

Vetle Villum Hansen
Viktor Larsen Indergård
Henrik Aukan Standal

Verdsettelse av OKEA ASA

Valuation of OKEA ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon, Finansiell Styring
Veileder: Are Oust
April 2024

Vetle Villum Hansen
Viktor Larsen Indergård
Henrik Aukan Standal

Verdsettelse av OKEA ASA

Valuation of OKEA ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon, Finansiell Styring
Veileder: Are Oust
April 2024

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Det er med stolthet vi presenterer vår bacheloroppgave innenfor finansiell styring. Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende oppgave for bachelorstudiet økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen og gir 7,5 studiepoeng. Gjennom tre år på studiet har vi ervervet en solid teoretisk kunnskapsbase, som vi nå har fått utfordret og anvendt i praksis gjennom arbeidet med denne oppgaven. Dette synes vi har vært veldig motiverende og lærerikt.

I løpet av denne perioden har vi også fått et innblikk i hvordan ulike analyser benyttes for å verdsette selskaper, samt forstått viktigheten av en helhetlig forståelse av interne og eksterne faktorer i utførelsen av en verdsettelse. Oppgaven har gitt oss en meget god forståelse for hvordan man verdsetter et selskap, og har skapt mye hodebry, men også en hel del mestringsfølelse.

Valget av selskap var noe vi brukte mye tid på i startfasen, da vi var usikre på hvordan vår kunnskap skulle stå i stil med kompleksiteten av oppgaven. Da vi oppdaget at ingen tidligere hadde skrevet om OKEA, seilte selskapet raskt opp som en mulig kandidat for oppgaven. Det å analysere et selskap som OKEA innebærer en høy grad av kompleksitet, og mye kunnskap om en nokså teknisk utfordrende bransje. I ettertid er vi veldig fornøyde med valget, da dette har utfordret oss i mye større grad enn hva oppgaven hadde gjort ved å velge et mer tradisjonelt og etablert selskap. Dette har gitt oss et stort læringsutbytte og kunnskap vi tar med oss videre i studie- og arbeidslivet.

Takk til Are Oust for tips og råd gjennom arbeidet med denne oppgaven. Den konstruktive kritikken vi har fått i veiledningstimene har gitt denne oppgaven en økt tyngde og høyere grad av kvalitet. Dette kunne vi ikke vært foruten.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.

Sammendrag

Målet med denne oppgaven er å verdsette det trønderske oljeselskapet OKEA per 31.12.2023. OKEA er notert på Oslo Børs, og hadde sin første handelsdag den 18. juni 2019. Selskapet er en senfaseoperatør på norsk sokkel, og er et av de yngste petroleumsselskapene i Norge.

Grunnlaget for oppgaven er strategisk analyse, regnskapsanalyse og tre forskjellige finansielle verdsettelsesmetoder. Utarbeidelsen av kursmål har tatt utgangspunkt i multippelanalyse, DCF-analyse av fremtidige kontantstrømmer og en Net Asset Value analyse.

Fra den strategiske analysen kom det frem at OKEA opererer i en bransje preget av usikkerhet på lang sikt, men hvor det er gode betingelser på kort sikt. Gjennom VRIO-analysen ble det klart at OKEA sin unike senfase forretningsmodell gir selskapet en midlertidig konkurransefordel i form av spesialkompetanse, noe OKEA vil dra nytte av i årene fremover.

Regnskapsanalysen viser at lønnsomheten til OKEA er sterkt påvirket av olje- og gassprisene, noe som delvis kan forklare den negative trenden det siste året. Fra et finansieringsperspektiv har OKEA hatt en negativ utvikling. 2023 bærer preg av nedskrivningene knyttet til Statfjord og Yme feltene. Regnskapsanalysen indikerer at OKEA opererer med høy risiko sammenlignet med bransjen. Det bør påpekes at selskapet har hatt betydelig inntektsvekst de siste årene, noe som vil være en del av nøkkelen til deres suksess i fremtiden.

I den finansielle analysen ble det klart at OKEA prises lavt i forhold til sammenlignbare selskaper. Likevel er det vanskelig å finne sammenlignbare selskaper på grunn av OKEA sin unike forretningsmodell, og det markedsbaserte kursmålet er dermed vektet lavt i det endelige kursmålet. Net Asset Value analysen viste at OKEA også prises lavt i forhold til nåverdien av sine reserver. DCF-analysen konkluderer med et betydelig lavere kursmål enn de andre analysene, og det er denne analysen som er vektlagt tyngst. Det endelige kursmålet for OKEA endte på 36,02 kr per aksje. Dette gir en kjøpsanbefaling med tilhørende oppside på 35,42%.

Abstract

The aim of this bachelor thesis is to determine the market value of the Trondheim based company OKEA as of December 31st, 2023. OKEA is listed on the Oslo Stock Exchange, and had its initial trading day on June 18, 2019. The company is a late-life operator on the Norwegian continental shelf, and is one of the youngest petroleum companies in Norway. The foundation of the thesis is a strategic analysis, an analysis of financial statements, as well as valuation by means of three different financial methods. The foundation for the target price is a financial analysis, consisting of a multiple-analysis, a DCF-analysis and a NAV-analysis.

The strategic analysis revealed that OKEA operates within an industry characterized by long-term uncertainty, yet with favorable short-term conditions. The VRIO-analysis made evident that the company's unique late-life business model gives them temporary competitive advantage in the form of expertise, which OKEA will benefit from in the upcoming years.

