

Sverre Greiff Elnan og Krisander Østlie

Verdsettelse av Aker BP ASA

Valuation of Aker BP ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Morten Kringstad

April 2022

Sverre Greiff Elnan og Krisander Østlie

Verdsettelse av Aker BP ASA

Valuation of Aker BP ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Morten Kringstad

April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet

Fakultet for økonomi

NTNU Handelshøyskolen



NTNU

Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne avhandlingen er skrevet våren 2022 som en avsluttende semesteroppgave for bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Oppgaven er en obligatorisk del av bachelorgraden innenfor regnskapsretningen og teller 7,5 studiepoeng. Temaet for oppgaven er verdsettelse, og selskapet vi har valgt å basere oppgaven på er Aker BP ASA.

I løpet av tre år på Handelshøyskolen Trondheim har vi opparbeidet oss mye relevant kunnskap, som vi i arbeidet med denne oppgaven har fått anvendt i praksis, og som har blitt brukt som utgangspunkt for løsning av oppgaven. Vi vil takke vår faglige veileder Morten Kringstad for hans assistanse underveis i arbeidet med denne oppgaven.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.

NTNU Handelshøyskolen, Trondheim, april 2022

Sammendrag

I denne bacheloroppgaven har vi gjennomført en verdsettelse av det norske petroleumsselskapet Aker BP ASA. Verdsettelsen baserer seg på resultatene fra tre ulike finansielle metoder. Disse metodene vil bli vektet basert på deres relevans for bedriften og deres kompleksitet for å gi oss en estimert verdi for selskapet. Grunnlaget for estimatene vi gjør i verdsettelsen bygger på informasjon om, og vurderinger av selskapet, som er blitt redegjort for i en strategisk analysedel. Det er også i forkant av den finansielle analysen blitt gjennomført en regnskapsanalyse som viser selskapets rent økonomiske utvikling de siste årene.

Den finansielle metoden vi legger mest vekt på er den diskonterte kontantstrømmetoden (DCF). Den estimerte aksjeverdien vi får fra denne verdsettelsesmetoden er basert på prognoser om fremtidige kontantstrømmer, så kunnskap om selskapets posisjon og framtidsutsikter er for denne metoden spesielt kritisk. De to andre verdsettelsesmetodene oppgaven tar for seg er multippelanalyse og verdsettelse via en dividendemodell.

Til å begynne med vil oppgaven starte med en selskaps- og bransjebeskrivelse. Denne delen er ment å gi generell kunnskap om selskapet og bransjen det opererer i. Videre følger den strategiske analysen som består av en gjennomgang av Porters fem konkurransekrefter, i tillegg til en VRIO-, PESTEL- og SWOT-analyse. Deretter kommer regnskapsanalysen som baserer seg på historiske data fra 2017-2021. Denne analysen ser på utviklingen av selskapets lønnsomhet, finansiering, likviditet og soliditet. Etter dette går oppgaven videre til den finansielle analysedelen. De ulike verdsettelsesmetodene som blir gjennomført i denne delen av oppgaven gir oss verdiene 356,1 NOK, 236,0 NOK og 283,6 NOK per aksje, og med en vekting på henholdsvis 70-, 20- og 10 prosent får vi en samlet aksjekurs 324,8 NOK. Dette gir selskapet en samlet verdi på 116 964 867 723 NOK.

Avslutningsvis følger en kritikk- og diskusjonsdel hvor mulige feilkilder, og sannsynligheten for disse, blir vurdert. Helt til slutt kommer det en konklusjonsdel hvor vi avslutter med å svare på problemstillingen for oppgaven.

Abstract

In this bachelor's thesis, we have carried out a valuation of the Norwegian petroleum company Aker BP ASA. The valuation is based on the results of three different financial methods. These methods will be weighted based on their relevance to the company and their complexity, to provide us with an estimated value for the company. The estimates we use in the valuation is based on information about, and assessments of the company, which has been accounted for in a strategic analysis section. Prior to the financial analysis, a standard financial statement analysis has also been made showing the company's purely economic development in recent years.

The financial method we pay the most attention to is the discounted cash flow method (DCF). The estimated share value we get from this valuation method is based on a forecast of future cash flows, and therefore information about the position of the company and its future prospects is particularly critical for this method. The thesis also includes a multiple analysis and a dividend discount model.

To begin with, the paper will start with a description of the company and its industry. This section is intended to provide general knowledge of the company and the industry in which it operates. Furthermore, the strategic analysis consists of a review of Porter's five competitive forces, as well as a VRIO, PESTEL and SWOT analysis. Then comes the standard financial statement analysis that is based on historical data from 2017-2021. This analysis shows the development of the company's profitability, financing, liquidity, and solvency. After this, the paper proceeds to the financial analysis section. The different valuation methods implemented in this part of the thesis give us the values of 356.1 NOK, 236.0 NOK and 283.6 NOK per share, and with a weighting of 70-, 20- and 10 per cent respectively, we get a weighted average share price of NOK 324.8. This gives the company a total value of NOK 116,964,867,723.

At the end of the thesis a critique and discussion section follow, where possible sources of error, and the probability of these are assessed. Finally, there is a section of conclusion where we end the thesis by answering the problem statement.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	1
1. 1. Motivasjon	1
1. 2. Problemstilling.....	1
1. 3. Avgrensning.....	2
1. 4. Oppbygging	2
1. 5. Metode.....	2
2. Selskaps- og bransjebeskrivelse	4
2. 1. Om Aker BP	4
2. 2. Om bransjen	8
3. Strategisk analyse	12
3.1. Porters fem konkurransekrefter	12
3. 2. VRIO.....	15
3. 3. PESTEL.....	17
3. 4. SWOT	21
4. Regnskapsanalyse	24
4. 1. Lønnsomhet	24
4. 2. Finansiering.....	29
4. 3. Soliditet.....	31
4. 4. Likviditet.....	33
4. 5. Oppsummering regnskapsanalyse	35
5. Finansiell analyse	36
5. 1. DCF – Diskontert kontanstrømmetode	36
5. 2. DCF – WACC.....	36
5. 3. DCF – Forutsetninger	41
5. 4. DCF – Analyse	44
5. 5. Komparativ analyse ved multippel.....	46
5. 6. Dividend Discount Model.....	50
5. 7. Oppsummering finansiell analyse.....	53
6. Kritikk/Diskusjon	54
6. 1. Strategisk analyse	54
6. 2. Regnskapsanalyse.....	54

6. 3. Finansiell analyse.....	55
7. Konklusjon	57
8. Referanser	59
9. Vedlegg.....	64
9.1Vedlegg 1:.....	64

Figuroversikt

Figur 1 – Oljeproduserende nasjoner (Norsk Petroleum, 2020)	9
Figur 2 – Historisk produksjon (Norsk Petroleum 2020)	10
Figur 3 – Petroleumsprognoser (Norsk Petroleum, 2022)	10
Figur 4 – Petroleumsskatt (Norsk Petroleum, 2022c).....	11
Figur 5 – Totalkapitalrentabilitet	25
Figur 6 – Egenkapitalrentabilitet	27
Figur 7 – Resultatmargin	28
Figur 8 – Finansieringsgrad	29
Figur 9 – Arbeidskapital	30
Figur 10 – Egenkapitalandel	31
Figur 11 – Gjeldsgrad	33
Figur 12 – Likviditetsgrad	34
Figur 13 – P/E	47
Figur 14 – EV/EBITDA.....	48
Figur 15 – P/B.....	49
Figur 16 – EV/Salg	49

Tabelloversikt

Tabell 1 – Totalkapitalrentabilitet.....	25
Tabell 2 – Egenkapitalrentabilitet.....	27
Tabell 3 – Resultatmargin.....	28
Tabell 4 – Finansieringsgrad.....	29
Tabell 5 – Arbeidskapital.....	30
Tabell 6 – Egenkapitalandel.....	31
Tabell 7 – Gjeldsgrad.....	32
Tabell 8 – Likviditetsgrad.....	34
Tabell 9 – WACC.....	37
Tabell 10 – Beta.....	40
Tabell 11 – DCF Inntekt.....	42
Tabell 12 – DCF Kostnader.....	42
Tabell 13 – DCF D&A.....	43
Tabell 14 – Investeringer.....	43
Tabell 15 – DCF NWC.....	44
Tabell 16 – DCF Kursmål.....	45
Tabell 17 – DCF Sensitivitetsanalyse.....	46
Tabell 18 – Multipler.....	50
Tabell 19 – Utbyttestatistikk (Aker BP, 2022h).....	51
Tabell 20 – Egenkapitalavkastning.....	52
Tabell 21 – DDM Kursmål.....	52
Tabell 22 – DDM Sensitivitetsanalyse.....	52
Tabell 23 – Vektet kursmål.....	53
Tabell 24 – Kursmål mot virkelig pris.....	53

1. Innledning

1. 1. Motivasjon

Det er flere grunner til at vi valgte å verdsette Aker BP. En av grunnene er at selskapet er stort og operer innenfor en sektor det er tilknyttet mye usikkerhet rundt, nemlig oljesektoren. Dette gjør at det er mange interessante momenter som må tas hensyn til i vurderingen av selskapets fremtidsutsikter og overlevelsessevne, noe som vil påvirke vurderingen av selskapets verdi. Aksjekursen, som representerer den omsettbare verdien av selskapets andeler, har også i løpet av de foregående årene vært svært ustabil. I perioden 2020 – 2021 varierte selskapets børsverdi mellom 35 og 120 milliarder norske kroner. Dette er unormalt store svingninger for et selskap av størrelsen til Aker BP, og det virket derfor for oss spennende å skulle gjennomføre en egen vurdering av selskapet. I motsetning til for eksempel Equinor, som i hovedsak er eid av den Norske stat, er Aker BP et av de største uavhengige børsnoterte oljeselskapene i Europa, målt i produksjon (Aker BP, Hvem er vi, 2022). Dette gjør at selskapet også skiller seg ut fra flere statlig eide ikke-fornybare energiselskaper.

1. 2. Problemstilling

Oppgaven vil, slik tidligere antydte, gå ut på å verdsette selskapet Aker BP. Selskapet er notert på Oslo Børs og problemstillingen blir som følger:

«Hva er verdien av Aker BP ASA per 31.12.2021?»

Problemstillingen vil også innebære å beregne kursverdien av selskapets aksjer for samme periode. Ved å beregne verdien av selskapet og dets aksjer besvarer vi det spesifikke formålet med oppgaven, som er å verdsette Aker BP. Problemstillingen vil undersøkes ved bruk av diverse økonomiske modeller, selskapets egne rapporter og regnskapstall, og ved bruk av konkrete analyseverktøy.

1. 3. Avgrensning

Oppgaven vil i liten grad fokusere på vurderingen av oppkjøpet av olje- og gassvirksomheten til Lundin Energy, da det forutsettes at verdsettelsen gjennomført av selskapet selv i forkant av kjøpet er korrekt. Det vil også kun bli benyttet regnskapsrapporter fra 2017 og frem til i dag, ettersom selskapet i 2016 gjennomgikk en stor fusjon. Sammenligning av regnskapstall fra før og etter dette vil derfor bli misvisende.

1. 4. Oppbygging

Oppgaven starter med en introduksjon av Aker BP som selskap. Denne introduksjonen består av en del generelle fakta om selskapet og dets historie, i tillegg til å redegjøre for selskapets interne struktur og drift. Videre er det gjennomført en analyse av bransjen selskapet opererer i. Etter dette er det blitt gjort forskjellige strategiske analyser av både interne og eksterne forhold tilknyttet selskapet. Del fire av oppgaven består av en regnskapsanalyse som baserer seg på tall hentet fra selskapets resultatregnskap og balanse. Disse tallene blir i denne delen av oppgaven brukt til å beregne nøkkeltall, som blant annet vil kunne si noe om selskaps lønnsomhet og likviditet. I den neste delen av oppgaven er det gjennomført en finansiell analyse, med formål å estimere fremtidige kontantstrømmer, for å kunne fullføre en fundamental verdsettelse. Den markedsbaserte analysen og den fundamentale analysen vil videre bli sammenstilt og vurdert om hverandre. Kritikkk mot de ulike analysene vil så bli drøftet i en egen del før oppgaven til slutt avrundes med en avsluttende konklusjonsdel.

1. 5. Metode

Oppgaven tar i bruk både kvantitative og kvalitative metoder. De kvalitative metodene blir brukt i den strategiske analysen, og har som hensikt å gi et bilde av selskapets nåværende posisjon og dets fremtidsutsikter. For å analysere selskapets rent økonomiske og finansielle posisjon, er det blitt brukt kvantitative metoder. Den strategiske analysen vil bestå av en gjennomgang av Porters fem konkurransekrefter, en kortfattet VRIO- og PESTEL-analyse, og til slutt en oppsummerende SWOT-analyse.

Regnskapsanalysen baserer seg på historisk data hentet fra selskapets årsrapporter fra 2017 til og med 2021. Hensikten med denne analysen er å gi oss en oversikt over bedriftens nåværende økonomiske posisjon. Regnskapsanalysen vil inneholde beregninger av lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Den finansielle analysen vil ha hovedvekt på en diskontert kontantstrøm-metode. Denne vil involvere antagelser basert på elementer fra både den strategiske og den regnskapsmessige analysen. Verdsettelsen vil også bli supplementert av en multippelanalyse og en verdsettelse gjennom dividendemodellen.

2. Selskaps- og bransjebeskrivelse

2. 1. Om Aker BP

Generelt om selskapet

Aker BP ASA, i oppgaven omtalt som Aker BP, er et norsk allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs. Selskapet ble etablert i 2016 av Aker, Det norske oljeselskap og BP Norge som en fusjon mellom de to sistnevnte. Driften består i hovedsak av leting etter, og produksjon av, olje og gass på norsk sokkel. Selskapet har i overkant av 1 700 ansatte, og produserer olje og gass fra de seks feltene Ivar Aasen, Valhall, Alvheim, Skarv, Ula og Johan Sverdrup. De fem førstnevnte feltene er Aker BP operatør for, mens de for Johan Sverdrup-feltet er lisenspartner. I tillegg har de 135 lisenser langs den norske kontinentalsokkelen, fra Nordsjøen i sør til Barentshavet i nord. I 2020 hadde Aker BP en gjennomsnittlig produksjon på 223 tusen oljeekvivalenter per dag, og i desember 2021 kjøpte de hele olje- og gassvirksomheten til Lundin Energy, og er med det idag den nest største aktøren på norsk sokkel etter Equinor. (Aker BP, 2022a)

Foreløpig eier investeringsselskapet Aker ASA 37 prosent av selskapet, mens BP eier omtrent 28 prosent. De resterende 35 prosent er eid av øvrige aksjonærer. Hovedkontoret til Aker BP ligger i Aker ASA sitt hovedkvarter på Fornebu utenfor Oslo, og selskapets administrerende direktør er Karl Johnny Hersvik. Øyvind Eriksen er leder for styret som blant annet Kjell Inge Røkke, hovedeier i Aker ASA, også sitter i. At selskapet er en del av Aker-konsernets industrielle investeringer er viktig i vurderingen av selskapets evne til å skaffe finansiell støtte. Aker BP er ikke et offisielt datterselskap av Aker ASA, ettersom investeringsselskapet ikke har bestemmende innflytelse over styret, men det at store deler av selskapet er eid av et konsern med god finansiell styrke, er å vurdere som positivt.

Strategiske mål

Selskapet har en rekke strategiske mål vedrørende drift, finansiell styrke, vekst og miljø. Målene som presenteres i avsnittet her er alle hentet fra Aker BP sine nettsider. Vedrørende driften har Aker BP et generelt ønske om å drive effektivt og sikkert, samt forbedre driftsprosesser og utviklingen av digitale verktøy. Som mer konkrete mål til driften ønsker de å overholde en oppetid på over 95 prosent, produksjonskostnader på under 7 USD per fat oljeekvivalent (boe), og null uønskede hendelser. Vedrørende finansiell styrke ønsker Aker BP en netto gjeld lavere en $1,5 \times \text{EBITDAX}^1$ for å opprettholde det de vurderer som sterk finansiell balanse. For at Aker BP også skal ha god finansiell kapasitet er det lagt fram et mål om at selskapet skal ha minimum to milliarder dollar i likviditetsreserver.

Aker BP skriver også på sine nettsider at de har et mål om å betydelig øke den daglige produksjonen i løpet av de neste ti årene. Som et steg på veien dit vil de i løpet av 2022 fatte flere endelige beslutninger for diverse tidligfaseprosjekter. På lik linje med mange av sine konkurrenter ønsker Aker BP også å ta del i grønne skiftet. De bidrar til klimakampen ved å blant annet støtte utviklingen av grønne teknologier, og ved reduksjon av egne utslipp. Som et konkret tiltak har de satt seg et mål om å ha en CO₂-intensitet på under fem kilo per fat oljeekvivalent. En vurdering av sannsynligheten for at de nevnte strategiske målene blir nådd og opprettholdt er for oppgaven relevant med tanke på vurderingen av selskapets framtidsutsikter, og predikeringen av estimater videre i den finansielle analysen.

