wk&includeAdjustedClose=true>

Yahoo Finance. (2022, NA). *Ukentlig aksjekurs Equinor 2021*. Yahoo Finance.

<https://finance.yahoo.com/quote/EQNR/history?period1=1609459200&period2=1640908800&interval=1wk&filter=history&frequency=1wk&includeAdjustedClose=true>

FN. (2021, 28. Oktober). *Bærekraftig utvikling*. FN.

<https://www.fn.no/tema/fattigdom/baerekraftig-utvikling>

Equinor. (2020a, 6. Mai). *Respekt for menneskerettigheter*. Equinor.

<https://www.equinor.com/no/baerekraft/respekt-for-menneskerettigheter>

Norsk Petroleum. (2021b, 8. Juli). *Utslipp til luft*. Norsk Petroleum.

<https://www.norskpetroleum.no/miljo-og-teknologi/utslipp-til-luft/>

NOU 2010: 14. (2010). *Utviklingstrekk i mediebransjen*. Regjeringen.  
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2010-14/id628603/?ch=8>

Norsk Petroleum. (2021c, NA). *Selskap*. Norsk Petroleum.  
<https://www.norskpetroleum.no/fakta/selskap-utvinningstillatelse/>

Nicolai Tangen. (2022, 22. Mars). *In Good Company with Nicolai Tangen: Bernard Looney CEO of BP*. NBIM. <https://www.nbim.no/en/publications/podcast/guest-bernard-looney-ceo-of-bp/>

Equinor. (2020b, 7. Desember). *Hydrogen*. Equinor.  
[https://www.equinor.com/no/energi/hydrogen?gclid=Cj0KCQjwyMiTBhDKARIsAAJ-9VvAomq\\_7PdsY\\_gJb7tCQ9ii0hAaMNBAC01ZkSoEiYBBL02p7MIEQs0aAqEsEALw\\_wcB](https://www.equinor.com/no/energi/hydrogen?gclid=Cj0KCQjwyMiTBhDKARIsAAJ-9VvAomq_7PdsY_gJb7tCQ9ii0hAaMNBAC01ZkSoEiYBBL02p7MIEQs0aAqEsEALw_wcB)

Trøndelag Kraft. (NA). *Norsk Vannkraft*. Trøndelag Kraft.  
<https://www.trondelagkraft.no/strom/stromavtaler/norsk-vannkraft//>

Lorentzen, M. (2021b, 15. Februar). *Equinor kjøper stadig mer fra leverandører i Norge: - Fordi de er konkurransedyktige*. E24. <https://e24.no/olje-og-energi/i/gWzrLk/equinor-kjoeper-stadig-mer-fra-leverandoerer-i-norge-fordi-de-er-konkurransedyktige>

Karrierebarometeret. (2020, 3. Mai). *Karrierebarometeret: Dette er de mest attraktive arbeidsgiverne blant ingeniør- og teknologistudentene*. Karrierestart.  
<https://karrierestart.no/karrierebarometeret/2660-karrierebarometeret-2020-mest-attraktive-arbeidsgivere-blant-ingeniorstudenter>

Regjeringen. (2021c, 8. Desember). *Det grønne skiftet*. Regjeringen.  
<https://www.regjeringen.no/no/tema/klimateknologi/innsiktsartikler-klimateknologi/det-gronne-skiftet/id2879075/>

Forbrukertilsynet. (2021, 15. Mars). *Fra «grønnvasking» til konkret og riktig informasjon om bærekraft*. Forbrukertilsynet. <https://www.forbrukertilsynet.no/fra-gronnvasking-til-konkret-og-riktig-informasjon-om-baerekraft>

Equinor. (2022d, 22. Mars). *Energiomstillingsplan*. Equinor.  
<https://cdn.sanity.io/files/h61q9gi9/global/3303fdb8d830cba4b7cbd2c35c5b6ab3a568e1eb.pdf?energiomstillingsplan-2022-equinor.pdf>

Visma. (NA(a)). *Resultatregnskap: Hva er et resultatregnskap?* Visma.  
<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/r/resultatregnskap/>

Norsk Petroleum. (2022e, NA). *Petroleumsskatt*. Norsk Petroleum.  
<https://www.norskpetroleum.no/okonomi/petroleumsskatt/>

Visma. (NA(b)). *Avkastning: Hva er avkastning?* Visma. <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/a/avkastning/>

Visma. (NA(c)). *Gjeldsgrad*. Visma. [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm)

Altinn. (NA). *Økonomiske nøkkeltall*. Altinn. [https://www.altinn.no/globalassets/dokumentmaler/okonomiske\\_nokkeltall.doc](https://www.altinn.no/globalassets/dokumentmaler/okonomiske_nokkeltall.doc)

Stortinget. (1998-1999). *Avkastningskrav og utbyttepolitikk. Innst. S. Nr. 194*. Stortinget. <https://www.stortinget.no/nn/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillingar/Stortinget/1998-1999/inns-199899-194/4/>

PWC. (2021, desember). *Risikopremien i det norske markedet*. PWC. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

Storebrand. (2022, NA). *Storebrand Global ESG A*. Storebrand. <https://www.storebrand.no/privat/fondsark/storebrand?isin=NO0010798101&buy>

DNB. (2022, NA). *DNB Global Lavkarbon*. DNB. <https://www.dnb.no/sparing/fond/dnb-global-lavkarbon>

The Governance Group. (2021, NA). *ESG 100*. TheGovGroup. [https://www.thegovgroup.org/wp-content/uploads/2021/10/TheGovGroup\\_ESG100\\_2021.pdf](https://www.thegovgroup.org/wp-content/uploads/2021/10/TheGovGroup_ESG100_2021.pdf)

Nordea. (2022, NA). *ESG – hva er det og hvorfor er det viktig?* Nordea. <https://www.nordea.no/privat/vare-produkter/sparing-og-investering/fond/esg.html>

Rapier, R. (2021, 25. August). *The Cost Of Ignoring ESG*. Forbes. <https://www.forbes.com/sites/rrapier/2021/08/25/the-cost-of-ignoring-esg/?sh=27508ad93d28>

Norges Bank Investment Management. (2019, 14. Mai). *Ansvarlig forvaltning – Prinsipper*. NBIM. <https://www.nbim.no/no/oljefondet/ansvarlig-forvaltning/prinsipper/>

Damodaran, A. (2022, NA). *Data*. Damodaran. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

International Monetary Fund. (NA). *Primary Commodity Prices*. IMF. <https://www.imf.org/en/Research/commodity-prices>

Norges Bank. (2020, 2. April). *Inflasjon*. Norges Bank. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>

Amadeo, K. (2022, 13. April). *Current and Future Crude Oil Prices*. The Balance. <https://www.thebalance.com/oil-price-forecast-3306219>

Weiby, H, E, Sættem, J, B. (2012, 18. April). *Statoil selger bensinstasjonene*. NRK. <https://www.nrk.no/okonomi/statoil-selger-bensinstasjonene-1.8079797>

Eni. (2022, NA). *Who we are*. Eni. <https://www.eni.com/en-IT/about-us.html>

## Forelesninger og presentasjoner

Kiesel, R. (2021, NA). *Topics in Green Finance*. [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra:

<https://ntnu.blackboard.com>

Hansen, O, B. (2020a). *Reformulering av Balanse og Resultatregnskap*.

[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra: <https://ntnu.blackboard.com>

Hansen, O, B. (2020b). *Vekst*. [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra: <https://ntnu.blackboard.com>

## Bilder

Bilde 1: Norsk Petroleum. (2022c, 21. februar). *Historisk produksjon*. Norsk Petroleum.

<https://www.norskpetroleum.no/fakta/historisk-produksjon/>

Bilde 2: Norsk Petroleum. (2021a, NA). *Norsk Petroleumshistorie*. Norsk Petroleum.

<https://www.norskpetroleum.no/rammeverk/rammevilkarpetroleumshistorie/>

Bilde 3: Equinor. (2022a, NA). *Vår historie*. Equinor.

<https://www.equinor.com/no/om-oss/var-historie>

Bilde 4: Norsk Petroleum. (2021b, 8. Juli). *Utslipp til luft*. Norsk Petroleum.

<https://www.norskpetroleum.no/miljo-og-teknologi/utslipp-til-luft/>

Bilde 5: Norges Bank. (2022b, NA). *Norge – 10-årig statsobligasjon*. Trading Economics.

<https://no.tradingeconomics.com/norway/government-bond-yield>

Bilde 6: European Central Bank. (2021, NA). *Euro Area Yield Curves*. ECB.

[https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/euro\\_area\\_yield\\_curves/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html)

Bilde 7: Norges Bank Investment Management. (2021, 17. Desember). *Modelling Equity Market Term Structures*. NBIM.

<https://www.nbim.no/contentassets/a078b1c341454c2fba4c7f882838443f/modelling-equity-market-term-structures.pdf?fbclid=IwAR2kXyOgifuppNLmm6w6tdV9f-XHa4Hhhpf12ZXWmYUgeZlyTbebigu9940>

Bilde 8: Equinor. (2021, AR, NA). *Estimert effekt på resultatene 2022\**. Equinor.

<https://www.equinor.com/investors/annual-reports-archive>



## 14. Tabelloversikt

Tabell 1: <i>Oppsummerende vurdering av elementene i Porter sin femfaktor-modell (Egenkomponert)</i> .....	27
Tabell 2: <i>Oppsummering av VRIO-analysen (Egenkomponert)</i> .....	31
Tabell 3: <i>Resultatregnskap for Equinor i perioden 2017-2021</i> .....	33
Tabell 4: <i>Skatteberegning for perioden 2017-2021 som viser oss effektiv skattesats for driften, samt skattekostnad tilhørende drift</i> .....	34
Tabell 5: <i>Identifisering av unormale poster som ikke inngår i kjernevirksomheten</i> .....	35
Tabell 6: <i>Skatt knyttet til identifisering av unormale poster og normal drift</i> .....	36
Tabell 7: <i>Korrigert resultatrapport for perioden 2017-2021</i> .....	37
Tabell 8: <i>Permanent driftsresultat og permanent totalresultat 2017-2021</i> .....	38
Tabell 9: <i>Balanseregnskap for Equinor i perioden 2017-2021</i> .....	39
Tabell 10: <i>Omgruppert balanse, Eiendeler for perioden 2017-2021</i> .....	42
Tabell 11: <i>Omgruppert balanse, Kapital for perioden 2017-2019</i> .....	43
Tabell 12: <i>Netto driftsmessige eiendeler (NDME) for perioden 2017-2021</i> .....	44
Tabell 13: <i>Sysselsatt kapital, Egenkapital og finansielle forpliktelser 2017-2021</i> .....	44
Tabell 14: <i>Likviditetsgrad 1 for perioden 2017-2021</i> .....	45
Tabell 15: <i>Likviditetsgrad 2 for perioden 2017-2021</i> .....	46
Tabell 16: <i>Gjeldsgrad for perioden 2017-2021</i> .....	47
Tabell 17: <i>Egenkapitalandel for perioden 2017-2021</i> .....	48
Tabell 18: <i>Finansieringsgrad 1 for perioden 2017-2021</i> .....	49
Tabell 19: <i>Finansieringsgrad 2 for 2017-2021</i> .....	50
Tabell 20: <i>Egenkapitalrentabilitet for perioden 2017-2021</i> .....	51
Tabell 21: <i>Rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler (RNOA) 2017-2021</i> .....	52
Tabell 22: <i>Driftsmargin for perioden 2017-2021</i> .....	53
Tabell 23: <i>Rentedekningsgrad for perioden 2017-2021</i> .....	54
Tabell 24: <i>Oversikt over yield på obligasjoner ratet AAA i Europa med ulik tid til forfall (ECB, 2021)</i> .....	58
Tabell 25: <i>Rente på sikrede og usikrede obligasjonslån (Equinor, 2021)</i> .....	63
Tabell 26: <i>Historisk driftsinntekt for Equinor i perioden 2017-2021</i> .....	68
Tabell 27: <i>Historiske driftsinntekter for Eni og BP, «bransjen», fra 2017-2021</i> .....	69



Tabell 28: <i>Driftsinntekter for Equinor i perioden 2010-2021. For årene 2015 og tidligere er det rapportert driftsinntekter i NOK, disse er konvertert med gjennomsnittlig valuta kurs gjennom året.....</i>	69
Tabell 29: <i>Driftsmarginen til Equinor basert på permanent driftsresultat og driftsinntekter for årene 2017-2021.....</i>	70
Tabell 30: <i>Netto driftsmessige eiendeler for Equinor basert på omgruppert balanse for årene 2017 til 2021.....</i>	71
Tabell 31: <i>Estimert vekst i driftsinntekt basert på ulike faktorer og vekting av disse.....</i>	73
Tabell 32: <i>Utvikling i driftsinntekt for prognoseperioden, samt tilhørende vekstfaktor for hvert år.....</i>	73
Tabell 33: <i>Utvikling i netto driftsmessige eiendeler i prognoseperioden, samt tilhørende vekstfaktor for hvert år.....</i>	74
Tabell 34: <i>Oppsummering av ulike faktorer for prognose perioden som blir brukt for å beregne fri kontantstrøm fra drift.....</i>	76
Tabell 35: <i>Fri kontantstrøm for perioden 2021-2026 samt terminalleddet. Trukket fra finansielle forpliktelser som gir en verdi på egenkapitalen i millioner USD per 01.01.2022.....</i>	77
Tabell 36: <i>Fri kontantstrøm for perioden 2021-2026 samt terminalleddet. Inklusive «brunrisikopremie». Trukket fra finansielle forpliktelser som gir en verdi på egenkapitalen i millioner USD per 01.01.2022.....</i>	78
Tabell 37: <i>Aksjepris i USD basert på fri kontantstrøm både med og uten brun risikopremie. Inkludert er også virkelig verdi per aksje på verdsettelsestidspunktet samt avvik i prosent fra virkelig pris.....</i>	79
Tabell 38: <i>Effekten av endring av WACC på verdien av egenkapital og aksjekursen per 01.01.2022. Hvor vekst er 1,5% slik som begge verdsettelsene tidligere.....</i>	80
Tabell 39: <i>Effekten av endring i vekstfaktor, med konstant WACC=4 % på verdien av egenkapitalen samt aksjepris for Equinor per 01.01.2022.....</i>	81
Tabell 40: <i>Nøkkeldata for utvalgte norske petroleumsvirksomheter.....</i>	83
Tabell 41: <i>Nøkkeldata for utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter.....</i>	84
Tabell 42: <i>Pris/inntjening for utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter.....</i>	85
Tabell 43: <i>Pris/bok for utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter.....</i>	86
Tabell 44: <i>EV/EBITDA for utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter.....</i>	87
Tabell 45: <i>EV/EBIT for utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter.....</i>	88

Tabell 46: <i>Oppsummering komparativ analyse av utvalgte internasjonale petroleumsvirksomheter</i> .....	89
---	----