Allianser

For å kunne drive kostnadseffektivt og konkurransedyktig, er det på generelt grunnlag viktig for selskaper og ha gode samarbeidspartnere og eventuelt sterke allianser. Dette er noe Aker BP er veldig bevisste på, og som de baserer selve utviklingen av virksomheten etter. De har syv hoved-allianser som totalt sett inkluderer samarbeid med elleve forskjellige selskaper. Disse selskapene er Subsea 7, Aker Solutions, Siemens, ABB, Maersk Drilling, Halliburton, Odfjell Drilling, KAEFER, FORCE Technology, Schlumberger og Stimwell Services. Subsea

¹ EBITDAX er en betegnelse for EBITDA som inkluderer leteknadnader for for petroleumsselskaper.

alliansen mellom Aker BP, Aker Solutions og Subsea 7, er et eksempel på en av de syv hovedalliansene, og er gunstig for Aker BP ettersom de blant annet får dra nytte av Subsea 7 sin kompetanse innenfor installasjon og igangkjøring av stigerør, undervannskabler og rørledninger, og Aker Solutions kompetanse innenfor «front end engineering», «brownfield» og undervannssystemer. (Aker BP, 2022b) «Plattformalliansen» med Siemens, Aker Solutions og ABB, «Alliansen for oppjekkable rigger» med Maersk Drilling og Halliburton, og «Alliansen for halvt nedsenkbare rigger» med Halliburton og Odfjell Drilling, er eksempler på andre allianser blant de syv fremviste.

Pågående prosjekter

I tillegg til daglig produksjon av olje og gass fra de seks ovennevnte feltene, leter Aker BP etter muligheter for å kunne hente opp mer olje og gass fra områder i nærheten av allerede eksisterende infrastruktur. De jobber også med å lete etter funn utenfor disse områdene, men som da er store nok til at det vil lønne seg å starte utbygging av nye stasjoner. Et nytt prosjekt som skal være med på å forlenge Skarv feltets levetid er Ærfugl-prosjektet. Dette prosjektet blir av selskapet beskrevet som «en av de mest lønnsomme utbyggingene på norsk sokkel» (Aker BP, 2022c). Det tilknyttede reservoaret inneholder rundt 300 millioner fat produserbare oljeekvivalenter, og gjør Ærfugl til det største oljeproduserende prosjektet på Skarv feltet. I november 2021 annonserte Aker BP og resten av prosjektets samarbeidspartnere, Equinor, Wintershall Dea og PGNiG, at hele Ærfugl feltet var i gang med produksjon. (Andersen, 2021)

I desember 2020 fikk Aker BP godkjent planen for utbyggingen av Hod feltet. Hod vil få kraft fra land via Valhall sitt feltsenter, og ved normal produksjon vil CO₂ utslippet være omtrent lik null. Feltet er beregnet å ha et utvinnbart oljereservoar på omtrent 40 millioner oljeekvivalenter, og produksjon fra feltet er ventet å starte i første kvartal 2022 (Aker BP, 2022d). Sammen med Equinor har Aker BP også planer for å bygge ut feltene Krafla, Fulla, og områdene nord for Alvheim, som under samlenavnet blir omtalt som NOAKA. De utvinnbare ressursene rundt NOAKA er anslått til å være på minst 500 millioner oljeekvivalenter, og de samlede investeringskostnadene tilknyttet utbyggingen på omkring 50

milliarder NOK. Det er forventet at planene for utbyggingen og den fremtidige driften vil bli sendt til myndighetsgodkjenning i løpet av 2022 (Aker BP, 2022e).

Året 2021

Til tross for en fortsatt pågående pandemi, som i perioder har vært med på å svekke markedsetterspørselen betydelig, oppnådde Aker BP et resultat før skatt på 163,685 millioner dollar i 2020. I 2021 har selskapet, til forskjell fra i 2020, hatt positive resultater å vise til for alle de fire kvartalene, og med det levert et samlet resultat før skatt på 3 072,8 millioner dollar. Resultatet etter skatt ble på 850,7 millioner dollar. Etter at oljeprisen kollapset i 2020, som resultat av Covid-19 virusets utbrudd, har prisen i løpet av 2021 steget kraftig tilbake. Fra begynnelsen av januar 2021 til utgangen av desember samme år steg oljeprisen (brent spot) fra 50 dollar fatet til over 90 dollar fatet, og nådde med det den høyeste oljeprisen siden siden 2014.

Selskapets aksjekurs har på samme måte som oljeprisen steget i løpet av det foregående kalenderåret. 1. januar 2021 var kursen per aksje på 232 kroner, mens den ved utgangen av året, 31. desember, var på 272 kroner per aksje. Dette tilsvarer en kursoppgang på 17,2 prosent. Året før, i 2020, sank aksjekursen i løpet av første kvartal fra 300 kroner per aksje, helt ned til 90 kroner per aksje, før den etter hvert økte i verdi igjen. Svingningene i kursverdien var i 2021 naturlig nok ikke like voldsomme som i 2020, men de var fremdeles ganske store. På sitt laveste ble aksjen 15. februar omsatt for 212 NOK, mens den på sitt høyeste ble omsatt for 230 NOK i starten av november. Kursoppgangen fra 212 til 340 tilsvarer en stigning på 60,4 prosent. Antall aksjer i selskapet er 360 113 509, og med en kursverdi per aksje på 272 NOK, slik den var 31.12.2021, blir selskapets beregnede markedsverdi lik 96 950 874 448 NOK, altså i underkant av hundre milliarder norske kroner.

I desember 2021 inngikk Aker BP en avtale om å kjøpe olje- og gassvirksomheten til Lundin Energy. Fusjonsavtalen skal være verdsatt til omlag 125 milliarder kroner og innebærer at Lundin-familiens selskap Nemesia S.á.r.l. kommer inn på eiersiden i selskapet. De to selskapene vil ifølge Aker BP selv ha en samlet markedsverdi på 183 milliarder kroner. (Brunborg *et al.*, 2021)

2. 2. Om bransjen

Generelt om bransjen

Aker BP er et av flere store norske selskaper som opererer innenfor energibransjen. Dette er uten tvil en av de viktigste bransjene i verden, og målt i omsatt verdi er det også den største. Energibransjen omfatter alle næringer som er involvert i produksjon og salg av energi, og inkluderer hele petroleumsindustrien, samt kjernekraftindustrien, den fornybare energiindustrien og all annen tradisjonell energiindustri, slik som for eksempel innsamling og distribusjon av ved til oppvarming. Petroleumsindustrien står for produksjon som dekker store deler av energiforbruket i verden, og det er denne industrien Aker BP er en del av. I Europa og står industrien for produksjon av 59 % av energiforbruket, mens den i Nord-Amerika står for 71 %, i Afrika 68 %, i Sør- og Mellom-Amerika 61 %, i Asia 39 %, og i Midtøsten for 98 %. (BP, 2021)

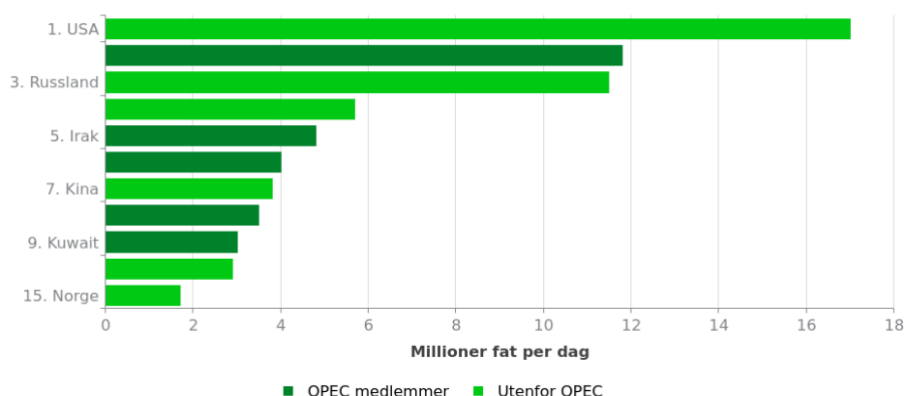
Til tross for at det i stor grad forekommer økt konkurranse mellom de ulike energiindustriene vil oppgaven i hovedsak fokusere på ulike faktorer og konkurrenter innenfor petroleumsindustrien.

Petroleumsindustrien internasjonalt

USA er det landet i verden som produserer klart mest olje, etterfulgt av Saudi Arabia og Russland. *Figur 1* viser produsert mengde i antall millioner fat per 2019, for et utvalg av de største oljenasjonene i verden. (Norsk Petroleum, 2020) Fra tabellen kan man se at Norge, da denne studien ble gjennomført, var nummer 15 på listen over verdens største oljeprodusenter. Til sammenligning er Norge per dags dato nummer 119 på listen over land med høyest befolkning (Worldometers, 2022).

OPEC, som står for "Organization of the Petroleum Exporting Countries", er den organisasjon innenfor energibransjen med størst påvirkningskraft. Organisasjonen består av 13 oljeproduserende medlemsland, og har som hovedmål å samordne medlemslandenes oljepolitikk og sikre stabile priser i det internasjonale oljemarkedet. (Claes, 2022) Ettersom petroleumsindustrien i stor grad blir påvirket av oljeprisene, kan OPEC sies å være en

organisasjon med betydelig markedsmakt. Blant medlemslandene med høyest produksjon finner man Saudi Arabia, Iran, Venezuela, Irak, Kuwait og De forente arabiske emirater. Til sammen sto medlemslandene i OPEC for 35 prosent av all oljeproduksjon i 2020.



Figur 1 – Oljeproduserende nasjoner (Norsk Petroleum, 2020)

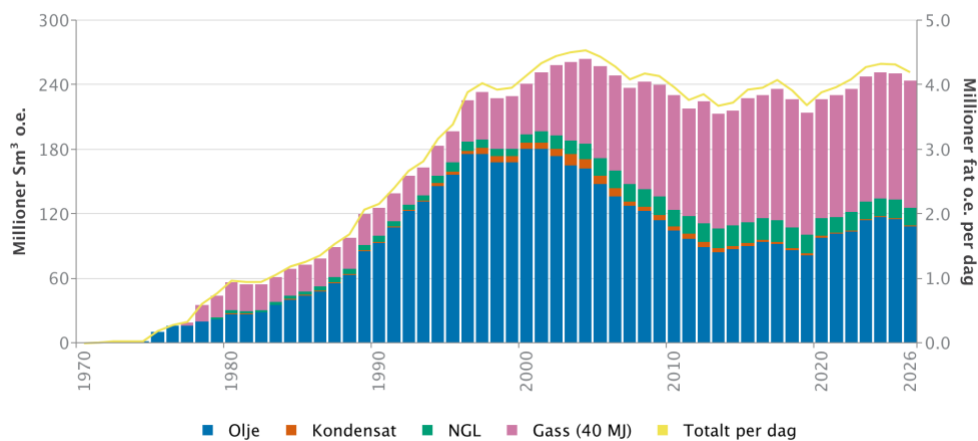
I tillegg til medlemslandene har OPEC også inngått et samarbeid rundt produksjonsbegrensninger med elleve land utenfor organisasjonen. Av disse samarbeidslandene er Russland den klart viktigste. For å oppnå nok markedsmakt til å kunne påvirke råvareprisene i en stor nok grad må OPEC ha betydelig markedsandel. Ettersom USA, som verdens største oljeprodusent, ikke er et medlems- eller samarbeidsland, er samarbeidet med Russland nødvendig for å oppnå en slik markedsmakt. Endringer i samarbeidsforhold rundt OPEC vil derfor kunne påvirke energiindustrien internasjonalt. De fem største oljeaktørene i verden idag basert på markedsverdi er Saudi Aramco, Exxon Mobil, Chevron, Shell og TotalEnergies. Ettersom selskapenes markedsverdi kan endre seg fortløpende, vil også listen over hvilke selskaper som er størst naturligvis kunne endre seg også.

Petroleumsindustrien i Norge

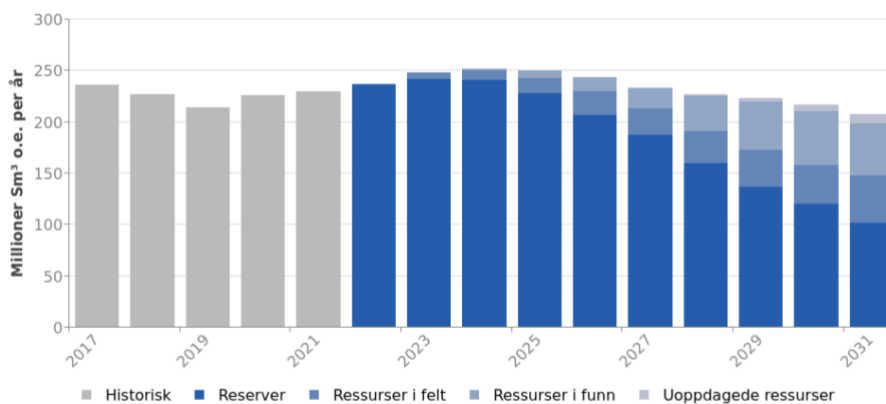
Petroleumsindustrien har i mange år spilt en viktig rolle for Norsk næring, og vil trolig også gjøre det i årene fremover. I 2021 var statens samlede netto kontantstrøm fra petroleumsnæringen anslått å være på rundt 272 milliarder kroner. (Norsk Petroleum, 2022a). Næringen står alene for 20 prosent av statens inntekter, og for 60 prosent av all eksport. (SSB, 2022) I løpet av de siste 50 årene har cirka 50 prosent av de antatte utvinnbare

ressursene på norsk kontinentalsokkel blitt utnyttet. Dette betyr at det også i fremtiden vil være mulig å fortsette med et høyt aktivitetsnivå på norsk sokkel. Det ble i 2021 produsert 230,5 millioner salgbare kubikkmeter oljeequivalenter, og Norge dekker med det omlag to prosent av verdens oljeetterspørsel. Etter Russland og Qatar er Norge også verdens tredje største gass eksportør, og står for 20-25 prosent av forsyningen til EU.

Det er forventet at samlet norsk produksjon av olje og gass vil øke de neste årene frem til 2024, og fra tabellen i *Figur 2* kan man se historisk og forventet produksjonen i Norge fra 1970 og frem til 2026. Tabellen i *Figur 3* viser til en prognose for årene frem mot 2031 fordelt etter modenhet av ressursene.

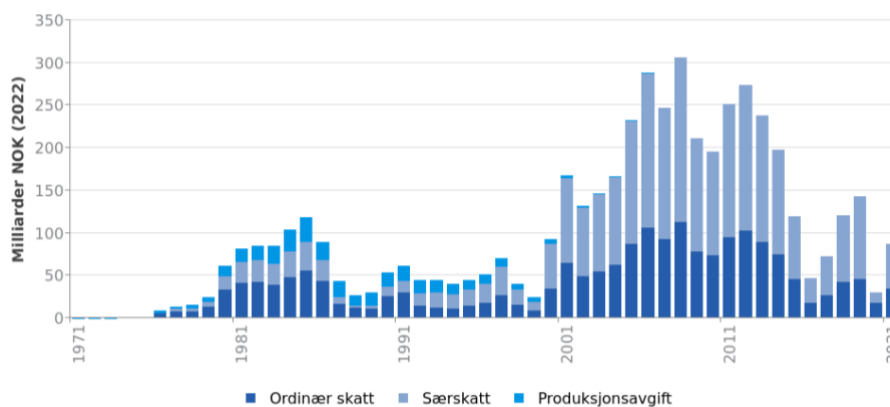


Figur 2 – Historisk produksjon (Norsk Petroleum 2020)



Figur 3 – Petroleumsprognoser (Norsk Petroleum, 2022)

Totalt var det 36 lete- og produksjonsselskaper på norsk sokkel ved årsskiftet 2021/2022. (Norsk petroleum, 2022b) Blant disse er Equinor det største, og samtidig det selskapet med flest lisenser og som er operatør for flest produksjonsfelt. Nummer to på listen er Aker BP. Til tross for at Equinor og Aker BP har flere samarbeidsavtaler, må de samtidig også kunne regnes for å være konkurrerende selskaper. Eksempler på andre norske selskaper innenfor petroleumsindustrien er DNO, BW Offshore og OKEA. I tillegg til den ordinære selskapsskatten på 22 prosent, må oljeselskaper i Norge betale en ekstra særskatt på 56 prosent. (Norsk Petroleum, 2022c) Det betyr at den samlede skatten for petroleumsvirksomheter blir på 78 prosent. I 2021 er de totale skatteinnbetalingene fra petroleumsindustrien anslått til å være på rundt 85,4 milliarder kroner. *Figur 4* viser fordelte skatter og avgifter for tidsperioden 1970 til 2021.



Figur 4 – Petroleumsskatt (Norsk Petroleum, 2022c)

3. Strategisk analyse

Innledende om innholdet i den strategiske analysen

Den strategiske analysen vil bestå av Porters fem konkurransekrefter, VRIO og PESTEL. Hensikten med disse analysene er å få et oversikt over Aker BP som bedrift, omgivelsene rundt og de større makrofaktorene som påvirker dem. Analysen blir avslutningsvis oppsummert i en SWOT analyse.

3.1. Porters fem konkurransekrefter

Michael Porter redegjør for fem konkurransekrefter som samlet sett kan brukes til å vurdere attraktiviteten til en bransje eller et marked. Disse kreftene omfatter kundenes forhandlingsstyrke, leverandørenes forhandlingsstyrke, trusler fra mulige fremtidige konkurrenter, trusler fra nære substitutter og den generelle konkurransesituasjonen. Disse fem kreftene vil videre nå bli drøftet og vurdert i forhold til energibransjen og Aker BP sin posisjon i den.