## 15. Figuroversikt

Figur 1: <i>Inntekt verdens største olje- og gasselskap i 2020 i milliarder USD (Statista, 2020)</i> .....	10
Figur 2: <i>Elementer i en PEST-analyse(egenkomponent)</i> .....	17
Figur 3: <i>Utvikling til aksjekursen til Equinor og Oljepris i 202(egenkomponent)</i> .....	20
Figur 4: <i>Elementer i definisjonen av en bærekraftig utvikling (egenkomponent)</i> .....	21
Figur 5: <i>Elementer i Porter sin femfaktor-modell, samt vurderingskriterier (Egenkomponent)</i> .....	24
Figur 6: <i>Elementer i VRIO-analysen (Egenkomponent)</i> .....	28
Figur 7: <i>Kapittel 4 oppsummert gjennom en SWOT-analyse (Egenkomponent)</i> .....	32
Figur 8: <i>Lineær regresjon mellom prosentvis avkastning Equinor (Y-aksen) og OSEBX (X-aksen) (Egenkomponent)</i> .....	59
Figur 9: <i>Lineær regresjon mellom prosentvis avkastning Equinor (Y-aksen) og NYSE (X-aksen) (Egenkomponent)</i> .....	60

## 16. Bildeoversikt

Bilde 1: <i>Utviklingen i produksjon av olje, gass, kondensat og NGL frem til 2022 (Norsk petroleum, 2022c)</i> .....	9
Bilde 2: <i>Oversikt over viktige felt og funnår på norsk sokkel (Norsk petroleum, 2021)</i> .....	11
Bilde 3: <i>Historisk utvikling for selskapet (Equinor,2022)</i> .....	12
Bilde 4: <i>Utslipp CO<sub>2</sub> ekvivalenter i millioner tonn i perioden 1998-2020, samt prognose frem til året 2025 (Norsk petroleum,2021)</i> .....	23
Bilde 5: <i>Utviklingen yield 10-årige norske statsobligasjoner (Norges Bank, 2022)</i> .....	57
Bilde 6: <i>Yield-kurve på obligasjoner ratet AAA i Europa med ulik tid til forfall (ECB, 2021)</i> .....	58
Bilde 7: <i>Estimert annualisert risikopremie for ulike egenkapitalmarkeder (NBIM, 2020)</i> ....	61
Bilde 8: <i>Hentet fra Equinor sin årsrapport for 2021 som viser hva de mener er de største eksterne faktorene som vil påvirke eget resultat for 2022</i> .....	72

## 17. Vedlegg:

Vedlegg 1: Regresjon og sammenligning, Equinor mot brent spot oljepris

Dato	Equinor	% endring	Brent spot	
01.01.2021	17,71		54,38	
08.01.2021	19,09	7,8 %	56,42	3,8 %
15.01.2021	18,92	-0,9 %	56,1	-0,6 %
22.01.2021	17,53	-7,3 %	55,53	-1,0 %
29.01.2021	17,61	0,5 %	58,84	6,0 %
05.02.2021	17,31	-1,7 %	61,14	3,9 %
12.02.2021	17,38	0,4 %	63,93	4,6 %
19.02.2021	19,38	11,5 %	66,88	4,6 %
26.02.2021	18,91	-2,4 %	66,74	-0,2 %
05.03.2021	19,92	5,3 %	69,63	4,3 %
12.03.2021	19,08	-4,2 %	63,28	-3,1 %
19.03.2021	18,65	-2,3 %	61,95	-2,1 %
26.03.2021	19,19	2,9 %	63,6	2,7 %
02.04.2021	18,77	-2,2 %	63,2	-0,6 %
09.04.2021	19,37	3,2 %	66,94	5,9 %
16.04.2021	19,05	-1,7 %	65,4	-2,3 %
23.04.2021	20,65	8,4 %	68,56	4,8 %
30.04.2021	20,57	-0,4 %	68,09	-0,7 %
07.05.2021	20,38	-0,9 %	67,05	-1,5 %
14.05.2021	20,89	2,5 %	65,11	-2,9 %
21.05.2021	21,16	1,3 %	69,46	6,7 %
28.05.2021	22,44	6,0 %	71,31	2,7 %
04.06.2021	22,5	0,3 %	72,52	1,7 %
11.06.2021	20,6	-8,4 %	73,08	0,8 %
18.06.2021	21,18	2,8 %	75,56	3,4 %
25.06.2021	20,88	-1,4 %	75,84	0,4 %
02.07.2021	19,78	-5,3 %	74,12	-2,3 %
09.07.2021	19,51	-1,4 %	73,47	-0,9 %
16.07.2021	19,24	-1,4 %	73,79	0,4 %
23.07.2021	19,54	1,6 %	76,05	3,1 %
30.07.2021	19,67	0,7 %	71,29	-6,3 %
06.08.2021	20,65	5,0 %	71,31	0,0 %
13.08.2021	19,68	-4,7 %	66,45	-6,8 %
20.08.2021	20,68	5,1 %	71,07	7,0 %
27.08.2021	21,89	5,9 %	73,03	2,8 %
03.09.2021	22,15	1,2 %	71,45	-2,2 %
10.09.2021	23,57	6,4 %	75,67	5,9 %
17.09.2021	23,77	0,8 %	77,25	2,1 %
24.09.2021	25,18	5,9 %	78,52	1,6 %
01.10.2021	25,4	0,9 %	81,95	4,4 %
08.10.2021	27,06	6,5 %	84	2,5 %
15.10.2021	27,4	1,3 %	84,61	0,7 %
22.10.2021	25,6	-6,6 %	84,32	-0,3 %
29.10.2021	25,57	-0,1 %	80,54	-4,5 %
05.11.2021	25,8	0,9 %	82,87	2,9 %
12.11.2021	25,9	0,4 %	81,24	-2,0 %
19.11.2021	25,56	-1,3 %	82,28	1,3 %
26.11.2021	25,31	-1,0 %	69,67	-15,3 %
03.12.2021	26,17	3,4 %	74,42	6,8 %
10.12.2021	26,54	1,4 %	75,02	0,8 %
17.12.2021	27,28	2,8 %	76,85	2,4 %
24.12.2021	26,52	-2,8 %	79,32	3,2 %
31.12.2021	26,17	-1,3 %	79,2	-0,2 %

Vedlegg 2: Regresjon for Equinor mot brent spot oljepris

SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk

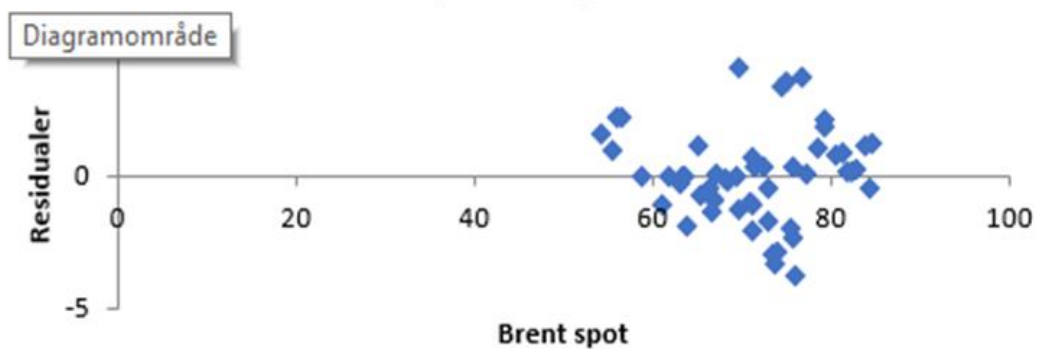
Multipel R	0,83126438
R-kvadrat	0,69100046
Justert R-kva	0,68494165
Standardfeil	1,7503468
Observasjon	53

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	349,41287	349,41287	114,048792	1,308E-14
Residualer	51	156,24941	3,06371391		
Totalt	52	505,662279			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspu	-1,7520988	2,21021404	-0,79272811	0,43160861	-6,18928864	2,68509104	-6,18928864	2,68509104
Brent spot	0,3298335	0,03088513	10,6793629	1,308E-14	0,26782901	0,39183798	0,26782901	0,39183798

### Brent spot Tegnet rest



Vedlegg 3: Beta beregning Equinor og NYSE

Column1	Column2	Column3	Column4	Column5	Column6	Kolonne1
Dato	Equinor		Index			
Date	Adj Close	Return	Adj Close	Return		
2021-12-01						
2021-11-01						
2021-10-01						
2021-09-01						
2021-08-01						
2021-07-01						
2021-06-01	20,78	-0,0266979	16573,72	0,00109087		
2021-05-01	21,35	0,08046559	16555,66	0,02073637		
2021-04-01	19,76	0,0416447	16219,33	0,03958469		1,31097346
2021-03-01	18,97	0,03266195	15601,74	0,03939051		
2021-02-01	18,37	0,06926659	15010,47	0,04259648		
2021-01-01	17,18	0,07982401	14397,2	-0,008785		
2020-12-01	15,91	0,07718348	14524,8	0,03700721		
2020-11-01	14,77	0,19595142	14006,46	0,12688777		
2020-10-01	12,35	-0,0878877	12429,33	-0,0214582		
2020-09-01	13,54	-0,1190631	12701,89	-0,0263468		
2020-08-01	15,37	0,07633053	13045,6	0,04657422		
2020-07-01	14,28	0,0295602	12465,05	0,04803099		
2020-06-01	13,87	0,01314828	11893,78	0,00769553		
2020-05-01	13,69	0,07456829	11802,95	0,03786468		
2020-04-01	12,74	0,11461067	11372,34	0,10391026		
2020-03-01	11,43	-0,2045929	10301,87	-0,1679271		
2020-02-01	14,37	-0,1446429	12380,97	-0,0905774		
2020-01-01	16,8	-0,0869565	13614,1	-0,0219074		
2019-12-01	18,4	0,0887574	13919,03	0,02759795		
2019-11-01	16,9	0,00118483	13545,21	0,02834842		
2019-10-01	16,88	-0,0231481	13171,81	0,01284685		
2019-09-01	17,28	0,13163065	13004,74	0,02103027		
2019-08-01	15,27	-0,0450281	12736,88	-0,0252338		
2019-07-01	15,99	-0,0996622	13066,6	0,00129428		
2019-06-01	17,76	0,0459364	13049,71	0,06402386		
2019-05-01	16,98	-0,1371951	12264,49	-0,0609587		
2019-04-01	19,68	0,01026694	13060,65	0,02865035		

2019-03-01	19,48	-0,0121704	12696,88	0,0041179
2019-02-01	19,72	-0,014	12644,81	0,02811441
2019-01-01	20	0,07584723	12299,03	0,08129139
2018-12-01	18,59	-0,0855878	11374,39	-0,0869481
2018-11-01	20,33	-0,0903803	12457,55	0,0204365
2018-10-01	22,35	-0,0888708	12208,06	-0,0668419
2018-09-01	24,53	0,10445745	13082,52	0,00504191
2018-08-01	22,21	-0,0263043	13016,89	0,00413553
2018-07-01	22,81	0,00219684	12963,28	0,03670992
2018-06-01	22,76	0,01471244	12504,25	-0,0018272
2018-05-01	22,43	0,02513711	12527,14	0,00094124
2018-04-01	21,88	0,08263236	12515,36	0,0050835
2018-03-01	20,21	0,05535248	12452,06	-0,0158458
2018-02-01	19,15	-0,0347782	12652,55	-0,0535168
2018-01-01	19,84	0,09431881	13367,96	0,0436511
2017-12-01	18,13	0,07852469	12808,84	0,01433662
2017-11-01	16,81	-0,0111765	12627,8	0,02323878
2017-10-01	17	0,01070155	12341,01	0,01079927
2017-09-01	16,82	0,07820513	12209,16	0,02808005
2017-08-01	15,6	0,00515464	11875,69	-0,0076857
2017-07-01	15,52	0,13450292	11967,67	0,01751192
2017-06-01	13,68	-0,0506593	11761,7	0,01411188
2017-05-01	14,41	0,06033848	11598,03	0,00537011
2017-04-01	13,59		11536,08	

SAMMENDRAG (UTDATA)

Sammendrag (UTDATA)								
Regresjonsstatistikk								
Multippel R	0,76667906							
R-kvadrat	0,58779678							
Justert R-kva	0,57920921							
Standardfeil	0,05353528							
Observasjon	50							
Variansanalyse								
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F			
Regres Tallformat	1	0,19617209	0,19617209	68,4474164	8,5353E-11			
Residualer	48	0,13756926	0,00286603					
Totalt	49	0,33374134						
	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspur	0,00085365	0,0076884	0,11103051	0,91205512	-0,0146049	0,01631221	-0,0146049	0,01631221
X-variabel 1	1,31097346	0,15845844	8,27329538	8,5353E-11	0,99237142	1,62957551	0,99237142	1,62957551

Vedlegg 4: Beta beregning Equinor og OSEBX

Dato	Equinor	Kolonne1	Index	Kolonne2
Date	Adj Close	Return	Adj Close	Return
2021-12-01	235,740723	3,2 %	1201,43	1,7 %
2021-11-01	228,361771	7,0 %	1181,27	-1,0 %
2021-10-01	213,433884	-4,0 %	1192,78	2,5 %
2021-09-01	222,320724	21,4 %	1163,32	1,9 %
2021-08-01	183,107956	7,1 %	1141,86	0,7 %
2021-07-01	170,916611	-5,3 %	1134,28	1,2 %
2021-06-01	180,570557	2,0 %	1120,96	1,3 %
2021-05-01	177,07196	6,0 %	1106,6	2,8 %
2021-04-01	167,058304	1,3 %	1076,45	1,7 %
2021-03-01	164,889999	3,1 %	1058,86	5,1 %
2021-02-01	159,922348	5,4 %	1007,07	4,2 %
2021-01-01	151,693573	6,8 %	966,9	-0,7 %
2020-12-01	141,995361	4,0 %	973,97	4,7 %
2020-11-01	136,520737	15,6 %	930,39	14,6 %
2020-10-01	118,068047	-8,7 %	811,85	-5,2 %
2020-09-01	129,314941	-5,7 %	856,09	-0,4 %
2020-08-01	137,148834	5,4 %	859,26	4,0 %
2020-07-01	130,078323	-1,7 %	826,23	3,9 %
2020-06-01	132,306015	-1,2 %	795,22	-0,2 %
2020-05-01	133,966736	-1,6 %	796,77	2,8 %
2020-04-01	136,149658	9,4 %	775,11	9,6 %
2020-03-01	124,475639	-5,7 %	707,13	-14,8 %
2020-02-01	132,051117	-15,5 %	830,26	-9,1 %
2020-01-01	156,264359	-4,8 %	913,81	-1,9 %
2019-12-01	164,070557	4,8 %	931,45	3,2 %
2019-11-01	156,617813	-0,2 %	902,45	0,5 %
2019-10-01	156,894501	-1,7 %	898,05	1,3 %
2019-09-01	159,615494	12,9 %	886,6	2,9 %
2019-08-01	141,423325	-2,0 %	861,29	0,3 %
2019-07-01	144,237274	-5,7 %	859,14	-0,6 %
2019-06-01	152,906036	1,7 %	864,63	1,5 %
2019-05-01	150,328049	-12,9 %	852,09	-3,3 %
2019-04-01	172,514206	1,9 %	880,91	2,1 %
2019-03-01	169,28717	-0,8 %	863,11	-0,3 %
2019-02-01	170,713135	-0,2 %	865,28	3,6 %
2019-01-01	171,112518	4,9 %	835,31	4,5 %
2018-12-01	163,080505	-7,5 %	799,46	-7,1 %