Kundenes forhandlingsstyrke

I hvor stor grad kundene er i stand til å påvirke prisen på en vare er avgjørende for tilbyderes profitt ved salget av varen. Antall kjøpere er en faktor som påvirker kundens forhandlingsstyrke. Dersom det er noen få, men store kunder, vil disse i mange tilfeller ha god forhandlingsstyrke ettersom selskapet som tilbyr varen i større grad vil være avhengig av den enkelte kunden. Dersom selskapet istedet er i en posisjon hvor kundene er mange og små, vil enkeltkundene ha liten forhandlingsmakt hver for seg. Hvis man forutsetter at det i Aker BP, og resten av energibransjen sitt tilfelle, er sluttforbrukerne som er deres kunder, vil man naturlig nok kunne konkludere med at kundene i tilfellet her har liten grad av forhandlingsstyrke. Sluttforbrukerne av olje, gass og strøm generelt er mange, og de er i stor grad avhengig av disse energiformene for å kunne leve og drive eventuelle virksomheter som normalt.

Leverandørenes forhandlingsstyrke

Aker BP har mange allianser og samarbeidspartnere som de i stor grad er avhengige av. Dette er med på å gi leverandørene en form for forhandlingsstyrke, som de til en viss grad vil kunne utnytte for å øke prisene på sine tjenester overfor Aker BP. Det er allikevel ikke slik at leverandørene på generell basis er de eneste aktørene som kan tilby tjenestene som Aker BP er avhengige av. Dersom leverandørene pusher prisene for høyt, vil Aker BP kunne se på muligheter for å hente de samme tjenestene fra andre rimeligere selskaper. Dette er igjen med på å redusere leverandørenes forhandlingsstyrke. Ettersom det å avbryte samarbeid, og gå ut av allianser, vil kunne være både tidkrevende og i en viss grad kostbart, kan man allikevel konkludere med at leverandørene har en moderat grad av forhandlingsstyrke. De kan forhandle til seg gunstige priser, men ikke presse de opp til et nivå som ikke vil være gunstig for Aker BP.

Trusler fra fremtidige konkurrenter

I hvilken grad det er sannsynlig at det i fremtiden vil komme nye konkurrerende selskaper på markedet som vil utgjøre reelle trusler for selskapet, er styrt av flere faktorer. Disse faktorene går blant annet ut på i hvilken grad det er mulig for nye virksomheter å starte opp og etablere seg i markedet, graden av stordriftsfordeler de allerede etablerte selskapene innehar, og i hvor stor grad de interne konkurransefortrinnene og stordriftsfordelene er imiterbare.

Petroleumsindustrien er en bransje med betydelige oppstartskostnader, så det vil naturligvis være svært kostbart og utfordrende for et nyetablert selskap og skaffe seg fotfeste i dette markedet. De fleste etablerte selskapene har gjennom mange år med drift bygget opp sterke relasjoner og allianser mellom seg og leverandører, og har på det viset også betydelige stordriftsfordeler. Å skulle bryte opp eller imitere disse vil på kort sikt være nærmest umulig. Lave produksjonskostnader som et resultat av årevis med drift, utvikling og forskning, er også en stordriftsfordel som nye selskaper vil kunne ha utfordringer med å kopiere. På bakgrunn av dette kan man konkludere trusselen fra fremtidige konkurrenter til å være relativt liten. Det nye forslaget til skattesystemet for olje og gassnæringen som ble lagt fram av Støre-regjeringen i april 2022, er imidlertid et nytt forslag som har til hensikt å la mindre

selskaper enklere å etablere seg på norsk sokkel ved å ha lavere skattekostnader de første årene. (Hovland og Søndeland, 2022) Dette kan potensielt gjøre trusselen fra fremtidige konkurrenter større.

Trusler fra nære substitutter

Energibransjen er i endring, og det opprettes stadig nye selskaper som baserer sin drift på produksjon av fornybare energikilder. I hele verden forskes det på hvordan man kan utnytte disse på en best mulig måte, og hvordan man med de kan erstatte deler av oljenæringen. Dette er en kostbar prosess, men allerede nå kan vi se hvordan deler av oljeindustrien vil kunne bli erstattet. For eksempel kan Elbiler ta over for bensinbiler, og mulighetene for at resten av transportindustrien vil kunne baseres på fornybare energikilder i fremtiden er helt klart der. Om dette vil skje, og i så fall hvor lang tid det vil ta, er fremdeles usikkert. Fornybar energi kan derfor sies å være en reell trussel fra en nær substitutt ettersom dette substitutt potensielt vil kunne ta over for deler av produktet som Aker BP baserer virksomhet sin på.

Det er likevel enda ikke alt som kan erstattes av fornybare energikilder. Råolje brukes nemlig også i produksjon av blant annet plast, tekstiler, kjemikalier, legemidler og asfalt. (Norsk Petroleum, 2020) Dette er en del av petroleumsindustrien som foreløpig ikke kan erstattes på samme måte som det drivstoff kan. I tillegg til dette vil en omveltning av en så stor industri som det petroleumsindustrien er, også innenfor transportnæringen, ta lang tid og være omfattende. En omlegging av transportnæringen vil i deler av verden kreve store endringer i infrastrukturen, for eksempel med tanke på oppsett av ladestasjoner, og det er heller ikke nødvendigvis slik at alle land og samfunn har de samme motivasjonsgrunnlagene for å gjennomføre nettopp en sånn omveltning som f.eks. Norge har. Konkluderer derfor til slutt her med at trusselen fra nære substitutter er reell, men for øyeblikket ikke kritisk.

Konkurransesituasjonen

Totalt var det ved årsskiftet 2021/2022 36 lete- og produksjonsselskaper på den norske sokkelen. Dette er selskaper som for Aker BP både kan sees på som samarbeidspartnere og som konkurrenter. I tillegg er det en stor mengde av internasjonale oljeselskaper som på

mange måter har andre forutsetninger for inntjening og drift. Substitutter til statlige selskaper, og ulike skattesatser for konkurrerende selskaper internasjonalt, kan gjøre konkurransesituasjonen vanskelig ettersom alle utvinner og selger de samme produktene. Ettersom oljen og gassforekomstene som Aker BP utvinner i stor grad er etterspurt i hele verden, og selskapene generelt sett tilbyr det samme, vil avtalene og alliansene selskapene har i stor grad være med på å påvirke konkurransesituasjonen. I tillegg vil evnen til å kunne produsere og tilby olje i perioder med lave oljepriser, og samtidig tjene penger, også være en påvirkende faktor. Ettersom det er vanskelig å forutsi hvilken politisk og økonomisk situasjon konkurrentene vil befinne seg i framtiden, og hvordan eventuell statlig støtte kan hjelpe og, påvirke deres konkurrenter, vil en utvikling/endring i konkurransesituasjonen kunne sies å være en stor trussel.

3. 2. VRIO

VRIO er en del av et selskaps interne analyse. Denne analysen blir brukt for å vurdere selskapers interne ressurser, og verdien av disse. Punktene analysen stiller spørsmålsteget ved omhandler i hovedsak ressursenes verdi, dens sjeldenhet og grad av imiterbarhet. Den stiller også spørsmålsteget ved selskapet eller organisasjonens evne til å utnytte ressursene den innehar på en best mulig måte. Aker BP sine interne ressurser vil nå i korte trekk bli gjort rede for og drøftet etter dette.

Verdifullt (Value)

Olje og gass er verdifulle energikilder som i tider med høye oljepriser genererer gode inntekter for selskapet. Eksisterende oljefelt og nye prosjekter med lave produksjonskostnader er andre ressurser som også er svært verdifulle for selskapet. I perioder med lave olje- og gasspriser vil de lave produksjonskostnadene være en stor styrke for selskapet, da driften fremdeles vil være lønnsom. På bakgrunn av dette kan man konkludere med at selskapet ivaretar og utnytter ressursene sine på en god måte, slik verdien av dem blir størst mulig.

Sjeldent (Rarity)

For å ha muligheten til å drive med petroleumsvirksomhet på norsk sokkel må man ha utvinningstillatelse fra Oljedirektoratet. Dette fører til at det er en streng juridisk sperre til Oljeproduksjon i Norge. For å ha muligheten til å oppnå en utvinningstillatelse, må man først prekvalifiseres før man kan søke på en ordinær runde annethvert år eller en forhåndsdefinert runde hvert år. (Oljedirektoratet, 2021) Rundt 40 selskaper har tillatelse til å drive med utvinning på norsk sokkel.

Imiterbart (Imitability)

Det er tilnærmet ingen forskjell på selve produktet råolje mellom selskaper. Dette fører til en stor grad av imiterbarhet mellom selskapene når det kommer til sluttproduktet.

Produksjonsmetodene Aker BP bruker for å produsere olje er også til dels imiterbare. Det er mulig for andre selskaper å oppnå den samme produksjonsmetoden som Aker BP. Hindrene er hovedsakelig tilknyttet kapital og tid.

Organisering (Organization)

Aker BP har noen fordeler tilknyttet deres delvise eierskap av Aker konsernet (37 %). Dette fører til tettere samarbeid med andre Aker-bedrifter som Aker Solutions, Aker Horizons og Cognite AS. Spesielt Cognite har gitt Aker BP store teknologiske tjenester gjennom 3D modellering av utstyr for å redusere inspeksjonstid. (Cognite, 2022)

Aker BP produserer olje på 6 ulike felt på sokkelen. Feltene har uavhengig produksjon, og kan dermed opprettholde driften til tross for problemer ved de andre feltene. I 2021 opererte Ula-feltet med 76 % effektivitet. Ivar Aasen feltet oppnådde 86 % effektivitet og Alvheim feltet hadde 95 % effektivitet. (Aker BP, 2022f) En adskilt produksjonsmetode fører til stabilitet i produksjonsmengden og reduserer konsekvensene av produksjonsproblemer ved enkelte felt.

3. 3. PESTEL

PESTEL er en analyse av makrofaktorene som påvirker selskapet. En slik analyse vil gi et overblikk over strategiske faktorer selskapet må ta hensyn til i sine fremtidsplaner. PESTEL står for Political, Economical, Sociocultural, Technological, Environmental og Legal.

Politisk (Political)

Oljebransjen er en bransje som er spesielt utsatt for politiske avgjørelser. En kritisk faktor for Aker BP sin fremtidige suksess er dermed hvor mye den norske stat tillater dem å utvinne av olje og gass i norske havområder. I motsetning til store internasjonale petroleumselskaper har Aker BP kun produksjon på norsk sokkel. Dette gjør at politiske beslutninger i Norge har mye større påvirkning på Aker BP, i forhold til internasjonale selskap som har fordelt risikoen utover flere land. Den nåværende regjeringen som består av Arbeiderpartiet og Senterpartiet, med budsjettstøtte fra SV, har signalisert at de ønsker fortsatt oljeleting og oljeproduksjon med uttrykket "Utvikle ikke avvikle..." I Hurdalsplattformen kommer det fram at de ønsker et stabilt aktivitetsnivå og forsiktighet i tildeling av konsesjoner. (Regjeringen, 2021a) Det er fremdeles en mulighet for at SV flytter regjeringen bort fra olje allerede våren 2022, blant annet ved å fjerne de midlertidige hjelpeordningene fra 2020 og å redusere friinntekten². (Rydje, 2022)

Elektrifisering av Norsk sokkel er en kontroversiell politisk plan om å bytte ut energikilden bak oljeproduksjon om til fornybar strøm. (Norsk olje og gass, 2021) Den nåværende løsningen for kraftproduksjon på norske oljeplattformer er gassturbiner. Elektrifisering av norsk sokkel vil gi en reduksjon i klimagassutslippene tilknyttet produksjon av olje, og er ifølge næringsorganisasjonen "Norsk olje og gass" det viktigste tiltaket for å nå klimamålene. (Norsk olje og gass, 2021) Konsekvensene hvis dette ikke blir gjennomført, er at regjeringen og næringen må finne andre måter å kutte i CO2 utslipp fra oljeproduksjon på hvis de skal klare å oppnå utslippsmålene. Det er f.eks. mulighet for å koble plattformene til strømnettverket på fastlandet. En slik løsning vil utsette Aker BP for svingninger i strømpris.

² Friinntekt er ekstra skattefradrag som petroleumsbransjen får på investeringer

Den nåværende planen for regjeringen er å fortsette elektrifiseringen av sokkelen, hovedsakelig ved hjelp av utbygging av havvind. (Regjeringen, 2021a) Aker BP har planer om å elektrifisere feltet Ivar Aasen innen 2022, og har estimert at sparingen ved elektrifisering er mellom 1,3 og 2 millioner dollar. (Aker BP, 2021, s.29) Sparingen kommer av både lavere CO2 avgift og lavere kostnader ved produksjon av strøm.

En potensiell fremtidig økning i CO2-avgiften kan påvirke kostnadene til Aker BP. En slik økning må enten håndteres med større utgifter på grunn av avgifter, eller flere investeringer i anleggsmidler med lavere utslipp av klimagasser. Aker BP estimerer at kostnadene tilknyttet høyere avgifter vil være mellom 65 og 80 millioner dollar. (Aker BP, 2021, s.18)

Økonomiske (Economic)

Som et Petroleumsselskap er Aker BP sin suksess tett tilknyttet oljeprisen, og til en mindre grad gassprisen. Den varierende oljeprisen er et stort problem for oljebransjen som ikke kan forholde seg til en fast salgpris over lang tid. Dette fører til stor usikkerhet ved planlegging av prosjekters lønnsomhet. Den store nedgangen i etterspørsel i starten av 2020, på grunn av koronaviruspandemien, sendte oljeprisen kraftig nedover. Dette hadde stor påvirkning på lønnsomheten til oljeselskaper som i lang tid måtte forholde seg til priser på rundt 40 USD fatet. På kort sikt er oljeprisen nå veldig høy som en konsekvens av invasjonen av Ukraina og internasjonale sanksjoner mot russisk oljeeksport. Det er usikkert hvor lenge denne situasjonen vil fortsette.

På lang sikt er det fortsatt mye usikkerhet. Internasjonalt fokus på reduksjon i klimautslipp vil trolig føre til en redusert etterspørsel etter olje. Her vil estimatene for framtidig oljepris variere veldig basert på hvilke politiske tiltak som blir gjennomført. Det internasjonale energibyrået har flere estimater basert på nedgang i etterspørsel som følge av klimatiltak. For å nå net-zero må oljeprisen nå 24 USD/boe i 2050. Hvis verden ikke setter inn politiske tiltak for å redusere klimautslipp vil oljeprisen være 88 USD per boe. (IAE, 2021) For 2030 er de tilsvarende prisene henholdsvis på 36 USD og 77 USD.

Sosiokulturelle (Sociocultural)

Selv om verdens energibehov vil øke i de kommende årene, vil andelen som kommer fra fossilt brennstoff gå ned. EU estimerer at gassbehovet i EU vil reduseres med 28 prosent innen 2030 og 70 prosent innen 2050. (WWF, 2021) 98 prosent av norsk gasseksport går til EU og Storbritannia. En slik nedgang i etterspørsel vil trolig ha en negativ påvirkning på lønnsomheten til Aker BP.

Siden 2013 har antall søkere til olje- og gass-relaterte studier gått ned fra 7 434 til 1 427 i 2021. (Grønli og Hellesnes, 2022) Dette kommer av en frykt for framtidig jobbusikkerhet hos studentene. For oljeselskapene betyr det at det blir mer konkurranse for de mest kompetente nyutdannede studentene. Høyere utdanningsminister Ola Borten Moe mener dette kan føre til at Norge mister konkurransefortrinn, og at det vil føre til problemer med å bringe det grønne skiftet inn i oljebransjen.³ (Grønli og Hellesnes, 2022)

Teknologiske (Technological)

Det er mange store og små teknologiske prosjekter som kan ha en påvirkning på Aker BP sin fremtid. De vi fokuserer mest på er de som kan redusere klimagassutslippene tilknyttet oljeproduksjon. Carbon capture and storage (CCS) er en prosess hvor man fanger opp CO₂ som slippes ut under ulike industriprosesser for å så lagre det. (Regjeringen, 2021b) Oljeselskaper har potensielt muligheten til å lagre CO₂ i Nordsjøen hvor de har tatt ut olje og gass. Dette er på grunn av de store reservoarene som blir igjen etter at oljen og gassen er fjernet. Oljedirektoratet estimerer at det er kapasitet til mer enn 80 milliarder tonn CO₂ på norsk sokkel. (Regjeringen, 2021b) Muligheten CCS teknologi gir oljeselskapene er muligheten til å produsere olje samtidig som de går for en netto nullutslippløsning ved å kompensere med CO₂ lagring.

I tillegg til klimarelaterte gevinster kan teknologisk utvikling føre til en reduksjon i kostnadene forbundet med leting og produksjon. Aker BP samarbeider tett med Cognite AS for å forbedre deres sensordata, for at de kan få muligheten til å ta bedre strategiske valg. I

³ Ola Borten Moe er medeier i oljeselskapet OKEA

tillegg har de utviklet plattformen Cognite Data Fusion som sørger for at all industriell data skal være tilgjengelig for alle godkjente brukere. (Aker BP, 2022g) En slik løsning øker produktiviteten på tvers av avdelinger.

Miljømessige (Environmental)

Klimamål, og tiltakene som kommer med de, har en stor påvirkning på Aker BP og resten av petroleumsbransjen på flere måter. Den første er at det kan komme krav om at oljeproduksjonen må nedskaleres for at Norge skal nå sine utslippsmål. Regjeringens mål for oljebransjen er at de skal ha kuttet utslipp med 50 prosent innen 2030, og netto nullutslipp innen 2050. (Regjeringen, 2021a) For at dette skal bli oppfylt må det settes inn tiltak som enten reduserer utslipp per fat olje og/eller redusere antall fat olje produsert.