2018-11-01	176,210907	-8,6 %	860,98	-3,2 %
2018-10-01	192,733429	-4,4 %	889,66	-5,2 %
2018-09-01	201,697723	7,7 %	938,26	3,5 %
2018-08-01	187,352142	-0,7 %	906,69	1,1 %
2018-07-01	188,6586	0,1 %	896,4	2,0 %
2018-06-01	188,484421	1,4 %	879,14	0,4 %
2018-05-01	185,948715	4,8 %	875,52	1,8 %
2018-04-01	177,484756	11,3 %	859,96	6,8 %
2018-03-01	159,477158	2,3 %	805,32	-1,8 %
2018-02-01	155,905411	1,3 %	819,77	4,1 %
2018-01-01	153,980652	2,7 %	787,53	-2,9 %
2017-12-01	149,874512	6,2 %	811,01	-0,4 %
2017-11-01	141,139954	0,8 %	814,45	2,2 %
2017-10-01	139,955307	3,8 %	796,83	-1,3 %
2017-09-01	134,793747	9,6 %	806,95	3,0 %
2017-08-01	122,938118	-0,3 %	783,09	5,8 %
2017-07-01	123,272652	6,5 %	739,87	1,0 %
2017-06-01	115,745834	-4,6 %	732,51	4,9 %
2017-05-01	121,346214	3,7 %	698,58	-1,7 %
2017-04-01	117,050766		710,34	

SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk									
Multippel R	0,59517593								
R-kvadrat	0,35423438								
Justert R-kvadrat	0,34290516								
Standardfeil	0,0554566								
Observasjoner	59								
Variansanalyse									
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F				
Regresjon	1	0,0961606	0,0961606	31,2673193	6,6381E-07				
Residualer	57	0,17529978	0,00307543						
Totalt	58	0,27146038							
Tallformat									
	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%	
Skjæringspunkt	0,00910524	0,0074447	1,2230508	0,2263431	-0,0058025	0,02401299	-0,0058025	0,02401299	
X-variabel 1	0,946547	0,16927657	5,59171882	6,6381E-07	0,60757651	1,28551749	0,60757651	1,28551749	

Likviditetsgrad 1 bransje	2017	2018	2019	2020	2021	
OM BP	74968	71310	82059	72982	92590	
KG BP	64726	68237	73595	59799	80287	
Likviditetsgrad 1 BP	1,16	1,05	1,12	1,22	1,15	1,14
OM Eni	35957	39745	34927	32902	57877	
KG Eni	24622	28382	29644	23691	43152	
Likviditetsgrad 1 Eni	1,46	1,40	1,18	1,39	1,34	1,35
Gjennomsnitt bransje	1,31	1,22	1,15	1,30	1,25	1,25

Vedlegg 5: Likviditetsgrad 1 for «bransjen»

Likviditetsgrad 2 bransje						
OM-Varelager BP	55957	53322	61179	56109	68879	
KG BP	64726	68237	73595	59799	80287	
Likviditetsgrad 2 BP	0,86	0,78	0,83	0,94	0,86	0,85
OM-Varelager Eni	31336	35094	30193	29009	51805	
KG Eni	24622	28382	29644	23691	43152	
Likviditetsgrad 2 Eni	1,27	1,24	1,02	1,22	1,20	1,19
Gjennomsnitt bransje	1,07	1,01	0,92	1,08	1,03	1,02

Vedlegg 6: Likviditetsgrad 2 for «bransjen»

Gjeldsgrad bransjen	2017	2018	2019	2020	2021	A. Gjennomsnitt
Gjeld BP	176111	180628	194486	182086	196833	
EK BP	100404	101548	100708	85568	90439	
Gjeldsgrad BP	1,75	1,78	1,93	2,13	2,18	1,95
Gjeld Eni	66773	67300	75540	72155	93246	
EK Eni	48324	51073	47900	37493	44519	
Gjeldsgrad Eni	1,38	1,32	1,58	1,92	2,09	1,66
Gjennomsnitt bransje	1,57	1,55	1,75	2,03	2,14	1,81

Vedlegg 7: Gjeldsgrad for «bransjen»

Finansieringsgrad 1 bransje	2017	2018	2019	2020	2021	A. Gjennomsnitt
Anleggsmidler BP	201547	210866	213135	194672	194682	
LG BP	111385	112391	120891	122287	116546	
EK BP	100404	101548	100708	85568	90439	
FG 1 BP	0,95	0,99	0,96	0,94	0,94	0,96
Anleggsmidler Eni	79140	78628	88513	76746	79888	
LG Eni	42151	38918	45896	48464	50094	
Ek Eni	48324	51073	47900	37493	44519	
FG 1 Eni	0,87	0,87	0,94	0,89	0,84	0,89
Gjennomsnitt	0,91	0,93	0,95	0,91	0,89	0,92

Vedlegg 8: Finansieringsgrad 1 for «bransjen»

EKR bransjen	2017	2018	2019	2020	2021	A. Gjennomsnitt
Permanent totalresultat BP	9 691	14 871	11 587	1 829	12 411	
Egenkapital BP	100404	101548	100708	85568	90439	
ROE BP	9,7 %	14,6 %	11,5 %	2,1 %	13,7 %	10,3 %
Pemanent totalresultat Eni	2582	4953	4443	1440	5644	
Egenkapital Eni	48324	51073	47900	37493	44519	
ROE Eni	5,3 %	9,7 %	9,3 %	3,8 %	12,7 %	8,2 %
Gjennomsnitt	7,5 %	12,2 %	10,4 %	3,0 %	13,2 %	9,2 %

Vedlegg 9: Egenkapitalrentabilitet for «bransjen».

Rentabilitet på NDME bransje	2017	2018	2019	2020	2021	A Gjennomsnitt
Permanent driftsresultat BP	11 017	16 395	13 841	3 842	14 253	
NDME BP	170101	172435	181963	157268	157387	
RNOA BP	6,5 %	9,5 %	7,6 %	2,4 %	9,1 %	7,0 %
Permanent driftsresultat Eni	2582	4953	4443	1440	5644	
NDME Eni	73871	75015	81814	69373	73171	
RNOA Eni	3,5 %	6,6 %	5,4 %	2,1 %	7,7 %	5,1 %
Bransjen	5,0 %	8,1 %	6,5 %	2,3 %	8,4 %	6,0 %

Vedlegg 10: Rentabilitet på NDME for «bransjen»

Driftsmargin bransjen	2017	2018	2019	2020	2021	A. gjennomsnitt
Permanent driftsresultat BP	11 017	16 395	13 841	3 842	14 253	
Omsetning BP	244208	298756	278397	180366	157739	
Driftsmargin BP	4,5 %	5,5 %	5,0 %	2,1 %	9,0 %	5,2 %
Permanent driftsresultat Eni	2582	4953	4443	1440	5644	
Omsetning Eni	70977	76938	71041	44947	77771	
Driftsmargin Eni	3,6 %	6,4 %	6,3 %	3,2 %	7,3 %	5,4 %
Bransjen	4,1 %	6,0 %	5,6 %	2,7 %	8,1 %	5,3 %

Vedlegg 11: Driftsmargin for «bransjen»

Rentedekningsgrad	2017	2018	2019	2020	2021	A. gjennomsnitt
Driftsres før skatt BP	12128	20245	17263	2278	13919	
Finansinntekter BP	657	773	769	663	581	
Finanskostnader BP	2074	2528	3489	3115	2857	
Rentedekningsgrad BP	6,16	8,31	5,17	0,94	5,08	6,18
Driftsres før skatt Eni	6385	12247	10987	3562	13956	
Finansinntekter Eni	3924	3967	3087	3531	3723	
Finanskostnader Eni	5886	4663	4079	4958	4216	
Rentedekningsgrad Eni	1,75	3,48	3,45	1,43	4,19	3,22
Gjennomsnitt	3,96	5,90	4,31	1,19	4,63	4,70

Vedlegg 12: Rentedekningsgrad for «bransjen»

### Vedlegg 13: Omgruppert RR for Eni.

Eni					
Konsern RR (Millioner Euro)	2017	2018	2019	2020	2021
Sales from operations	66 919	75822	69881	43987	76 575
Other income and revenues	4058	1116	1160	960	1196
<b>Total revenue and other income</b>	<b>70 977</b>	<b>76938</b>	<b>71041</b>	<b>44947</b>	<b>77 771</b>
Purchases, services and other	- 51548	- 55622	- 50874	- 33551	- 55549
Net (impairments) reversals of trade and other receivables	-913	-415	-432	-226	-279
Payroll and related costs	-2951	-3093	-2996	-2863	-2888
Other operating income (expense)	-32	129	287	-766	903
Depreciation and amortization	-7483	-6988	-8106	-7304	-7063
Net (impairments) reversals of tangible and intangible assets and right-of-use assets	225	-866	-2188	-3183	-167
Write-off of tangible and intangible assets	-263	-100	-300	-329	-387
<b>Profit (loss) before interest and taxation</b>	<b>8012</b>	<b>9983</b>	<b>6432</b>	<b>-3275</b>	<b>12341</b>
Finance income	3924	3967	3087	3531	3723
Finance expense	-5886	-4663	-4079	-4958	-4216
Net finance income (expense) from financial assets held for trading	-111	32	127	31	11
Derivative financial instruments	737	-307	-14	351	-306
Finance income (expense)	-1236	-971	-879	-1045	-788
Share of profit (loss) from equity-accounted investments	-267	-68	-88	-1733	-1091
other gain (loss) from investments	335	1163	281	75	223
Income (expense) from investments	68	1095	193	-1658	-868
<b>Profit (loss) before taxation</b>	<b>6844</b>	<b>10107</b>	<b>5746</b>	<b>-5978</b>	<b>10685</b>
Taxation	-3467	-5970	-5591	-2650	-4845
<b>Profit (loss) for the year</b>	<b>3377</b>	<b>4137</b>	<b>155</b>	<b>-8628</b>	<b>5840</b>

Skatteberegning	2017	2018	2019	2020	2021
Skattesats	24 %	24 %	24 %	24 %	24 %
Netto finanskostnader	-1168	124	-686	-2703	-1656
Spart skatt	280	-30	165	649	397
Skatt fra RR	3467	5970	5591	2650	4845
Skatt tilhørende drift	3747	5940	5756	3299	5242
Driftsresultat før skatt	8012	9983	6432	-3275	12341
skattesats drift	47 %	60 %	89 %	-101 %	42 %
Aritmetisk gjennomsnitt skattesats drift fra overskuddsår	60 %				

Unormale poster	2017	2018	2019	2020	2021
Other income and revenues	4026	1245	1447	194	2099
Net (impairments) write offs	-951	-1381	-2920	-3738	-833
Depreciation and amortization	1480	1999	2795	4059	1978

Omgruppert RR (Millioner Euro)	2017	2018	2019	2020	2021
Ordinære driftsinntekter fra kjernevirksomheten	66 919	75822	69881	43987	76575
Ordinære driftskostnader fra kjernevirksomheten	-60534	-63575	-58894	-40425	-62619
Ordinært driftsresultat på kjernevirksomheten	6 385	12 247	10 987	3 562	13 956
Normal skattekostnad på kjernevirksomheten	3803	7294	6544	2122	8312
Ordinært driftsresultat fra kjernevirksomheten, etter skatt	2 582	4 953	4 443	1 440	5 644
Andre driftsmessige poster med skatteeffekt	1595	-2135	-4268	-7603	-712
Skatt på andre driftsmessige poster med skatteeffekt	-950	1272	2542	4528	424
Andre driftsmessige poster etter skatt	645	-863	-1726	-3075	-288
Driftsmessige poster uten skatteeffekt	0	0	0	0	0
Samlet driftsresultat etter skatt	3 227	4 089	2 717	-1 634	5 356
Netto finans	-1168	124	-686	-2703	-1656
Spart skatt netto finans	280	-30	165	649	397
Netto finans etter skatt	-888	94	-521	-2054	-1259
Totalresultat	2339	4184	2196	-3688	4097

Skatt	2017	2018	2019	2020	2021
Normal driftskattekostnad	3803	7294	6544	2122	8312
Netto skatt finans	-280	30	-165	-649	-397
Skatt på unormalt driftsresultat	950	-1272	-2542	-4528	-424
Unormal skatt på normal drift	-1006	-82	1754	5706	-2646
Sum/kontroll	3467	5970	5591	2650	4845
Rapportert skattekostnad	3467	5970	5591	2650	4845

Permanente resultater	2017	2018	2019	2020	2021
Permanent driftsresultat	2 582	4 953	4 443	1 440	5 644
Permanent totalresultat	1 694	5 047	3 922	-614	4 385

## Vedlegg 14: Omgruppert RR for BP

BP					
Konsern RR (Millioner USD)	2017	2018	2019	2020	2021
Sales and other operating revenues	240 208	298756	278397	180366	157 739
Earnings from joint ventures - after interest and tax	1177	897	576	-302	543
Earnings from associates - after interest and tax	1330	2856	2681	-101	3456
Interest and other income	657	773	769	663	581
Gains on sale of businesses and fixed assets	1210	456	193	2874	1876
<b>Total revenue and other income</b>	<b>244582</b>	<b>303738</b>	<b>282616</b>	<b>183500</b>	<b>164195</b>
Purchases	179716	229878	209672	132104	92923
Production and manufacturing expenses	24229	23005	21815	22494	25843
Production and similar taxes	1775	1536	1547	695	1308
Depreciation, depletion and amortization	15584	15457	17780	14889	14805
Net impairment and losses on sale of businesses and fixed assets	1216	860	8075	14381	-1121
Exploration expense	2080	1445	964	10280	424
Distribution and administration expenses	10508	12179	11057	10397	11931
<b>Profit (loss) before interest and taxation</b>	<b>9474</b>	<b>19378</b>	<b>11706</b>	<b>-21740</b>	<b>18082</b>
Finance cost	2074	2528	3489	3115	2857
Net finance (income) expense relating to pensions and other..	220	127	63	33	-2
<b>Profit (loss) before taxation</b>	<b>7180</b>	<b>16723</b>	<b>8154</b>	<b>-24888</b>	<b>15227</b>
Taxation	3712	7145	3964	-4159	6740
<b>Profit (loss) for the year</b>	<b>3468</b>	<b>9578</b>	<b>4190</b>	<b>-20729</b>	<b>8487</b>
Attributable to					
BP shareholders	3389	9383	4026	-20305	7565
Non-controlling interests	79	195	164	-424	922