Ekstremvær er en kilde til risiko for nedsatt produksjon for Aker BP. (Aker BP, 2021, s.16) Aker BP mener at tre av deres felt er utsatt for høyere risiko for klimarelaterte fysiske skader. Disse skadene kan føre til lengre perioder med nedsatt eller ingen produksjon. Mer slitasje fører til lavere forventet levetid for anleggsmidler, og høyere vedlikeholdskostnader. Mer ekstremvær fører også til en nedsatt tillatt "Time-in-field" for arbeiderne på plattformene som følge av høyere risiko for skade. (Aker BP, 2021, s.16) Dette betyr lavere effektivitet og høyere infrastrukturkostnader for å begrense arbeidernes risiko.

Lovmessige (Legal)

Oljeskatten har en veldig stor påvirkning på lønnsomheten i oljebransjen. I 2021 endret Solberg-regjeringen oljeskatten slik at oljeselskapene ikke lengre får utbetalt leterefusjon. Det ble også gjort endringer i hvordan investeringene avskrives over tid. Forslaget fra Støre-regjeringen i april 2022 beholder mesteparten av endringene. (Hovland og Søndeland, 2022) Intensjonen med denne endringen er lavere skatteandel på kort sikt, men høyere skatt på lang sikt.

Petroleumsindustrien er strengt regulert med tanke på helse, miljø og sikkerhet. (Hovland, 2021) Begrunnelsene bak de strenge reguleringene er de store konsekvensene av ulykker,

både med tanke på de ansatte og konsekvensene for naturen. Tidligere arbeids og sosialminister Torbjørn Røe Isaksen (H) og fagforeningene Industri Energi og Safe har uttrykt frykt for at sikkerheten reduseres som en konsekvens av lav oljepris. (Hovland, 2021) Hvis marginene er lave vil bedrifter bli fristet til å redusere sikkerheten for å spare penger.

3. 4. SWOT

SWOT er en analyseverktøy som tar for seg selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler. Direkte oversatt er SWOT en forkortelse for Strengths, Weaknesses, Opportunities og Threats. I avsnittene under blir disse punktene gjennomgått for Aker BP.

Styrker (Strengths)

En av Aker BP sine største styrker er de lave produksjonskostnader de har på sine oljefelt. Eksempelvis har Ærfugl-feltet en balansepris på under 15 dollar fatet. De lave produksjonskostnadene gjør at selskapet er godt rustet til å håndtere perioder med lave oljepriser sett opp mot konkurrerende selskaper med høyere produksjonskostnader enn dem selv. De mange samarbeidspartnerne og alliansene de har er også en stor styrke for selskapet, da de som et resultat av disse kan få bedre marginer på sine avtaler og lettere tilgang til nødvendig kompetanse. Det at Aker ASA og BP har vært og foreløpig fremdeles også er selskapets største aksjonærer, bidrar til en stabilitet i selskapets eierstruktur. Dette kan blant annet føre til enklere kommunikasjon og bedre relasjoner mellom selskapets ledelse og eiere. Ved en mulig økonomisk krise har Aker BP dermed også to store aktører i ryggen som potensielt kan skyte inn nødvendig kapital i selskapet.

Svakhet (Weakness)

Det at Aker BP kun driver produksjon på Norsk sokkel gjør at de muligens går glipp av fordeler de kunne oppnådd ved å også drive virksomhet i utlandet. Utelukkende produksjon på norsk sokkel gjør at selskapet også vil være mer sårbare overfor nye lover og politiske

beslutninger i Norge, enn hva andre oljeselskaper som samtidig driver virksomhet utenlands vil være. Aker BP sitt virksomhetsområde er også kun innenfor oppstrømsaktivitet i oljeproduksjonen. Dette fører til at de er fullstendig avhengig av andre aktører for nedstrømsaktivitetene.⁴ Dette fører til at Aker BP ikke har muligheten til å oppnå profitt ved de andre delene av verdikjeden.

Mulighet (Opportunity)

Etterspørselen etter olje og gass er historisk stor. Redusert eksport av olje og gass til Europa fra Russland grunnet sanksjoner har ført til en stor mangel på energi. Dette har ført til en kraftig økning i priser. Hvis denne situasjonen fortsetter, har Aker BP muligheten til å tjene godt på de økte salgsprisene på kort sikt. Forbedring i produksjonsteknologi kan føre til lavere produksjonskostnader. Bedre digitale verktøy kan redusere bruk av menneskelig arbeidskraft og redusere sannsynligheten for ulykker. Bedre leting- og modelleringsverktøy gir Aker BP muligheten til å ta beslutninger med mindre usikkerhet, og dermed øke lønnsomheten for nye prosjekter. En annen mulighet Aker BP har for å øke sine inntekter og forbedre sin posisjon i markedet er å øke produksjonen ytterligere. Dette kan gjøres enten ved å øke produksjonen på Norsk sokkel, slik de allerede har planer om og pågående prosjekter for, eller ved å ekspandere utenfor Norges grenser og begynne en større satsing på produksjon utenlands.

Trusler (Threats)

Det grønne skiftet, og større internasjonalt fokus på reduksjon i klimautslipp, kan få store konsekvenser for Aker BP. Det kan føre til strengere krav til CO2 utslipp ved produksjon, som kan påføre selskapet store kostnader gjennom avgifter og krav til investeringer i nye produksjonsmetoder med lavere utslipp. En overgang til et mer elektrifisert EU vil føre til redusert etterspørsel etter olje og gass i Europa, og kan føre til en kraftig reduksjon i olje- og gasspris over tid. På lang sikt er det stor usikkerhet rundt oljeprisen. En volatil oljepris kan ha

⁴ Oppstrømsaktiviteter er fellesbetegnelse på leting og produksjon mens nedstrømsaktiviteter er frakt, raffinering og salg til sluttforbruker

store konsekvenser for Aker BP, ettersom perioder med lav oljepris kan gjøre flere felt ulønnsomme og begrense veksten.

At holdningen i det norske folk, og hos norske politikere, endres mot et ønske om å bevege seg bort fra bruk av olje kan ha negative konsekvenser. De siste årene har det vært stor nedgang i søkere på petroleumsrelaterte studier, og hvis dette fortsetter kan det føre til en mangel på arbeidskraft. I tillegg til dette kan høyere politisk motstand mot oljebransjen bidra til reduksjon eller stans i tildelingen av nye utvinningstillatelser. En slik situasjon vil i så fall få stor påvirkning på bedriftens vekstpotensiale. En annen politisk trussel mot oljebransjen er et strengere skattesystem som ytterligere reduserer lønnsomheten.

4. Regnskapsanalyse

En Regnskapsanalyse består av en undersøkelse av bedriftens økonomiske posisjon. Denne analysen vil bestå av fire hoveddeler. Lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Ut ifra dette vil vi analysere 8 nøkkeltall. Disse nøkkeltallene vil gi oss et bilde av bedriftens økonomiske situasjon og deres utvikling de siste årene. Vi vil se på tall fra 2017 til 2021. Begrunnelsen for å ikke se på tall for årene før 2017 er fordi Aker BP gikk igjennom store endringer i løpet av 2016, som gjør at regnskapstallene har begrenset relevans for senere analyse.

Aker BP ASA fører sitt regnskap i amerikansk dollar (USD), denne analysen vil dermed basere seg på dette. Tallene fra årsrapporten som legges fram i tabellene er med mindre annet er spesifisert i enheter av 1 000 USD.

4. 1. Lønnsomhet

Lønnsomhetsanalyse er en analyse av bedriftens avkastning. Det er flere måter å beregne hvor lønnsom en bedrift er, og nøkkeltallene som vil bli presentert i denne analysen er Totalkapitalrentabilitet (TKR), Egenkapitalrentabilitet (EKR) og resultatmargin. For nøkkeltallene for lønnsomhet vil utregningen ofte se bort i fra skatt. Petroleumsbransjen betaler en betydelig høyere andel skatt enn resten av næringslivet, og på grunn av dette vil det være problematisk å sammenlikne noen av nøkkeltallene med nøkkeltall fra bedrifter som ikke betaler denne særskatten.

Totalkapitalrentabilitet (TKR)

Totalkapitalrentabilitet er en lønnsomhetsberegning som ser på hvor stor avkastningen i bedriften er med hensyn til all kapital investert i bedriften. Dette inkluderer både egenkapital og gjeld. TKR tar ikke hensyn til hvordan bedriften er finansiert, men den gir oss et bilde av

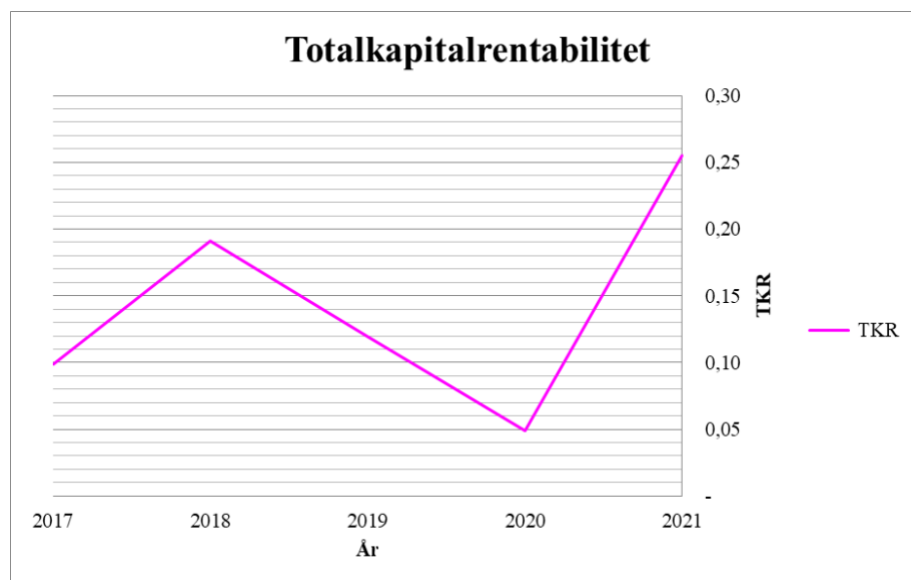
hvordan den investerte kapitalen blir brukt til å generere avkastning for Aker BP sine investorer.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{driftsresultat} + \text{Finansinntekter})}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} * 100\%$$

Nedenfor ser vi en tabell over Aker BP sin totalkapitalrentabilitet fra 2017 til 2021.

	2021	2020	2019	2018	2017
Driftsresultat	3 314 502	432 786	1 327 241	1 972 481	1 007 228
Finansinntekt	118 652	174 628	51 745	204 529	123 413
Gj. totalkapital	13 444 993	12 323 439	11 501 973	11 397 861	11 465 841
TKR	0,26	0,05	0,12	0,19	0,10

Tabell 1 – Totalkapitalrentabilitet



Figur 5 – Totalkapitalrentabilitet

I løpet av de siste fem årene har Aker BP hatt en positiv totalkapitalrentabilitet. Det laveste punktet i 2020 kommer mest sannsynlig fra lave salgsinntekter grunnet den lave oljeprisen i starten av 2020.

En total kapitalrentabilitet på 0,26 er på papiret høyt, men her er det viktig å påpeke at formelen vi benytter oss av ikke tar hensyn til skatt. For oljeselskaper vil skattekostnaden tilknyttet petroleumsskatteloven utgjøre en betydelig forskjell når det kommer til resultatet etter skatt i forhold til andre bedrifter som ikke blir påvirket av denne skatten. En bedrift man kan sammenlikne Aker BP med er Equinor. I 2021 hadde Equinor en total kapitalrentabilitet på 0,248, og i 2020 hadde de en TKR på -0,054. I forhold til Equinor hadde Aker BP et bedre resultat i 2020, mens resultatet for 2021 var tilnærmet det samme. En av forklaringene på hvorfor Aker BP gjorde det bedre enn Equinor i 2020 er at Aker BP har en mindre andel av omsetningen i gass. De lave gassprisene i 2020 påvirket dermed Equinor mye kraftigere. Lavere produksjonskostnader fører også til høyere lønnsomhet med en gjennomsnittlig kostnad på 12,4 USD i 2019 ned til 9,2 USD i 2021. (Aker BP, 2022f, s.9)

Det er god grunn til å tro at denne økningen i total kapitalrentabilitet vil fortsette inn i 2022 grunnet en markant økning i oljeprisen i starten av 2022. Selv om oljeprisen holder seg på samme nivå som på slutten av 2021, vil 2022 bli et godt år fordi oljeprisen var relativt lav ved inngangen av 2021.

Egenkapitalrentabilitet (EKR)

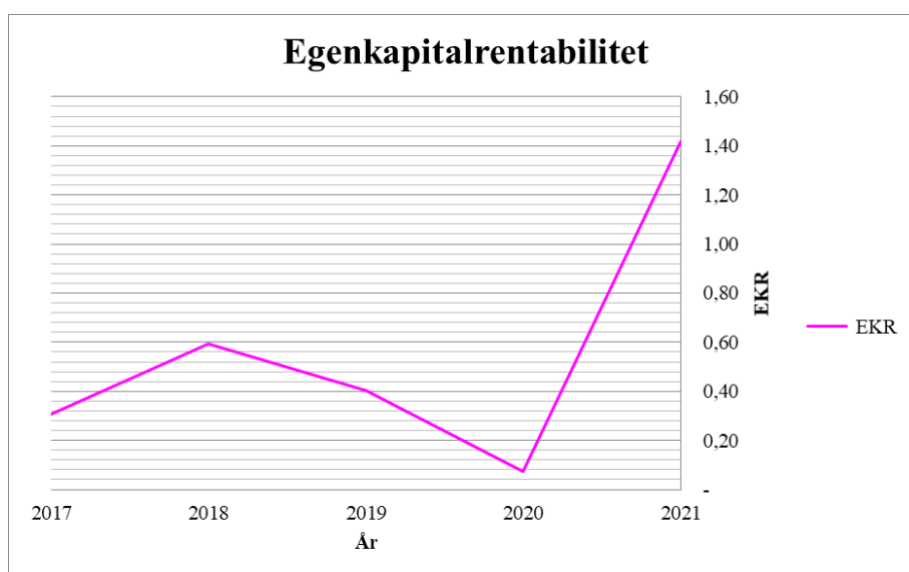
Egenkapitalrentabilitet er et nøkkeltall som gir et bilde over egenkapitalens avkastning.

Egenkapitalrentabilitet er et svært nyttig nøkkeltall for aksjonærene fordi det sier oss hvordan tidligere investeringer i selskapet har utviklet seg.

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

	2021	2020	2019	2018	2017
Ordinert resultat	3 072 785	163 685	1 084 255	1 778 222	831 441
Gj. Egenkapital	2 164 586	2 177 434	2 678 753	2 989 259	2 718 902
EKR	1,42	0,08	0,40	0,59	0,31

Tabell 2 – Egenkapitalrentabilitet



Figur 6 – Egenkapitalrentabilitet

Aker BP oppnådde en egenkapitalrentabilitet på 1,42 i 2021. Dette er en ett godt resultat. Igjen må vi gjenta at formelen baserer seg på resultatet før skatt og bør ikke ukritisk sammenlignes med bedrifter som ikke forholder seg til den samme skattesatsen som bedrifter i petroleumssektoren må forholde seg til. Et selskap som er mulig å sammenlikne med er Equinor. Equinor hadde en egenkapitalrentabilitet på 0,87 i 2021 og -0,14 i i 2020. Forklaringen bak at Equinor hadde en del lavere EKR i 2021, til tross for en tilsvarende TKR, er Equinors høyere egenkapitalandel.

Egenkapitalrentabiliteten sier oss mye av det samme som totalkapitalrentabiliteten, spesielt når det kommer til hvilke år som er mest lønnsomme. En forskjell som er viktig å påpeke er at en reduksjon i forholdet mellom egenkapital og totalkapital fører til at resultatet fordeles på en mindre andel. Dette er forklaringen på hvorfor EKR i 2021, i forhold til 2018, er mye større enn TKR 2021 mot 2018.

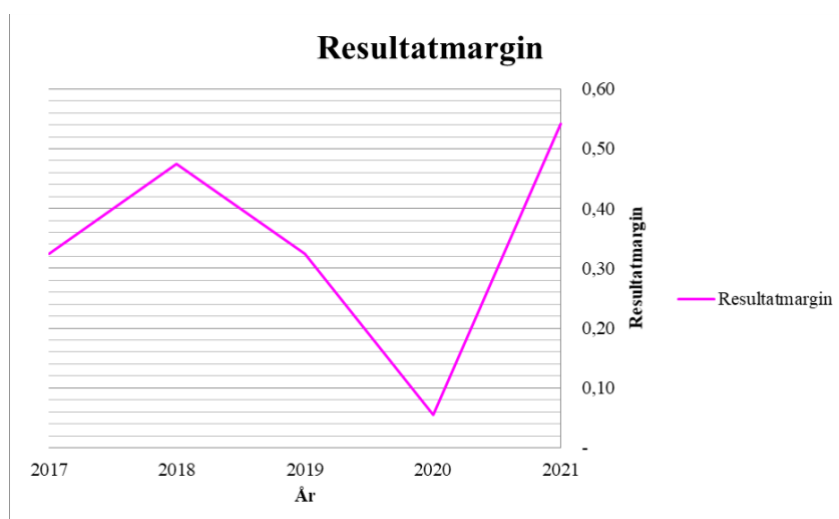
Resultatmargin

Resultatmargin er et nøkkeltall som viser hvor stor andel av omsetningen som ender opp i resultatet som overskudd.