Skatteberegning	2017	2018	2019	2020	2021
Skattesats	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
Netto finanskostnader	1637	1882	2783	2485	2274
Spart skatt	311	358	529	472	432
Skatt fra RR	3712	7145	3964	-4159	6740
Skatt tilhørende drift	4023	7503	4493	-3687	7172
Driftsresultat før skatt	9474	19378	11706	-21740	18082
skattesats drift	42 %	39 %	38 %	17 %	40 %
Aritmetisk gjennomsnitt skattesats drift fra overskuddsår	40 %				

Unormale poster	2017	2018	2019	2020	2021
Gains on sale of businesses and..	1210	456	193	2874	1876
Depreciation, depletion and amortization	5812	4989	1701	2851	3414
Exploration expense				9920	

Omgruppert RR (Millioner USD)	2017	2018	2019	2020	2021
Ordinære driftsinntekter fra kjernevirksomheten	240 208	298756	278397	180366	157739
Ordinære driftskostnader fra kjernevirksomheten	228080	278511	261134	178088	143820
Ordinært driftsresultat på kjernevirksomheten	12 128	20 245	17 263	2 278	13 919
Normal skattekostnad på kjernevirksomheten	4828	8059	6872	907	5541
Ordinært driftsresultat fra kjernevirksomheten, etter skatt	7 300	12 186	10 391	1 371	8 378
Andre driftsmessige poster med skatteeffekt	-7028	-5849	-9776	-27152	-2293
Skatt på andre driftsmessige poster med skatteeffekt	2798	2328	3891	10808	913
Andre driftsmessige poster etter skatt	-4230	-3521	-5885	-16344	-1380
Driftsmessige poster uten skatteeffekt	3717	4209	3450	2471	5875
Samlet driftsresultat etter skatt	6 787	12 874	7 957	-12 502	12 873
Netto finans	-1637	-1882	-2783	-2485	-2274
Spart skatt netto finans	311	358	529	472	432
Netto finans etter skatt	-1326	-1524	-2254	-2013	-1842
Totalresultat	5 461	11 350	5 702	-14 514	11 031

Skatt	2017	2018	2019	2020	2021
Normal driftskattekostnad	4828	8059	6872	907	5541
Netto skatt finans	-311	-358	-529	-472	-432
Skatt på unormalt driftsresultat	-2798	-2328	-3891	-10808	-913
Unormal skatt på normal drift	1993	1772	1512	6215	2544
Sum/kontroll	3712	7145	3964	-4159	6740
Rapportert skattekostnad	3712	7145	3964	-4159	6740

Permanente resultater	2017	2018	2019	2020	2021
Permanent driftsresultat	11 017	16 395	13 841	3 842	14 253
Permanent totalresultat	9 691	14 871	11 587	1 829	12 411

Vedlegg 15: Omgruppert BAL Eni:

Eni Eiendeler					
Konsernbalanse (millioner Euro)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Eiendeler</b>					
Property, plant and equipment	63158	60302	62192	53943	56299
Right-of-use assets	0	0	5349	4643	4821
Intangible assets	3012	3170	3059	2936	4799
Inventory - Compulsory stock	1283	1217	1371	995	1053
Equity-accounted investments	3474	7044	9035	6749	5887
Other investments	900	919	929	957	1294
Other non-current financial assets	1675	1253	1174	1008	1885
Income tax receivables	182	168	173	153	108
Other non-current assets	1141	624	871	1253	1029
Deferred tax assets	4315	3931	4360	4109	2713
<b>sum AM</b>	<b>79140</b>	<b>78628</b>	<b>88513</b>	<b>76746</b>	<b>79888</b>
Financial assets held for trading	6219	6552	6760	5502	6301
Other current financial assets	316	300	384	254	4308
Trade and other receivables	14156	14101	12873	10926	18850
Inventories	4621	4651	4734	3893	6072
Income tax receivables	191	191	192	184	195
Other current assets	2768	2819	3972	2686	13634
Cash and cash equivalents	7363	10836	5994	9413	8254
Assets classified as held for sale	323	295	18	44	263
<b>Sum OM</b>	<b>35957</b>	<b>39745</b>	<b>34927</b>	<b>32902</b>	<b>57877</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>115097</b>	<b>118373</b>	<b>123440</b>	<b>109648</b>	<b>137765</b>



Eni EK og gjeld					
Konsernbalanse (millioner Euro)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Egenkapital</b>					
Eni shareholders equity	48275	51016	47839	37415	44437
non-controlling interests	49	57	61	78	82
<b>Sum EK</b>	<b>48324</b>	<b>51073</b>	<b>47900</b>	<b>37493</b>	<b>44519</b>
Short term debt	2242	2182	2452	2882	2299
Current portion of long-term debt	2286	3601	3156	1909	1781
Current portion of long term lease liabilities			889	849	948
Trade and other payables	15305	16747	15545	12936	21720
Income tax payables	472	440	456	243	648
Other current liabilities	4317	5412	7146	4872	15756
<b>Sum KG</b>	<b>24622</b>	<b>28382</b>	<b>29644</b>	<b>23691</b>	<b>43152</b>
Long-term debt	20179	20082	18910	21895	23714
Long-term lease liabilities			4759	4169	4389
Provisions	13124	11626	14106	13438	13593
Provisions for employee benefits	1022	1117	1136	1201	819
Deferred tax liabilities	5937	4272	4920	5524	4835
Income tax payables	359	287	454	360	374
Liabilities directly associated with assets held..	87	59			124
Other non-current liabilities	1443	1475	1611	1877	2246
<b>Sum LG</b>	<b>42151</b>	<b>38918</b>	<b>45896</b>	<b>48464</b>	<b>50094</b>
<b>Sum EK+G</b>	<b>115097</b>	<b>118373</b>	<b>123440</b>	<b>109648</b>	<b>137765</b>

Eni Eiendeler					
Omgruppert BAL (millioner Euro)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Driftsmessige eiendeler (DME)</b>					
Property, plant and equipment	63158	60302	62192	53943	56299
Intangible assets	3012	3170	3059	2936	4799
Inventories	5904	5868	6105	4888	7125
Cash and cash equivalents	1689	2109	198	198	115
Deferred tax assets	4315	3931	4360	4109	2713
Trade and other receivables	14156	14101	12873	10926	18850
Right-of-use assets	0	0	5349	4643	4821
Equity-accounted investments	3474	7044	9035	6749	5887
Assets classified as held for sale	323	295	18	44	263
<b>Sum DME</b>	<b>96031</b>	<b>96820</b>	<b>103189</b>	<b>88436</b>	<b>100872</b>
<b>Finansielle Eiendeler (FE)</b>					
Cash and cash equivalents	5674	8727	5796	9215	8139
Other investments	900	919	929	957	1294
Financial assets held for trading	6219	6552	6760	5502	6301
Financial assets	1991	1553	1558	1262	6193
Other assets	3909	3443	4843	3939	14663
Current tax receivable	373	359	365	337	303
<b>Sum FE</b>	<b>19066</b>	<b>21553</b>	<b>20251</b>	<b>21212</b>	<b>36893</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>115097</b>	<b>118373</b>	<b>123440</b>	<b>109648</b>	<b>137765</b>

Eni EK og gjeld					
Omgruppert BAL (millioner Euro)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Egenkapital</b>					
Eni shareholders equity	48275	51016	47839	37415	44437
non-controlling interests	49	57	61	78	82
<b>Sum EK</b>	<b>48324</b>	<b>51073</b>	<b>47900</b>	<b>37493</b>	<b>44519</b>
<b>Driftsmessige forpliktelser (DMF)</b>					
Deferred tax liabilities	5937	4272	4920	5524	4835
Liabilities directly associated with assets held..	87	59			124
Income tax payables	831	727	910	603	1022
Trade and other payables	15305	16747	15545	12936	21720
<b>Sum DMF</b>	<b>22160</b>	<b>21805</b>	<b>21375</b>	<b>19063</b>	<b>27701</b>
<b>Finansiell forpliktelse (FF)</b>					
Long-term debt	22465	23683	22066	23804	25495
Short term debt	2242	2182	2452	2882	2299
Long-term lease liabilities	0	0	5648	5018	5337
Other liabilities	5760	6887	8757	6749	18002
Provisions	14146	12743	15242	14639	14412
<b>Sum FF</b>	<b>44613</b>	<b>45495</b>	<b>54165</b>	<b>53092</b>	<b>65545</b>
<b>Sum EK+G</b>	<b>115097</b>	<b>118373</b>	<b>123440</b>	<b>109648</b>	<b>137765</b>

Vedlegg 16: Omgruppert BAL BP:

BP Eiendeler					
Konsernbalanse (millioner USD)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Eiendeler</b>					
Property, plant and equipment	129471	135261	132642	114836	112902
Goodwill	11551	12204	11868	12480	12373
Intangible assets	18355	17284	15539	6093	6451
Investments in joint ventures	7994	8647	9991	8362	9982
Investments in associates	16991	17673	20334	18975	21001
Other investments	1245	1341	1276	2746	2544
Loans	646	637	630	840	922
Trade and other receivables	1434	1834	2147	4351	2693
Derivative financial instruments	4110	5145	6314	9755	7006
Prepayments	1112	1179	781	533	479
Deferred tax assets	4469	3706	4560	7744	6410
Defined benefit pension plan surpluses	4169	5955	7053	7957	11919
<b>Sum AM</b>	<b>201547</b>	<b>210866</b>	<b>213135</b>	<b>194672</b>	<b>194682</b>
Loans	190	326	339	458	355
Inventories	19011	17988	20880	16873	23711
Trade and other receivables	24849	24478	24442	17948	27139
Derivative financial instruments	3032	3846	4153	2992	5744
Prepayments	1414	963	857	1269	2486
Current tax receivable	761	1019	1282	672	542
Other investments	125	222	169	333	280
Cash and cash equivalents	25586	22468	22472	31111	30681
Assets classified as held for sale		0	7465	1326	1652
<b>Sum OM</b>	<b>74968</b>	<b>71310</b>	<b>82059</b>	<b>72982</b>	<b>92590</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>276515</b>	<b>282176</b>	<b>295194</b>	<b>267654</b>	<b>287272</b>

BP EK og gjeld					
Konsernbalanse (millioner USD)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Egenkapital</b>					
BP shareholders equity	98491	99444	98412	71250	75463
non-controlling interests	1913	2104	2296	14318	14976
<b>Sum EK</b>	<b>100404</b>	<b>101548</b>	<b>100708</b>	<b>85568</b>	<b>90439</b>
Trade other payables	44209	46265	46829	36014	52611
Derivative financial instruments	2808	3308	3261	2998	7565
Accruals	4960	4626	5066	4650	5638
Lease liabilities	0	44	2067	1933	1747
Finance debt	7739	9329	10487	9359	5557
Current tax payable	1686	2101	2039	1038	1554
Provisions	3324	2564	2453	3761	5256
Liabilities directly associated .. as held for sale	0	0	1393	46	359
<b>Sum KG</b>	<b>64726</b>	<b>68237</b>	<b>73595</b>	<b>59799</b>	<b>80287</b>
Other payables	13889	13830	12626	12112	10567
Derivative financial instruments	3761	5625	5537	5404	6356
Accruals	505	575	996	852	968
Lease Liabilities	0	623	7655	7329	6864
Finance debt	55491	55803	57237	63305	55619
Deferred tax liabilities	7982	9812	9750	6831	8780
Provisions	20620	17732	18498	17200	19572
Defined benefit pension plan and other..	9137	8391	8592	9254	7820
<b>Sum LG</b>	<b>111385</b>	<b>112391</b>	<b>120891</b>	<b>122287</b>	<b>116546</b>
<b>Sum EK+G</b>	<b>276515</b>	<b>282176</b>	<b>295194</b>	<b>267654</b>	<b>287272</b>

BP Eiendeler					
Omgruppert BAL (millioner USD)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Driftsmessige eiendeler (DME)</b>					
Property, plant and equipment	129471	135261	132642	114836	112902
Intangible og Goodwill	29906	29488	27407	18573	18824
Inventories	19011	17988	20880	16873	23711
Cash and cash equivalents	4592	6148	6462	6235	9101
Deferred tax assets	4469	3706	4560	7744	6410
Trade and other receivables	26283	26312	26589	22299	29832
Prepayments	2526	2142	1638	1802	2965
Investments in joint and associates	24985	26320	30325	27337	30983
Assets classified as held for sale			7465	1326	1652
<b>Sum DME</b>	<b>241243</b>	<b>247365</b>	<b>257968</b>	<b>217025</b>	<b>236380</b>
<b>Finansielle Eiendeler (FE)</b>					
Cash and cash equivalents	20994	16320	16010	24876	21580
Loans	836	963	969	1298	1277
Derivative financial instruments	7142	8991	10467	12747	12750
Defined benefit pension plan surpluses	4169	5955	7053	7957	11919
Other investments	1370	1563	1445	3079	2824
Current tax receivable	761	1019	1282	672	542
<b>Sum FE</b>	<b>35272</b>	<b>34811</b>	<b>37226</b>	<b>50629</b>	<b>50892</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>276515</b>	<b>282176</b>	<b>295194</b>	<b>267654</b>	<b>287272</b>

BP EK og gjeld					
Omgruppert BAL (millioner USD)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Egenkapital</b>					
BP shareholders equity	98491	99444	98412	71250	75463
non-controlling interests	1913	2104	2296	14318	14976
<b>Sum EK</b>	<b>100404</b>	<b>101548</b>	<b>100708</b>	<b>85568</b>	<b>90439</b>
<b>Driftsmessige forpliktelser (DMF)</b>					
Current tax payable	1686	2101	2039	1038	1554
Deferred tax liabilities	7982	9812	9750	6831	8780
Trade and other payables	56009	57816	56761	46340	61694
Accruals	5465	5201	6062	5502	6606
Liabilities directly associated .. As held for			1393	46	359
<b>SUM DMF</b>	<b>71142</b>	<b>74930</b>	<b>76005</b>	<b>59757</b>	<b>78993</b>
<b>Finansiell forpliktelse (FF)</b>					
Finance debt	63230	65132	67724	72664	61176
Derivative financial instruments	6569	8933	8798	8402	13921
Lease Liabilities	0	667	9722	9262	8611
Defined benefit pension plan and other..	9137	8391	8592	9254	7820
Provisions	23944	20296	20951	20961	24828
Trade and other payables	2089	2279	2694	1786	1484
<b>Sum FF</b>	<b>104969</b>	<b>105698</b>	<b>118481</b>	<b>122329</b>	<b>117840</b>
<b>Sum EK+G</b>	<b>276515</b>	<b>282176</b>	<b>295194</b>	<b>267654</b>	<b>287272</b>