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

	2021	2020	2019	2018	2017
Resultat før skatt	3 072 785	163 685	1 084 255	1 778 222	831 441
Driftsinntekter	5 668 747	2 979 263	3 347 088	3 750 072	2 562 933
Resultatmargin	0,54	0,05	0,32	0,47	0,32

Tabell 3 – Resultatmargin



Figur 7 – Resultatmargin

Formen på grafen for resultatmarginen er veldig lik total kapitalrentabiliteten. De høye verdiene i 2021 og 2018 er tilknyttet en høy oljepris som gir dem et betydelig høyere resultat fra salget av olje. Dette forklarer også fallet i 2019 som fortsatte inn i 2020 med lave oljepriser, som resulterte i et lavere resultat til tross for lavere produksjonskostnader. En annen påvirkning på resultatmarginen er at Aker BP over tid hatt en lavere gjennomsnittlig produksjonskostnad per fat olje. Siden 2019 har kostnaden per fat olje produsert blitt redusert med 3,2 USD. (Aker BP, 2022f)

4. 2. Finansiering

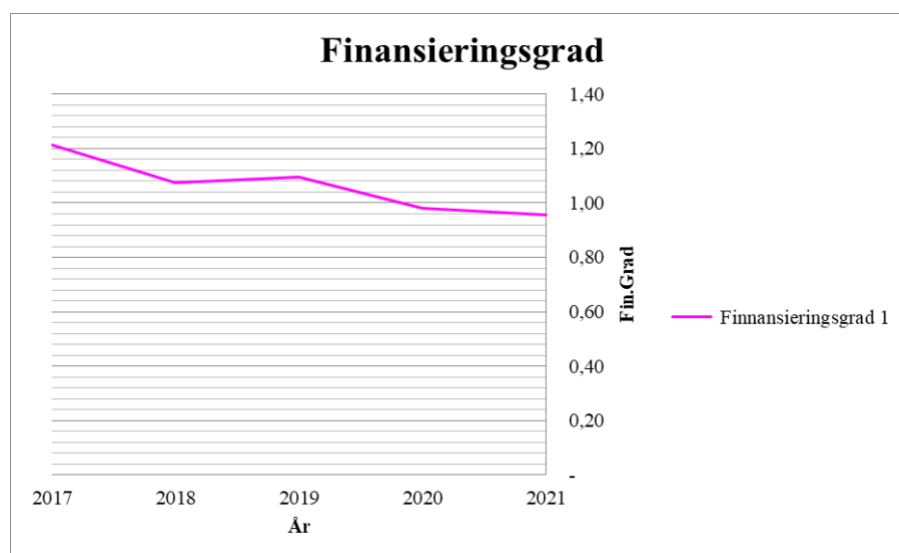
Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser hvor stor andel av anleggsmidlene som er finansiert av langsiktig gjeld. Denne bør være på under 1. (Kristoffersen, 2019, s.460) Hvis den er under 1 betyr det av anleggsmidlene er langsiktig finansiert.

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

	2021	2020	2019	2018	2017
Anleggsmidler	11 487 032	11 161 678	11 508 183	10 087 710	11 072 496
Langsiktig kapital	11 992 402	11 380 427	10 511 426	9 389 912	9 130 085
Finansieringsgrad 1	0,96	0,98	1,09	1,07	1,21

Tabell 4 – Finansieringsgrad



Figur 8 – Finansieringsgrad

Fra Figur 8 og Tabell 4 kan man se at Aker BPs finansieringsgrad sakte har beveget seg nedover de siste fem årene. Dette er bra, ettersom en finansieringsgrad på under 1 betyr at alle anleggsmidler, og noe av omløpsmidlene, er finansiert av langsiktig kapital. Før 2020 var

finansieringsgraden på over 1 som da var utenfor kravet, mens den for de to siste årene har vært bedre. Marginen er derimot ikke spesielt stor.

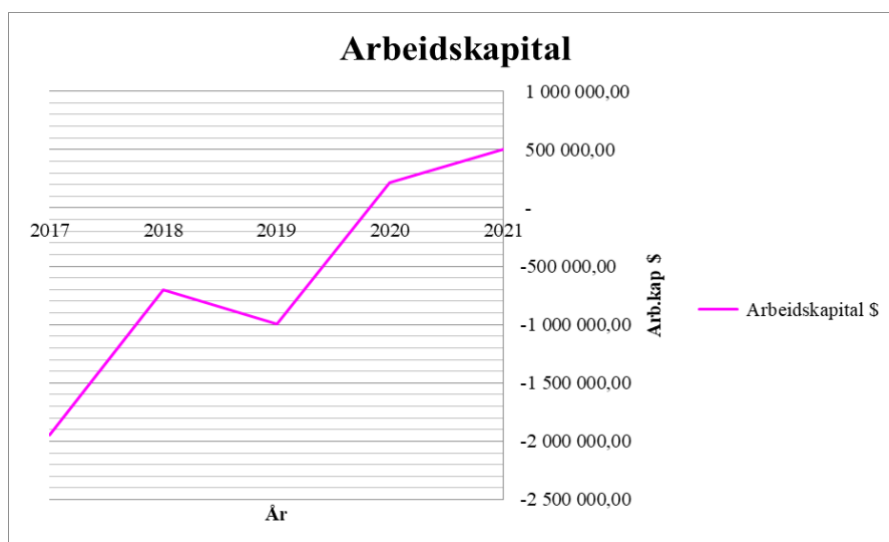
Arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Dette gir et mål på hvor mye kortsiktige midler bedriften sitter igjen med hvis alt av kortsiktige forpliktelser blir betalt. Arbeidskapitalen bør være positiv.

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

	2021	2020	2019	2018	2017
Omløpsmidler	2 982 863	1 258 414	718 603	689 450	946 063
Kortsiktig gjeld	2 477 493	1 039 664	1 715 360	1 387 248	2 888 476
Arbeidskapital	505 370	218 750 -	996 757 -	697 798 -	1 942 413

Tabell 5 – Arbeidskapital



Figur 9 – Arbeidskapital

Fra Figur 9 ser vi at arbeidskapitalen har økt siden 2017. Dette er en positiv utvikling. Den store økningen fra 2017 til 2018 kommer av at bedriften gikk fra 1 496 374 000 USD i kortsiktig rentebærende gjeld ned til 0 USD. Økningen fra 2019 til 2020 kommer både fra en reduksjon i kortsiktig gjeld og en økning i omløpsmidler. Dette er hovedsakelig en økning i

bankinnskudd. En arbeidskapital på over 0 er positivt for bedriften fordi det betyr at bedriften ikke behøver å bruke kortsiktig gjeld til å finansiere anleggsmidlene.

4. 3. Soliditet

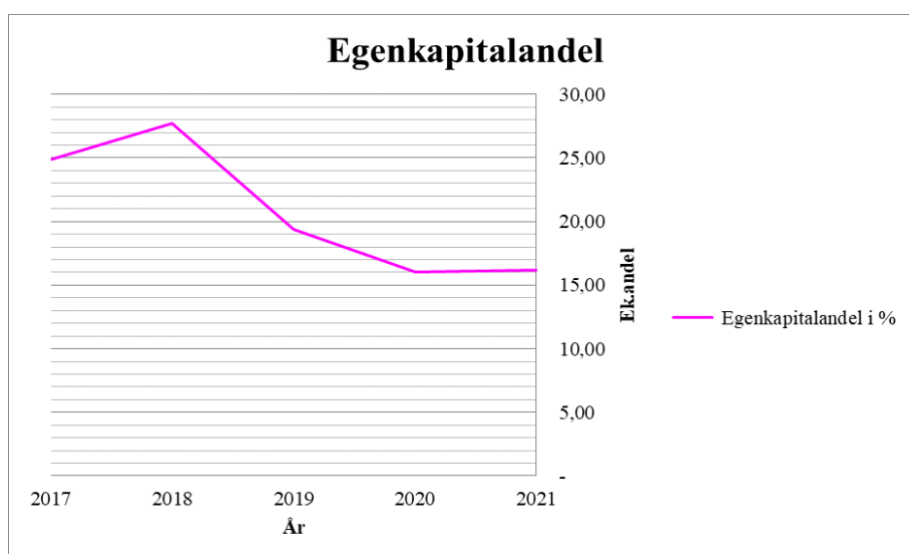
Egenkapitalandel

Egenkapitalandel er et nøkkeltall som sier oss hvor stor andel av bedriftens kapital som er egenkapital. Egenkapitalandelen sier oss hvor mye bedriften kan gå med underskudd før de har brukt opp egne midler og påfører tap for sine kreditorer.

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

	2021	2020	2019	2018	2017
Egenkapital	2 341 891	1 987 281	2 367 586	2 989 920	2 988 597
Totalkapital	14 469 895	12 420 091	12 226 786	10 777 160	12 018 561
Egenkapitalandel i %	16,18	16,00	19,36	27,74	24,87

Tabell 6 – Egenkapitalandel



Figur 10 – Egenkapitalandel

Her ser vi en nedgang siden 2018. Dette er tilknyttet både en nedgang i egenkapital og en økning i total kapital. For å tolke denne andelen bør vi se på hvordan andre bedrifter i samme bransje forholder seg til egenkapitalandelen. I 2020 hadde Equinor en egenkapitalandel på 34,1 prosent, og sammenliknet med Equinor er ikke Aker BP sin egenkapitalandel veldig solid. A/S Norske Shell har en egenkapitalandel på 6,9 prosent, mens DNO, BW offshore Norway AS og OKEA ASA henholdsvis har egenkapitalandeler på 12,8, 13,8 og 11,1 prosent.

Det er også et spørsmål om hvordan gjelden er strukturert. 29 prosent av gjelden er utsatt skatt og 22 prosent er avsatt til fjerning av utstyr. Dette fører til at selv om de har svært mye gjeld betaler de relativt lite for den fordi mye av gjelden ikke pådrar seg rentekostnader.

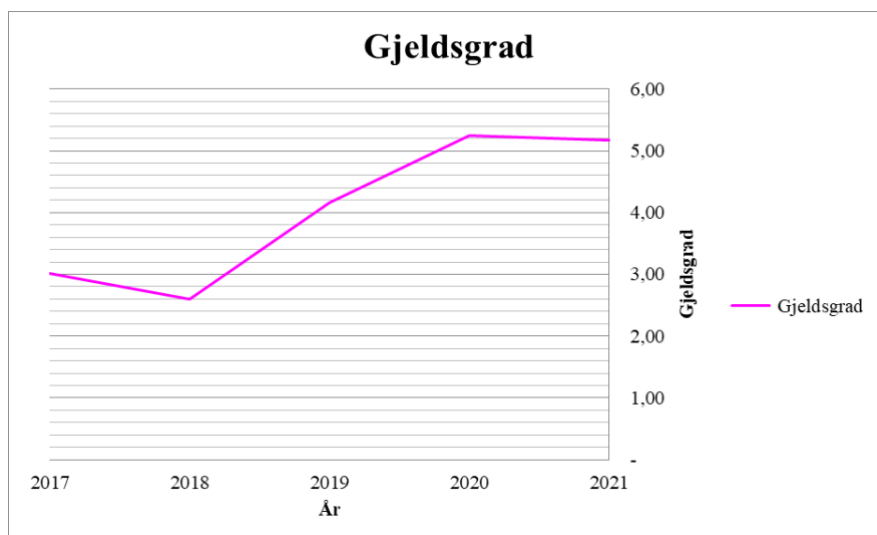
Gjeldsgrad

Gjeldsgrad er et nøkkeltall som forteller oss hvor stor gjelden er i forhold til egenkapitalen.

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

	2021	2020	2019	2018	2017
Gjeld	12 128 004	10 432 810	9 859 200	7 787 240	9 029 964
Egenkapital	2 341 891	1 987 281	2 367 586	2 989 920	2 988 597
Gjeldsgrad	5,18	5,25	4,16	2,60	3,02

Tabell 7 – Gjeldsgrad



Figur 11 – Gjeldsgrad

Aker BP har hatt en økning i gjeldsgrad over tid med en liten nedgang i 2021. Til tross for at egenkapitalen for 2017 var høyere enn årene etter, var driftsresultatet det samme året dårligere enn for 2018 og 2019. Det tyder på at årsaken for den økte gjeldsgraden skyldes økte investeringer og betaling av utbytte i stedet for dårligere resultat på driften.

Den lave egenkapitalandelen og høye gjeldsgraden øker risikoen for Aker BP. De har begrenset mulighet til å pådra seg tap over tid. Som det kom fram i analysen av egenkapitalrentabiliteten fører den høye gjeldsgraden til at positive resultater har en større effekt på egenkapitalen.

4. 4. Likviditet

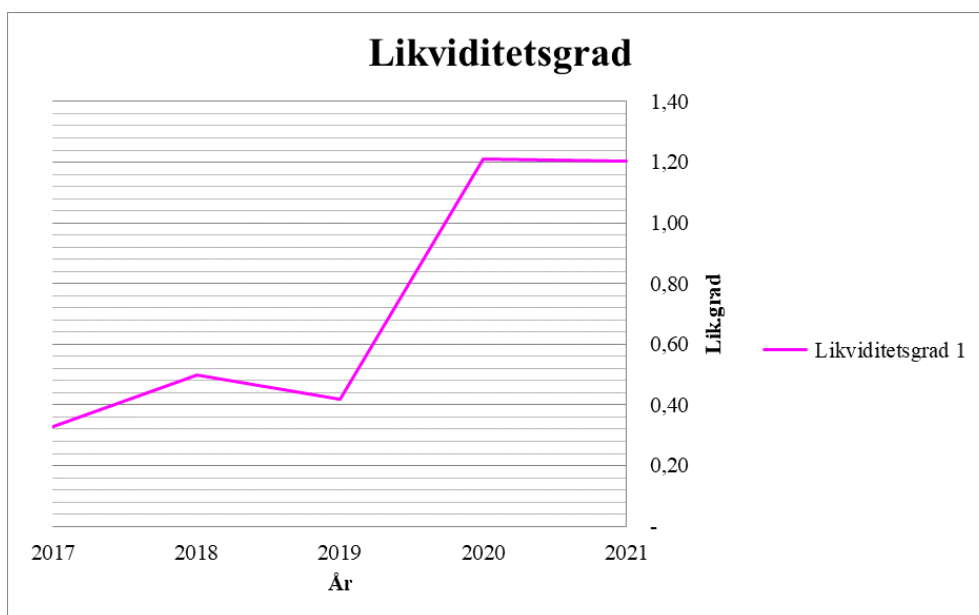
Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et mål på forholdet mellom omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. Dette nøkkeltallet er nyttig for å vite til hvilken grad Aker BP kan betale tilbake sine kortsiktige forpliktelser uten å måtte ta i bruk langsiktige lån.

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

	2021	2020	2019	2018	2017
Kortsiktig gjeld	2 477 493	1 039 664	1 715 360	1 387 248	2 888 476
Omløpsmidler	2 982 863	1 258 414	718 603	689 450	946 063
Likviditetsgrad 1	1,20	1,21	0,42	0,50	0,33

Tabell 8 – Likviditetsgrad



Figur 12 – Likviditetsgrad

Her er det veldig liten endring fra 2020 til 2021. Dette er til tross for en mer enn dobling i både omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det er fordi forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld har holdt seg stabilt. Konklusjonene her blir veldig like de som kom fram tilknyttet arbeidskapital.

Vi kan sammenlikne likviditetsgrad 1 med andre oljeselskap for å sette 1,20 i perspektiv. I 2020 hadde Equinor 1,04, OKEA ASA hadde 1,95 og BW offshore hadde 1,33. Her ligger Aker BP veldig likt med resten av bransjen.

4. 5. Oppsummering regnskapsanalyse

Aker BP sin lønnsomhet har hatt en stor sammenheng med endringer i oljeprisen. De har alltid hatt profitable år, men år med høye oljepriser, som 2021 og 2018, skiller seg veldig fra år med lav oljepris som i 2020. Dette viser hvor følsom lønnsomheten er for svingninger i oljeprisen. I år med høy oljepris har de veldig høy lønnsomhet før skatt, men det norske skattesystemet for petroleumsselskaper har en stor påvirkning. I år med lav oljepris er de fremdeles lønnsomme i motsetning til konkurrenter som Equinor som ikke var lønnsomme i 2020. Lønnsomheten er spesielt stor i andel av egenkapitalen som et resultat av lav egenkapitalandel.

Fra et finansieringsperspektiv har Aker BP hatt en veldig god utvikling. I 2020 og 2021 hadde Aker BP en finansieringsgrad 1 på under 1, og positiv arbeidskapital. De historiske tallene er derimot ikke like gode. Aker BP har styrket likviditeten sin med å redusere kortsiktig gjeld og øke omløpsmidler, og de har hatt en stor reduksjon i rentebærende kortsiktig gjeld.

Egenkapitalen har hatt en svak reduksjon over tid, både som en andel av total kapitalen og i absolutte tall. Dette er til tross for profitable år. Forklaringen er at Aker BP har gitt ut mer i utbytte enn de har oppnådd i resultat de siste årene. Dette fører til en egenkapitalandel som er en del lavere enn Equinor sin. Den er litt høyere enn de mindre petroleumsselskapene i Norge.

Nøkkeltallene er generelt sett gode. Med unntak av lønnsomheten har det vært en veldig begrenset endring i nøkkeltallene fra 2020 til 2021. De mest kritiske punktene fra regnskapet er den lave egenkapitalandelen og varierende lønnsomheten.

5. Finansiell analyse

Den finansielle analysen vil basere seg på tre ulike beregningsmetoder for verdsettelse. Disse metodene går alle ut på å plassere forskjellige verdier inn i ulike modeller, som ved hjelp av innregnede formler beregner estimerte verdier for selskapet. Analysemetodene som er blitt valgt for oppgaven er DCF-analyse, multippelanalyse og DDM-analyse.

5. 1. DCF – Diskontert kontantstrømmetode

Den diskonterte kontantstrømmetoden er den vanligste verdsettelsesmetoden. DCF er den standardiserte forkortelsen for denne verdsettelsesmetoden, og står for Discounted Cash Flow. DCF-analysen blir brukt av meglerhus og investeringsbanker over hele verden, og baserer seg på input av tidligere regnskapsdata og egenestimerte fremtidige kontantstrømmer. Det er estimeringen av fremtidige inntekter og utgifter som er den kritiske suksessfaktoren i utførelsen av en DCF-analyse. For at verdien skal bli mest mulig korrekt er man avhengig av å kunne predikere selskapets fremtidsutsikter på en god måte. Derfor er det viktig å ha god kunnskap om selskapets historikk og selskapets planer for årene fremover.

5. 2. DCF – WACC

For å kunne gjennomføre DCF-analysen må man blant annet beregne avkastningskravet til totalkapitalen, også kjent som WACC. Dette er en forkortelse for Weighted Average Cost of Capital, og blir ofte omtalt som kapitalkostnaden. For å beregne avkastningskravet må vi ha verdier for gjeldens skattesats, netto rentebærende gjeld og terminal vekstverdi. I tillegg må vi ha verdier for risikofri rente, beta og markedets risikopremie, som sammen gir grunnlag for å beregne CAPM, og for gjennomsnittlig gjeldsrente og egenkapitalandel. Disse punktene vil nå bli redegjort for hver for seg i egne avsnitt. *Tabell 9* nedenfor viser de verdiene som ble brukt i den sluttvise beregningen, og det avkastningskravet vi fikk basert på dem.

Selskap	Aker BP
Skatt	22 %
Netto rentebærende gjeld (NIBD)	1 742 042
Terminal Growth Rate	2,0%
Avkastningskrav	
Rf (10 år statsobligasjon)	1,7 %
Beta (B)	2,15
Markedets risikopremie	5,0 %
Markedsavkastning	6,7 %
CAPM	12,5 %
Rd (gjennomsnittlig gjeldsrente)	4,46 %
Re (CAPM)	12,5 %
Normalisert gjeld/total kapital (D)	83,82 %
Egenkapital/total kapital (E)	16,18 %
Bransjespesifikk risikotillegg	3,66 %
WACC	8,59%

Tabell 9 – WACC

Skattesats

Som andre bedrifter i Norge opererer Aker BP med en 22 prosent skattesats. De er også påført en 56 prosent ekstra særskatt på petroleumsinntekter gjennom *lov om skattlegging av undersjøiske petroleumsforkomster mv.* (Petroleumsskatteloven). Dette gir en samlet skattesats av driften på 78 prosent. Det er noen ekstra fradragregler for å delvis kompensere. Ved avskrivninger blir det gitt ekstra avdrag på 5,2 prosent per år i 4 år til en samlet sum på 20,8 prosent. (Norsk petroleum, 2022c) Dette gjør at den effektive skattesatsen ikke er den samme fra år til år. Vi må derfor lage noen estimater for framtidig utvikling.

Den økte skattesatsen påvirker ikke WACC-beregningen fordi særskatten er basert på driftsresultat og avskrivninger, mens skattesatsen i WACC-beregningene er rettet mot finansiell aktivitet. Skattesatsen for WACC-beregningen kan derfor settes til 22 prosent.

Terminal vekstrate

Den terminale vekstraten viser den evige veksten som selskapet vil ha i all framtid. Etter den perioden som vi estimerer fremtidige inntektsstrømmer for, er det denne veksten som så blir

lagt til grunn i beregningene. Ettersom det ved verdsettelse av selskaper er vanlig å sette den terminale vekstraten lik inflasjonsmålet, velger vi og også gjøre det samme. Ettersom inflasjonsmålet i Norge er på 2 prosent, er det derfor denne proSENTSatsen vi har brukt. (Norges Bank, 2021)

Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen er en metode for å finne aksjonærenes avkastningskrav.

Avkastningskravet gir oss et bilde over hvilken avkastning aksjonærene kan oppnå hvis de investerer med den samme risikoen. Kapitalverdimodellen finner risikopremien aksjen pådrar seg basert på aksjens covarians med markedet, og bruker denne sammen med risikofri rente for å beregne aksjonærenes avkastningskrav for investeringen.

$$r = rf + \beta(rm - rf)$$

r = Avkastningskrav for investeringer

rf = risikofri rente

β = Markedsbeta

rm = markedsavkastning

$rm - rf$ = markedets risikopremie

Risikofri rente

Risikofri rente er et uttrykk for den høyeste renten en investor kan oppnå med tilnærmet ingen risiko. De vanligste eksemplene på dette er sparekonto i banken og statsobligasjoner. Å kalle statsobligasjoner helt risikofrie er ikke fullstendig sant, men siden at det er stor tro til at den norske stat betaler statsgjelden sin er norske statsobligasjoner tilnærmet risikofrie. Det er også et spørsmål om hvor langt perspektiv man skal forholde seg til. I 2021 var norske 10-årige statsobligasjoner den mest vanlige risikofrie renten i det norske markedet, så det er grunnlaget vi baserer oss på. Den 01.01.2022 var renten på norske 10-års statsobligasjoner 1,7 prosent, og det er denne prosenten vi har valgt å bruke.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er forskjellen i avkastning mellom investeringer i markedet og en investering i risikofri rente. Denne ekstra avkastningen reflekterer den ekstra risikoen en investor utsetter seg for når man investerer i et marked. Aker BP er registrert på Oslo børs, så det relevante markedet for våre beregninger blir det norske markedet. PWC har vurdert median markedspremie i det norske markedet til 5 prosent. (PWC, 2021) Denne medianen har vært stabil siden 2013, og det er derfor trolig at denne vil forbli tilnærmet lik i 2022. Markedets risikopremie på 5 prosent addert med den risikofrie renten på 1,7 prosent blir lik markedsavkastningen, som da ender på 6,7 prosent.

Beta

Beta (β) er målet på hvor korrelert aksjen er med markedet. Dette er nyttig for å finne den systematiske risikoen tilknyttet aksjen. En $\beta > 0$ betyr at aksjen er positivt korrelert med aksjemarkedet slik at en oppgang i markedet gir en økning i aksjekursen. En $\beta > 1$ betyr at aksjen er mer volatil enn markedet, mens en $\beta < 1$ betyr at aksjen er mindre volatil enn markedet. I CAPM utregningen resulterer en høyere volatilitet i at risikopremien øker.

Som tidligere nevnt handles Aker BP på Oslo børs. Det er derfor avkastningen på Oslo børs (OSEBX) som er sammenligningsgrunnlaget for vår utregning. Et punkt vi må ta ståsted til er hvilken periode vi baserer betaen vår på. Aker BP er et relativt ungt selskap hvor betaen har endret seg over tid. Den femårige betaen var på beregningstidspunktet 2,32 mens den treårige var på 1,95⁵. For beregning av beta dividerer man kovariansen mellom Aker BP sin aksje og markedet, med variansen i markedets avkastning.

R_i = Avkastning Aker BP aksje
 R_m = Markedets avkastning

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

⁵ Dataen her er hentet fra Eikon Refinitiv den 22.03.2022

β-verdi Aker BP	
3-år	1,95
5-år	2,34
Gjennomsnitt	2,15

Tabell 10 – Beta

Gjennomsnittlig gjeldsrente

I årsrapporten for 2021 fremgår det at den gjennomsnittlige kostnaden for Aker BP sin rentebærende gjeld for året var på 4,46 prosent. (Aker BP, 2022f, s.88) Dette er en nedgang fra året før da den gjennomsnittlige gjeldsrenten var på 5,3 prosent. Det er snittet for 2021 som er blitt brukt i WACC beregningen.

Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen for Aker BP har de siste årene vært synkende. Fra regnskapsanalysen fant vi at egenkapitalandelen for 2021 var på 16,18 prosent, og gjeldsandelen blir da følgelig på 83,82 prosent.

Bransjespesifikt risikotillegg

Det bransjespesifikke risikotillegget er beregnet som et produkt av faktorene beta og risikofri rente. Beta på 2,15 multiplisert med risikofri rente på 1,7 gir et bransjespesifikt risikotillegg på 3,66.

Utregning WACC

Formelen for utregning av WACC er som følger:

$$\text{WACC} = \text{Avkastningskravet til totalkapitalen} = R_{EK} \left(\frac{EK}{V} \right) + \left(\frac{G}{V} \right) R_G (1 - s)$$

Hvor: R_{EK} = Avkastningskrav til egenkapitalen

$$\frac{EK}{V} = \text{Egenkapitalandel}$$

$\frac{G}{V}$ = Gjeldsgrad

V = totalkapital

s = skattesats

R_G = Gjennomsnittlig rentesats

Med denne utregningen og de brukte verdiene ender vi, som vist i *Tabell 9* opp med et avkastningskrav på 8,59 prosent.

5.3. DCF – Forutsetninger

Inntekter

Aker BP har flere ferdigstilte, pågående og planleggende prosjekter som vil sikre gode inntektsstrømmer for selskapet i tiden fremover. Selskapet forventer økt produksjon og lavere produksjonskostnader for de kommende årene, og dette er faktorer som er tatt med i inntektsestimeringen for de neste fem årene. Ettersom det er mange usikre forhold i markedet, slik som endringer i tilbud og etterspørsel og svingende oljepriser, har vi vært relativt forsiktige i våre estimater. Ettersom vi vet at det i starten av 2022 har vært unormalt høye priser på olje og gass, noe som Aker BP tjener godt på, estimerer vi likevel med en inntektsøkning fra 2021 til 2022 på 20 prosent.

Videre regner vi med at oljeprisene i tiden fremover vil stabilisere seg på et lavere nivå enn det som har vært i begynnelsen av 2022. Derfor har vi for de neste fire årene lagt til grunn en økning på fem prosent. Denne økningen er basert på et gjennomsnitt av inntektene for de fem foregående årene, og som resultat av dette er de forventede inntektene for 2023, 2024, 2025 og 2026 lavere enn dem som er estimert for 2022. Aker BP forventer selv en større økning i produksjon enn hva vi har lagt til grunn for i våre beregninger, men ettersom oljebransjen stadig møter motstand og konkurranse fra flere hold har vi valgt å være mer forsiktige i våre inntektsestimater. *Tabell 11* viser de historiske og de estimerte inntektene for Aker BP i 1000 USD, fra 2017 til 2026.

Revenues	2017	2018	2019	2020	2021
Revenues	2 562 933	3 750 072	3 347 088	2 979 263	5 668 747
Petroleum revenues	2 575 654	3 713 022	3 338 667	2 868 153	5 639 990
Other operating income	-12 721	37 050	8 421	111 110	28 757
Assumptions	2022	2023	2024	2025	2026
Revenues	6 802 496	4 735 010	4 941 847	5 276 746	5 759 218
Petroleum revenues	6 767 988	4 688 842	4 893 764	5 220 335	5 714 293
Other operating income	34 508	46 168	48 082	56 411	44 925

Tabell 11 – DCF Inntekt

Kostnader

Ettersom Aker BP i snitt vil oppnå lavere produksjonskostnader på sine nye oljefelt, beregner vi kostnadsveksten for de kommende fem årene til 75 prosent av den forventede inntektsveksten for 2023 til 2026. Kostnadsveksten som er lagt til grunn i analysen er dermed på 3,5 prosent. For 2022 er kostnadsberegningen basert på tallene fra 2021, mens for årene etter er kostnadsberegningene, slik som for inntektene, basert på et gjennomsnitt av de fem foregående årene. *Tabell 12* viser kostnadsverdiene brukt i analysen.

Costs	2017	2018	2019	2020	2021
Production cost	523 379	693 585	720 321	627 975	745 313
Exploration expences	225 702	295 908	305 516	174 099	353 034
Other Operating Expenses	27 606	17 037	35 328	49 457	29 261
Assumptions	2022	2023	2024	2025	2026
Production cost	773 262	738 795	748 176	753 956	780 096
Exploration expences	284 394	296 720	296 890	295 079	320 485
Other Operating Expenses	33 325	34 526	38 198	38 801	36 563

Tabell 12 – DCF Kostnader

Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivningene og nedskrivningene forventer vi at vil stige i takt med inntektene. *Tabell 13* viser de brukte av- og nedskrivningsverdiene.

D&A	2017	2018	2019	2020	2021
Depreciation	726 670	752 437	811 874	1 121 818	964 083
Amortisation	52 349	20 172	146 808	573 128	262 554
Assumptions	2022	2023	2024	2025	2026
Depreciation	1 156 900	1 214 745	1 275 482	1 339 256	1 406 219
Amortisation	315 065	330 818	347 359	364 727	382 963

Tabell 13 – DCF D&A

Investeringer

Investeringene er estimert til å øke i takt med inntektene fra 2023 til 2026, altså 5 prosent. Investeringskostnadene for 2022 er beregnet av gjennomsnittskostnadene for 2017 til 2021, og tillagt en vekst på 5 prosent. Årene etter er basert på kostnadene for 2022. Beregnede verdier er vist i *Tabell 14*.

Capital expenditures	2017	2018	2019	2020	2021
Capital expenditures	888 000	1 202 000	1 667 000	1 305 727	1 427 302
Assumptions	2022	2023	2024	2025	2026
Capital expenditures	1 362 906	1 431 051	1 502 604	1 577 734	1 656 621

Tabell 14 – Investeringer

Arbeidskapital

Et element som må inkluderes i utarbeidelsen av DCF-analysen er endringene i arbeidskapital. Arbeidskapital er beregnet som omløpsmidler minus kortsiktig gjeld, og for å finne disse endringene for 2017 har vi i dette tilfellet også blitt nødt til å hente regnskapstall fra 2016. De estimerte verdiene for 2022 er beregnet som et gjennomsnitt av de foregående årene. Dette snittet har så blitt tilgitt en økning på 5 prosent, en prosentvis økning som fortsetter frem til 2026. Arbeidskapitalen for det gjeldende året fratrukket arbeidskapitalen året før tilsvarende endringen slik vist under i *Tabell 15*.

Changes in NWC	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total current assets	1 178 290	2 532 069	621 661	718 603	1 258 414	2 982 863
Total current liabilities	884 739	2 888 476	1 380 282	1 716 361	1 039 664	2 477 493
Net working capital	293 551	-356 407	-758 621	-997 758	218 750	505 370
Change in NWC		-649 958	-402 214	-239 137	977 371	286 620
Assumptions - NWC	2022	2023	2024	2025	2026	
Total current assets	1 626 083	1 707 387	1 792 756	1 882 394	1 976 513	
Total current liabilities	1 731 169	1 817 728	1 908 614	2 004 045	2 104 247	
Net working capital	-105 087	-110 341	-115 858	-121 651	-127 734	
Change in NWC	-610 457	-5 254	-5 517	-5 793	-6 083	

Tabell 15 – DCF NWC

Skatt

Som tidligere nevnt er det ikke mulig å vite den konkrete skattesatsen et oljeselskap vil ha for hvert enkelt år. Den skattesatsen vi har valgt å bruke i analysen for årene fremover er derfor basert på et gjennomsnitt av skattesatsene for årene før. Ettersom 2020 var et unntaksår med unormalt lav skattesats har vi valgt å se bort ifra dette året i beregningen, og endte da opp med en sats på 64,66 prosent. Vi har satt skattesatsen for 2022 til 2026 lik denne prosentverdien.

5. 4. DCF – Analyse

Utfylt DCF-analyse

Antagelsene og forutsetningene som nå er blitt redegjort for har alle blitt brukt og satt inn i DCF-analysen, og er alle med å påvirke selskapsverdien som modellen gir oss. *Vedlegg 1* viser den utfylte modellen i sin helhet med beregnede verdier for blant annet bruttomargin, EBITDA- og EBIT margin for hele perioden vi har sett på, i tillegg til at den gir oss nåverdier for den fremtidige estimerte frie kontantstrømmen.

Selskapsverdi

Med en WACC på 8,59 prosent og en terminal vekstrate på 2 prosent ender vi opp med en terminalverdi på 16 000 677 USD og en netto nåverdi av denne på 11 666 316 USD.

Nåverdien av kontantrømmene blir på 5 005 737 USD og vi får da en total selskapsverdi på 16 672 053 USD. Med en netto rentebærende gjeld på 1 742 042 USD ender vi samtidig opp med en egenkapitalverdi på 14 930 011 258 USD. Hvis vi deler dette tallet på antall aksjer i selskapet blir verdien per aksje lik 41,46 USD. Den gjennomsnittlige valutakursen fra USD til NOK for 2021 var på 8,5891, og verdi per aksje i norske kroner blir da på 356,10 NOK. (Norges Bank, 2022). Beregning vist under i *Tabell 16*.

WACC	8,59 %
PGR	2,00 %
Terminal value	16 900 781
NPV of Terminal value	11 666 406
Present Value of Cash Flows	5 005 741
Enterprise value	16 672 147
Net interest bearing debt	1 742 042
Equity value	14 930 105 457
Number of shares	360 113 509
Target price USD	41,46
USD to NOK	8,5891
Kursmål NOK	356,10

Tabell 16 – DCF Kursmål

Sensitivitetsanalyse

Små endringer i WACC og terminal vekstrate vil kunne føre til store endringer i selskapsverdien, og derfor vil det i mange tilfeller være lurt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse. I sensitivitetsanalysen, vist til i *Tabell 17*, ser man hvilke verdier man får per aksje i NOK ved ulike verdier av WACC og vekst. Eksempelvis får vi med en WACC på 7,59 et kursmål på 405,9 NOK, mens vi med en WACC på 9,59 får et kursmål på 319,4 NOK. Fra *Tabell 17*, ser man hvordan lavere WACC gir økte verdier samtidig som høy terminal vekst også bidrar til det samme. Høy WACC og lav vekstrate bidrar derimot til det motsatte.

Høyeste verdi per aksje fra sensitivitetsanalysen finner vi naturlig nok derfor der veksten er høyest og avkastningskravet lavest. Laveste verdi per aksje fra sensitivitetsanalysen finner vi der veksten er lavest og avkastningskravet høyest. Med en WACC på 7,59 prosent og en vekst på 3 prosent får man en verdi på 481,4, mens man ved en WACC på 9,59 og en vekst på 1 prosent får en verdi på 289,2 NOK.

		Terminal growth				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,59 %	353,4	377,5	405,9	439,9	481,4
	8,09 %	333,9	354,7	379,0	407,5	441,7
	8,59 %	317,0	335,2	356,1	380,4	409,1
	9,09 %	302,3	318,2	336,5	357,5	381,9
	9,59 %	289,2	303,4	319,4	337,7	358,8

Tabell 17 – DCF Sensitivitetsanalyse

5. 5. Komparativ analyse ved multippel

En metode for verdsetting av selskaper er å bruke multipler/multiplikatorer. Metoden baserer seg på å sammenligne multipler fra andre selskaper som ligner det selskapet man selv skal verdsette, og bruke disse til å estimere selskapsverdien. At man sammenligner selskaper opp mot hverandre er grunnen til at dette blir kalt for markedsbasert verdsettelse. Multiplene brukt i analysen er hentet fra finansverktøyet EIKON Refinitiv den 22.04.2022.

Sammenlignbare selskap

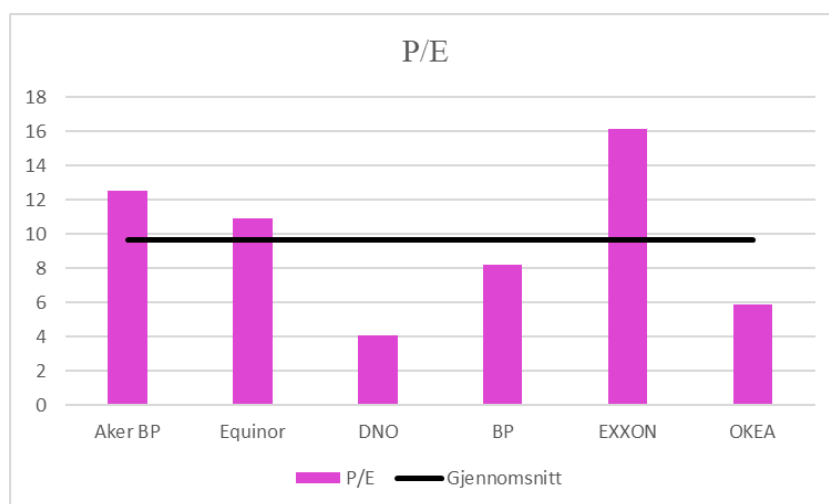
Det er utfordringer tilknyttet det å finne sammenlignbare selskaper til Aker BP. Dette er både på grunn av selskapets størrelse og posisjon. Equinor er det mest naturlige sammenlignbare selskapet på Oslo Børs, men de er fortsatt mye større enn Aker BP. Det er ikke veldig mange norske oljeselskaper som er nær å være på størrelse med aker BP heller. Vi har valgt å ta med DNO og OKEA i våre beregninger fordi de er to av de større av de forholdsvis mindre

aktørene i Norge. Vi har også valgt å ta med noen utenlandske selskaper som også driver med olje og gassproduksjon i Nordsjøen. Firmaene vi har valgt er BP Plc. og Exxon Mobile Corp.

Price/Earnings

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

P/E gir et bilde av hvordan markedet vurderer selskapet basert på aksjen. P/E kalkuleres ved å dividere aksjeprisen på resultatet per aksje. En høy P/E betyr at selskapet er verdsatt høyere enn tilsvarende selskaper med hensyn til firmaets resultat. En høy P/E i seg selv kan tyde på at aksjen er overpriset. Et selskap kan også oppnå en høy P/E hvis markedet har høy tro til at selskapet vil øke resultatene sine i fremtiden.

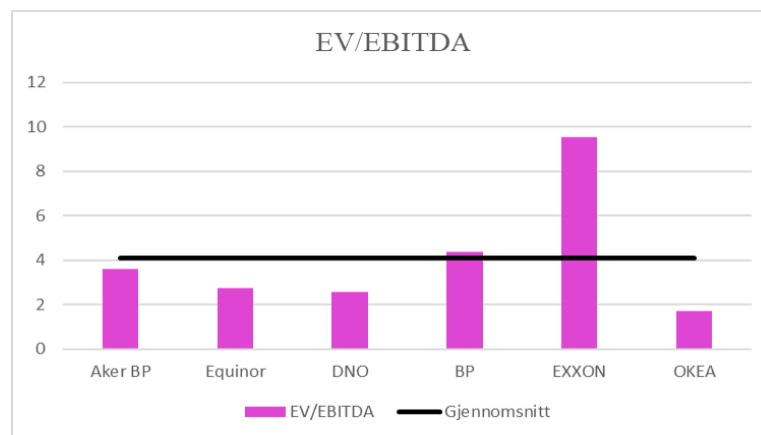


Figur 13 – P/E

EV/EBITDA

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi} + \text{gjeld} - \text{omløpsmidler}}{\text{Resultat før renter, skatt og avskrivninger}}$$

EV/EBITDA er veldig lik P/E med at begge måler prisen på selskapet mot resultatet. EV gir oss bedriftens estimerte oppkjøpsverdi ved å justere markedsverdien med gjeld og omløpsmidler. EBITDA er resultatet før renter, skatt og avskrivninger. Som i regnskapsanalysen er det problematisk å sammenligne resultat før skatt fra selskaper med vanlig selskapsskatt mot norske petroleumsselskaper som ofte opererer med > 50 % effektiv skatt. Slik som P/E er høy EV/EBITDA et tegn på at bedriften er priset høyt i forhold til det EBITDA ville tyde på. Enten fordi det er overpriset eller at de har et antatt vekstpotensiale.

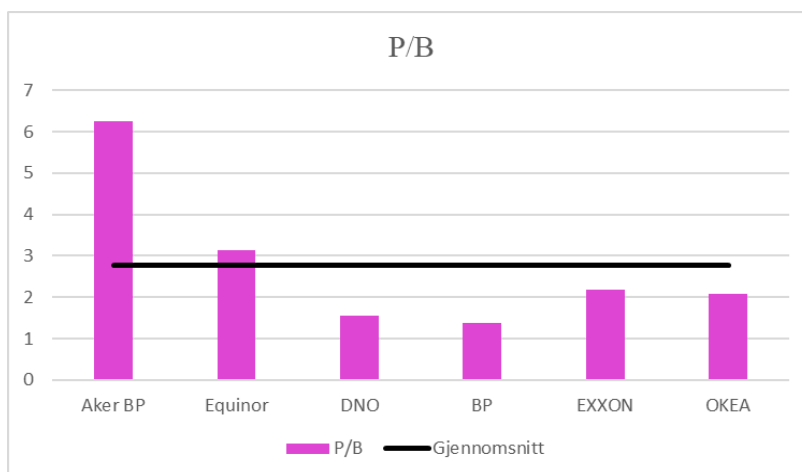


Figur 14 – EV/EBITDA

Price/book

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Egenkapital per aksje}}$$

P/B er gir et bilde over hvordan aksjeprisen er i forhold til egenkapitalen per aksje. P/B kan også beregnes ved å dividere selskapets markedsverdi på egenkapitalen. En høy P/B kan tyde på at selskapet er overpriset. En høy P/B kan også tyde på selskapet har verdier som ikke er mulig å finne i balanseregnskapet.

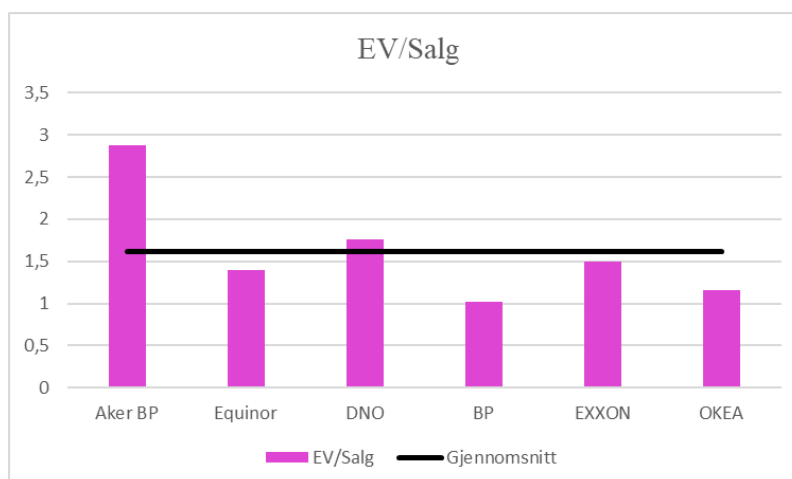


Figur 15 – P/B

EV/Salg

$$\frac{EV}{Salg} = \frac{\text{Markedsverdi} + \text{gjeld} - \text{omløpsmidler}}{\text{Salgsinntekter}}$$

EV/Salg er en multiplum som forteller oss noe om hvordan selskapet er verdsatt i forhold til omsetningen. Denne multiplum tar ikke hensyn til ulike kostnader for bedriftene, slik at en bedrift med høy resultatgrad kan ende opp med en høy verdi. Multiplum tar heller ikke hensyn til fremtidig vekst i selskapet.



Figur 16 – EV/Salg

Oppsummering av multipler

Fra multippelanalysen får vi et kursmål på 236 NOK per aksje. Dette gir en selskapsverdi på 84 994 731 380 NOK. Fra tallene i analysen, som blir fremstilt under i *Figur 16*, kan det også virke som om Aker BP er overpriset sammenlignet med andre oljeselskaper, til tross for at de generelt sett har lave multippelverdier sammenlignet med markedssnittet på Oslo Børs.

Selskaper	P/E	EV/EBITDA	P/B	EV/Salg
Aker BP	12,56	3,6	6,24	2,88
Equinor	10,94	2,74	3,14	1,4
DNO	4,07	2,57	1,56	1,76
BP	8,21	4,38	1,37	1,02
EXXON	16,18	9,55	2,19	1,5
OKEA	5,9	1,68	2,08	1,16
Gjennomsnitt	9,64	4,09	2,76	1,62

Gjennomsnittlig verdi:	9 464 892 136
Antall aksjer:	360 113 509
Verdi per aksje i USD	26,3
Verdi per aksje i NOK	236,0

Tabell 18 – Multipler

5. 6. Dividend Discount Model

Dividend Discount Model (DDM) er en enkel kvantitativ måte å beregne aksjeprisen ved hjelp av selskapets utbytte. Formelen for DDM forutsetter at aksjeprisen er lik nåverdien av alle framtidige utbytteutbetalinger.

P = aksjepris

r = avkastningskrav

g = vekstrate

Div₁ = utbytte år 1

$$P = \frac{DIV_1}{r - g}$$

Avkastningskravet for DDM-modellen blir det samme som for DCF-analysen. For å beregne nåverdi på fremtidige utbytter må vi estimere vekstraten for utbytte. Dette finner vi ved å multiplisere hvor mye de tjener på egenkapitalen med hvor mye som holdes igjen i selskapet.

$$\text{Dividend growth rate} = \text{Plowback ratio} * \text{Return on equity}$$

Basert på Aker BP sin utvikling og mangel på planlagte utbyttebetalinger siden 2018, er det ikke klart hvilke tall vi kan basere oss på, og vi må derfor se på historisk data for å gjøre våre egne estimater.

År	Utbytte i \$mil	EPS (USD)	DPS (USD)	DPS (NOK)
2021	487,50	2,37	1,35	11,50
2020	424,90	0,12	1,18	11,17
2019	750,00	0,39	2,08	18,12
2018	450,00	1,32	1,25	10,02
2017	250,00	0,81	0,74	6,09

Tabell 19 – Utbyttestatistikk (Aker BP, 2022h)

Hvis vi prøver å finne “plowback”⁶ ratio ved å se på et gjennomsnitt av tidligere utbetalinger av utbytte, kommer det fram en negativ plowback ratio på -0,3. I 2021 var den 0,42. Det er dermed stor avstand mellom verdiene vi kan velge å bruke. Basert på den begynte utbetalingen av utbytte for 2022 har vi valgt å sette “plowback” ratio på 0,3.

Return On Equity (ROE) kan vi finne ved å ta gjennomsnittet av de siste fem årene. Det er selvsagt mye usikkerhet framover som påvirker resultatet, og selv om vi antar at 2022 vil ha en mye høyere ROE enn 14 prosent vil dette ikke være normalår i et langsiktig perspektiv.

⁶ «plowback ratio» viser hvor stor andel av årsresultatet som holdes igjen i selskapet

År	ROE
2021	39,30 %
2020	2,05 %
2019	5,27 %
2018	15,90 %
2017	10,10 %
Gjennomsnitt	14,52 %

Tabell 20 – Egenkapitalavkastning

Utbytte 2022	12,00
ROE	14,52 %
Plowback ratio	0,3
Vekstrate	4,36 %
Avkastningskrav	8,59 %
Pris 2021	283,57

Tabell 21 – DDM Kursmål

Ved nåværende forutsetninger blir kursmålet på 283,57 NOK. Kursmålet vi kommer fram til er veldig sensitivt til endring. Her er en tabell over ulike kursmål ved ulike plowback ratio, som er den mest usikre forutsetningen.

-0,2	97,15
-0,1	112,87
0	133,90
0,1	163,48
0,2	208,19
0,3	283,57
0,4	437,70

Tabell 22 – DDM Sensitivitetsanalyse

Tabellen viser hvordan aksjekursen endrer seg basert på hvor andel av resultatet Aker BP velger å betale ut som utbytte. Formelen tar ikke hensyn til at Aker BP trolig ikke kan investere pengene de holder tilbake med 14,52 prosent avkastning.

5. 7. Oppsummering finansiell analyse

Basert på de ulike metodene har vi kommet fram til flere estimater for aksjekursen. Vi har valgt å vekte verdiene vi har kommet fram til ulikt basert på hvor komplekse beregningene er og hvor relevante vi mener metodene var for Aker BP.

Med dette i bakhånd har vi valgt å vekte DCF-analysen med 70 prosent, fordi metoden er godt egnet for selskaper med positive kontantstrømmer slik som Aker BP, og fordi det var den mest omfattende av de tre analysene vi gjennomførte. Multippelanalysen står for 20 prosent av vektingen, og de siste 10 prosentene kommer fra DDM-modellen. Vektingen mellom disse to modellene er basert på hvor stor usikkerhet vi mener det er i kursmålet vi fikk. Kursmålet vi kom fram til i DDM var veldig sensitivt for små endringer i estimatene, og derfor ble den vektet minst.

Modell	Vekting	Kursmål
DCF	70 %	356,1
Multippel	20 %	236,0
DDM	10 %	283,6
Vektet kursmål		324,8

Tabell 23 – Vektet kursmål

Ved en sammenlikning med de virkelige verdiene ser vi at vårt kursmål er litt høyere. Mesteparten av forklaringen bak hvorfor ligger i en forskjell i kunnskap. Vi har mer informasjon om oljeprisen for starten av 2022 i april 2022 enn markedet hadde i desember 2021. Dette har ført til at våre prognoser for resultatet i 2022 er en del høyere.

Kursmål	31.12.2021	324,8
Virkelig pris	31.12.2021	271,6
Virkelig pris	22.04.2022	350,8

Tabell 24 – Kursmål mot virkelig pris

6. Kritik/Diskusjon

6. 1. Strategisk analyse

En stor usikkerhet tilknyttet den strategiske analysen er uforutsette hendelser som kan ha store påvirkninger på selskapet. All informasjonen vi har samlet inn om Aker BP for analysen har vært sekundærdata eller offentlig tilgjengelig informasjon de selv har publisert. Vi har ikke vært i kontakt med noen fra Aker BP. Informasjon publisert direkte fra Aker BP som årsregnskapene og CDP rapporten må tolkes basert på at de ønsker å stå fram så bra som mulig. Vi må også forholde oss til at Aker BP er i starten av en prosess med å fusjonere med Lundin energi. På grunn av dette er det mye usikkerhet tilknyttet deres posisjon hvis fusjonen blir godkjent.

6. 2. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen baserer seg på tall fra årsrapporter og kvartalsrapporter. Det betyr at alle tallene kommer direkte fra Aker BP. Regnskapsanalysen har også den store svakheten med at det er et begrenset antall andre selskaper man kan sammenlikne de med. Det er svært få selskaper i samme posisjon med tanke på størrelse og geografisk posisjon. Det er også noen problemer tilknyttet det å sammenlikne helt eller delvis private selskaper med statseide selskaper med tanke på holdning til risiko, tilgang av kapital og samfunnsansvar.

Endring i valutakurser kan påvirke regnskapet. Postene i regnskapet rapporteres i USD. Oljen de produserer selges i USD mens gass selges i GBP og EUR. Driftsrelaterte kostnader betales hovedsakelig i USD mens skatt og offentlige avgifter betales i NOK. (Aker BP, 2022f, s.51) Endringen i vekslingskursen mellom de ulike valutaene kan påvirke forholdene mellom tallene og føre til endringer i de bokførte verdiene.

6. 3. Finansiell analyse

De ulike finansielle verdsettelsesmetodene tar mange forutsetninger som alle påvirker den sluttvise estimerte selskapsverdien i en eller annen grad. Om våre forutsetninger for inntekt- og kostnadsøkning i DCF-analysen er underdrevet vil selskaps- og aksjeverdien i realiteten bli høyere, og det motsatte vil gjelde dersom vi har gjort en overvurdering.

Avkastningskravet vi får fra WACC-beregningen har også spesielt stor innvirkning på hvilken verdi vi til slutt ender opp med. Ulike verdier for Beta og risikopremie er faktorer som potensielt vil kunne være feilkilder i beregningene og endre avkastningskravet. Derfor er sensitivitetsanalysen viktig, ettersom den enkelt gir oss mulighet til å se hva aksjeverdiene ville blitt for andre verdier av WACC og vekst.

Fra sensitivitetsanalysen ser vi at med en terminal vekstrate på 2 prosent vil kursverdien per aksje i et WACC-intervall fra 7,59 til 9,59 ligge et sted mellom 319,4 NOK og 405,9 NOK. Sannsynligheten for at det reelle beregnede avkastningskravet til totalkapitalen befinner seg i dette intervallet regner vi for å være stor. Dermed forutsetter vi også at sannsynligheten er stor for at selskapets aksjer har en verdi på mellom 319,4 og 405,9 NOK dersom de estimerte kontantstrømmene for de kommende årene også viser seg å være korrekte.

I multippelanalysen har vi sammenlignet multippelverdier for selskaper som ligner Aker BP. Resultatet fra denne analysen påvirkes i stor grad av hvilke selskaper man velger å inkludere, og en endring i dette utvalget vil også kunne føre til endringer i resultatet. Det er derfor viktig å velge ut selskaper som er likest mulig det selskapet man ønsker å undersøke. Ettersom det finnes få selskaper som er tilnærmet like Aker BP i både drift og i verdi har vi måttet inkludere selskaper som kanskje ikke er like relevante med tanke på deres størrelse. Dette er en faktor som vil kunne være med på å gjøre analysen mindre gyldig. En multippelanalyse kan også miste validitet hvis fremtidsutsiktene for bedriftene er ulike. Ettersom vi ikke har god nok kunnskap om fremtidsutsiktene til selskapene vi sammenligner Aker BP med i analysen, blir denne faktoren vanskeligere å vurdere.

Denne modellen er best dersom det er små endringer i selskapets resultater fra år til år og dersom selskapets utbytte holder seg som en tilnærmet fast prosent av årsresultatene. Aker BP har store svingninger i resultatene sine fra år til år og utbytte er heller ikke fullstendig korrelert med resultatet. Dette fører til at vi må forholde oss til en del estimater og forutsetninger. Aker BP har ikke eksistert lenge nok til at historisk data om utbytte alene er tilstrekkelig for estimatene. I tillegg har de ikke publisert langsiktige planer for aksjeutbytte siden 2019. Grunnet disse ganske store potensielle feilkildene har vi valgt å ikke legge for mye vekt på denne analysen.

Resultatet av den finansielle analysen er et vektet gjennomsnitt av resultatene. Dette fører med seg en feilkilde med hvor mye de ulike metodene vektet. DCF metoden vektet mest og har det høyeste kursmålet. En reduksjon i dens andel av vektingen vil redusere kursmålet.

7. Konklusjon

Vi har i denne bacheloroppgaven gjennomført en verdsettelse av Aker BP ASA med hensikten å beregne selskapets verdi per 31.12.2021. Dette har vi gjort ved å bruke informasjonen vi har tilegnet oss fra den strategiske analysen til å estimere verdier for den finansielle analysen. Fra regnskapsanalysen har vi også funnet betydningsfull informasjon om selskapets lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet, som også har vært med på å påvirke graden av forsiktighet i estimatene.

Den strategiske analysen besto av fire ulike modeller som på hver sin måte vurderte interne og eksterne faktorerens påvirkningsevne på selskapet. Spesielt vil den delen som omhandler politiske faktorer i PESTEL-analysen være viktig, ettersom slike tiltak og lovendringer raskt vil kunne påvirke selskapet i stor grad dersom de skulle tre i kraft. Resten av den strategiske analysen tar også for seg andre kritiske faktorer, slik som miljømessige og sosiokulturelle faktorer, som derimot på lengre sikt vil kunne være avgjørende for selskapet.

De mest sentrale momentene fra regnskapsanalysen er lønnsomheten og soliditeten.

Lønnsomheten har hatt store svingninger fra år til år på grunn av en ustabil oljepris. Dette er viktig å ha med seg videre når man skal estimere fremtidige resultat. Egenkapitalandelen blir viktig i vurdering av risiko og avkastningskravet. Som tidligere nevnt er det DCF-modellen som blir tillagt mest vekt i den finansielle analysen. Selv om verdiene vi estimerer med i utarbeidelsen av denne analysen kan inneholde flere feilkilder vurderer vi analysen som den mest relevante og riktige av de tre valgte. I forbindelse med DCF-analysen er det også blitt gjennomført en sensitivitetsanalyse som viser selskapsverdien fordelt per aksje for ulike WACC- og vekstverdier.

Selskapsverdien per aksje basert på de ulike finansielle modellene ble på henholdsvis 356,1 NOK, 236,0 NOK og 283,6 NOK. Med den vektningen vi har valg endte vi opp med en endelig aksjeverdi på 324,8 NOK. Den 31.12.2021 var aksjekursen til Aker BP på 271,7 NOK, altså noe lavere enn den verdien som vi kom fram til. En årsak til dette kan være at vi på verdsettelsestidspunktet hadde kunnskap om de uforutsette økningene i oljeprisene i

begynnelsen av 2022, og kunne bruke disse i inntektsestimatene for det samme året. Uten slike forutsetninger om økte oljepriser ville den beregnede aksjeverdien som vi kom fram til også ha blitt noe lavere.

Med en kursverdi på 324,8 NOK per aksje, og et totalt antall aksjer i selskapet på 360 113 509, får Aker BP en samlet børsverdi på 116 964 867 723 NOK.

8. Referanser

Aker BP (2021) *Aker BP ASA CDP climate change questionnaire*. Tilgjengelig fra: <https://akerbp.com/wp-content/uploads/2021/07/aker-bp-asa-cdp-climate-change-questionnaire-2021-20210705101720.pdf> (Hentet: 18.04.2022).

Aker BP (2022a) *Nøkkelinformasjon (2020)*. Tilgjengelig fra: <https://akerbp.com/om-oss/#nokkelinformasjon> (Hentet: 22.01.2022).

Aker BP (2022b) *Det norske, Aker Solutions og Subsea 7 danner utbyggingsallianse i Norge*. Tilgjengelig fra: <https://akerbp.com/det-norske-aker-solutions-og-subsea-7-danner-utbyggingsallianse-i-norge/> (Hentet: 22.01.2022).

Aker BP (2022c) *Ærfugl*. Tilgjengelig fra: <https://akerbp.com/project/aerfugl/> (Hentet: 26.01.2022).

Aker BP (2022d) *Hod*. Tilgjengelig fra: <https://akerbp.com/project/hod/> (Hentet 26. 01.2022).

Aker BP (2022e) *NOAKA*. Tilgjengelig fra: <https://akerbp.com/project/noaka/> (Hentet: 26.01.2022).

Aker BP (2022f) *Aker BP annual report 2021*. Tilgjengelig fra: <https://akerbp.com/wp-content/uploads/2022/03/aker-bp-annual-report-2021.pdf> (Hentet: 20.04.2022).

Aker BP (2022g) *Om oss Teknologi og digitalisering*. Tilgjengelig fra: <https://akerbp.com/om-oss/#teknologi> (Hentet: 20.04.2022).

Aker BP (2022h) *Investor* Tilgjengelig fra: <https://akerbp.com/investor-2/> (Hentet: 22.03.2022).

Andersen, I (2021) *Starter opp fase 2: Nå er hele Ærfugl-feltet i produksjon*, tu.no
Tilgjengelig fra: <https://www.tu.no/artikler/starter-opp-fase-2-na-er-hele-aerfugl-feltet-i-produksjon/514744> (Hentet: 27.01.2022).

BP (2021) *Statistical Review of World Energy 2021*. Hentet fra:
<https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2021-full-report.pdf> (Hentet: 15.02.2022)

Brunborg, I. *et al* (2021) *Aker BP kjøper deler av Lundin i gigantavtale til 125 milliarder*, E24.no
Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/mryey1/aker-bp-kjoeper-deler-av-lundin-i-gigantavtale-til-125-milliarder> (Hentet: 28.01.2022).

Claes, D. H. (2022) *OPEC, Store Norske Leksikon*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/OPEC>
(Hentet: 28.01.2020).

Cognite (2022) *How Cognite inField simplified visual inspection for Aker BP*. Tilgjengelig fra:
<https://www.cognite.com/en/customer-stories/dataops-oilgas-visual-inspection-function-tests?hsLang=en> (Hentet: 19.04.2022).

Grønli H. og Hellesnes K. (2022) *Ola Borten Moe til ungdommen: -Søk oljeutdanning!*, nrk.no.
Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/norge/ola-borten-moe-til-ungdommen--sok-oljeutdanning-1.15931334> (Hentet: 16.04.2022).

Hovland K. M (2021) *Varsler ny melding om helse og sikkerhet i oljebransjen: -Jeg blir selvfølgelig bekymret*, e24.no. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/olje-og-energi/i/oA4ky0/varsler-ny-melding-om-helse-og-sikkerhet-i-oljebransjen-jeg-blir-selvfoelgelig-bekymret> (Hentet: 16.04.2022).

Hovland K. M. og Søndeland G. (2022) *Vedum endrer Solberg-regjeringens oljeskatt*, e24.no.
Tilgjengelig fra: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/5Gq4zK/vedum-endrer-solberg-regjeringens-oljeskatt>

(Hentet: 20.04.2022).

IEA (2021), *World Energy Model*. Tilgjengelig fra: <https://www.iea.org/reports/world-energy-model/macro-drivers#prices> (Hentet: 10.02.2022).

Kristoffersen, T. (2019) *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*, 6. utgave Bergen Fagbokforlaget.

Norges Bank (2022) *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/> (Hentet: 10.03.2022).

Norges Bank (2021) *Norges Banks pengepolitiske strategi*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/pengepolitisk-strategi/> (Hentet: 10.03.2022).

Norsk olje og gass (2021) *Derfor elektrifiserer vi norsk sokkel*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskoljeoggass.no/om-oss/nyheter/2021/12/derfor-elektrifiserer-vi-norsk-sokkel/> (Hentet: 23.04.2022).

Norsk Petroleum (2020) *Norge og de 10 største oljeprodusentene i 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.norsketroleum.no/produksjon-og-eksport/eksport-av-olje-og-gass/> (Hentet: 28.01.2022).

Norsk Petroleum (2022a) *Statens inntekter*. Tilgjengelig fra: <https://www.norsketroleum.no/okonomi/statens-inntekter/> (Hentet: 10.02.2022).

Norsk Petroleum (2022b) *Selskap*. Tilgjengelig fra: <https://www.norsketroleum.no/fakta/selskap-utvinningstillatelse/> (Hentet: 10.02.2022).

Norsk Petroleum (2022c) *Petroleumsskatt*. Tilgjengelig fra: <https://www.norsketroleum.no/okonomi/petroleumsskatt/> (Hentet: 10.02.2022).

Norsk Petroleum (2022d) *Produksjonsprognoser*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskpetroleum.no/produksjon-og-eksport/produksjonsprognoser/> (Hentet: 02.02.2022).

Oljedirektoratet (2021) *Utvinningsstillatelser*. Tilgjengelig fra: <https://www.npd.no/fakta/utvinningsstillatelser/> (Hentet: 20.04.2022).

PWC (2021) *Risikopremien i det norske markedet 2021*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (Hentet: 17.03.2022).

Regjeringen (2021a) *Hurdalsplattformen*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/hurdalsplattformen/id2877252/?ch=7> (Hentet: 15.04.2022).

Regjeringen (2021b) *Hva er CO₂-håndtering/CCS*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/energi/co2-handtering/hva-er-co2-handteringccs/id2393669/> (Hentet: 15.04.2022).

Rydje, O. M. (2022) SV vil oljeskattepakken til livs:- Galskap at vi subsidierer oljeselskapenes aktivitet akkurat nå, *dn.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/politikk/kari-elisabeth-kaski/oljeskatt/sv-vil-oljeskattepakken-til-livs-galskap-at-vi-subsidierer-oljeselskapenes-aktivitet-akkurat-na/2-1-1184610> (Hentet: 16.04.2022).

SSB (2022) *Inntekter fra olje og gass*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/energi-og-industri/faktaside/olje-og-energi> (Hentet: 12.02.2022).

WWF (2021) *Usikker framtid for norsk gass*. Tilgjengelig fra: <https://www.wwf.no/nyheter/usikker-framtid-for-norsk-gass> (Hentet: 18.04.2022).

Worldometers (2022) *Countries in the world by population (2022)*. Tilgjengelig fra: <https://www.worldometers.info/world-population/population-by-country/> (Hentet: 10.02.2022).

9. Vedlegg

9.1 Vedlegg 1:

DCF – Aker BP	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Revenues	2 562 933	3 750 072	3 347 088	2 979 263	5 668 747	6 802 496	4 735 010	4 941 847	5 276 746	5 759 218
Petroleum revenues	2 575 654	3 713 022	3 338 667	2 868 153	5 639 990	6 767 988	4 688 842	4 893 764	5 220 335	5 714 293
Other operating income	-12 721	37 050	8 421	111 110	28 757	34 508	46 168	48 082	56 411	44 925
Costs										
Production costs	523 379	693 585	720 321	627 975	745 313	773 262	738 795	748 176	753 956	780 096
Gross profit	2 039 554	3 056 487	2 626 767	2 351 288	4 923 434	6 029 234	3 996 215	4 193 671	4 522 791	4 979 121
Exploration expenses	225 702	295 908	305 516	174 099	353 034	284 394	296 720	296 890	295 079	320 485
Other Operating Expenses	27 606	17 037	35 328	49 457	29 261	33 325	34 526	38 198	38 801	36 563
Total costs (-Interest expenses & D&A)	776 687	1 006 530	1 061 165	851 531	1 127 608	1 090 981	1 070 040	1 083 264	1 087 835	1 137 144
EBITDA	1 786 246	2 743 542	2 285 923	2 127 732	4 541 139	5 711 515	3 664 970	3 858 583	4 188 911	4 622 073
Depreciation	726 670	752 437	811 874	1 121 818	964 083	1 156 900	1 214 745	1 275 482	1 339 256	1 406 219
Amortization	52 349	20 172	146 808	573 128	262 554	253 203	265 863	279 156	293 114	307 769
D&A	779 019	772 609	958 682	1 694 946	1 226 637	1 410 102	1 480 607	1 554 638	1 632 370	1 713 988
EBITA	1 733 897	2 723 370	2 139 115	1 554 604	4 278 585	5 458 312	3 399 107	3 579 427	3 895 797	4 314 304
EBIT	1 007 227	1 970 933	1 327 241	432 786	3 314 502	4 301 413	2 184 363	2 303 945	2 556 541	2 908 085
<i>Gross margin</i>	<i>20,42 %</i>	<i>18,50 %</i>	<i>21,52 %</i>	<i>21,08 %</i>	<i>13,15 %</i>	<i>11,37 %</i>	<i>15,60 %</i>	<i>15,14 %</i>	<i>14,29 %</i>	<i>13,55 %</i>
<i>EBITDA margin</i>	<i>69,70 %</i>	<i>73,16 %</i>	<i>68,30 %</i>	<i>71,42 %</i>	<i>80,11 %</i>	<i>83,96 %</i>	<i>77,40 %</i>	<i>78,08 %</i>	<i>79,38 %</i>	<i>80,26 %</i>
<i>EBIT margin</i>	<i>39,30 %</i>	<i>52,56 %</i>	<i>39,65 %</i>	<i>14,53 %</i>	<i>58,47 %</i>	<i>63,23 %</i>	<i>46,13 %</i>	<i>46,62 %</i>	<i>48,45 %</i>	<i>50,49 %</i>
-Taxes	536 340	1 326 198	943 204	118 970	2 222 080	2 781 327	1 412 426	1 489 749	1 653 080	1 880 391
Tax rate	53,25 %	67,29 %	71,07 %	27,49 %	67,04 %	64,66 %	64,66 %	64,66 %	64,66 %	64,66 %
EBIAT (Unlevered net income)	470 887	644 735	384 037	313 816	1 092 422	1 520 085	771 937	814 196	903 462	1 027 694
+D&A	779 019	772 609	958 682	1 694 946	1 226 637	1 410 102	1 480 607	1 554 638	1 632 370	1 713 988
-Capital expenditures	888 000	1 202 000	1 667 000	1 305 727	1 427 302	1 362 906	1 431 051	1 502 604	1 577 734	1 656 621
-Changes in NWC	-649 958	-402 214	-239 137	977 371	286 620	-610 457	-5 254	-5 517	-5 793	-6 083
Unlevered free cash flow	1 011 864	617 558	-85 144	-274 336	605 137	2 177 738	826 747	871 747	963 890	1 091 144
Discount period						0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Discount factor						0,96	0,88	0,81	0,75	0,69
Present value of Free Cash Flow						2 089 874	730 661	709 516	722 484	753 203