The analysis of the financial statements revealed that OKEA's profitability is strongly impacted by oil and gas prices, which to a certain degree can explain the negative trend this year. 2023 was drastically impacted by the impairments in the Statfjord and Yme fields. The financial statements also indicate that OKEA operates with a high degree of risk compared to the industry. It is worth mentioning that the company has experienced a substantial growth in revenue, which will be a key component for success in the future.

The financial analysis indicates that OKEA is undervalued relative to the comparable companies. However finding comparable companies is difficult due to OKEA's unique business model, which is why the target price for the multiple analysis is weighted low. The NAV-analysis showed that OKEA is undervalued compared to the present value of their reserves. The DCF-analysis concludes with a target price much lower than the other two methods, and is weighted highest of the three methods. The final target price for OKEA ended at 36,02 NOK per share. As a result of this we provide a buy recommendation with an upside of 35,42%.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	1
1.1. Motivasjon	1
1.2. Problemstilling	1
1.3. Avgrensning	2
1.4. Oppbygging	2
1.5. Metode.....	3
2. Selskaps- og bransjebeskrivelse	3
2.1. Om OKEA ASA	3
Generelt om selskapet	3
Generelt om bransjen.....	4
Den globale petroleumsbransjen.....	5
Den norske petroleumsbransjen	6
3. Strategisk analyse	7
3.1. PESTEL	7
3.2. Porters fem konkurransekrefter	11
3.3. VRIO-analyse	16
3.4. SWOT-analyse	21
4. Regnskapsanalyse	23
4.1. Resultatregnskap og balanse.....	24
4.2. Lønnsomhet	25
4.3. Finansiering	29
4.4. Soliditet.....	31
4.5. Likviditet	34
4.6. Oppsummering av regnskapsanalysen	37
5. Avkastningskrav	38
5.1. Kapitalverdimodellen (CAPM)	39
5.2. Komponenter i WACC	42
5.3. Beregning av WACC	44
6. Fundamental verdsettelse - DCF	45
6.1. Diskontert kontantstrømsmetode	45
6.2. Inntekter.....	45
6.3. Kostnader	46
6.4. Avskrivninger og nedskrivninger	47
6.5. Investeringer.....	47
6.6. Arbeidskapital.....	48
6.7. Kontantstrømpoppstilling og kursmål	49
7. Markedsbasert verdsettelse	51
7.1. Price/Earnings.....	51
7.2. Price/Book	52
7.3. EV/EBITDA.....	53
7.4. EV/Sales	54
7.5. Price/reserves	55

7.6. Markedsbasert kursmål.....	57
8. Net Asset Value verdsettelse	58
9. Sensitivetsanalyse.....	61
10. Kritikk og diskusjon.....	62
10.1. Kritikk mot den strategiske analysen	62
10.2. Kritikk mot regnskapsanalysen	63
10.3 Kritikk mot den finansielle analysen	63
11. Konklusjon.....	66
12. Referanseliste	68

Figuroversikt

Figur 1: Oljeproduiserende land og deres medlemskapsstatus i OPEC, målt i millioner fat per dag (Norsk Petroleum, 2024b).....	5
Figur 2: Feltets Produksjon Draugen siste 20 år, målt i millioner Sm ³ oljeekvivalenter (Norsk Petroleum u.å.b).....	18
Figur 3: Totalkapitalrentabilitet 2019-2023.....	25
Figur 4: Egenkapitalrentabilitet 2019-2023.....	27
Figur 5: Resultatmargin 2019-2023.....	28
Figur 6: Finansieringsgrad 1 2019-2023.....	30
Figur 7: Arbeidskapital 2019-2023.....	31
Figur 8: Egenkapitalandel 2019-2023.....	32
Figur 9: Gjeldsgrad 2019-2023.....	33
Figur 10: Likviditetsgrad 1 2019-2023.....	35
Figur 11: Likviditetsgrad 2 2019-2023.....	36
Figur 12: Price/Earnings 2023.....	52
Figur 13: Price/Book 2023.....	53
Figur 14: EV/EBITDA 2023 (forholdstall beregnet i NOK).....	54
Figur 15: EV/Sales 2023 (forholdstall beregnet i NOK).....	55
Figur 16: Price/Reserves i 2023 gitt i markedspris/antall millioner fat oljeekvivalenter i reserver.....	56

Tabelloversikt

Tabell 1: Oppsummering av VRIO. Kompetanse som midlertidig konkurransefortrinn.....	20
Tabell 2: SWOT. Styrker, svakheter, muligheter og trusler.....	22
Tabell 3: Resultatregnskapet 2019-2023.....	24
Tabell 4: Balanse 2019-2023.....	24
Tabell 5: Totalkapitalrentabilitet 2019-2023 i prosent.....	25
Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet 2019-2023 i prosent.....	26
Tabell 7: Resultatmargin 2019-2023 i prosent.....	28
Tabell 8: Finansieringsgrad 1 2019-2023 i prosent.....	29
Tabell 9: Arbeidskapital 2019-2023 i 1000 NOK.....	30
Tabell 10: Egenkapitalandel 2019-2023 i prosent.....	32

Tabell 11: Gjeldsgrad 2019.....	33
Tabell 12: Likviditetsgrad 1 2019-2023.....	35
Tabell 13: Likviditetsgrad 2 2019-2023.....	36
Tabell 14: Selskapets 1-, 2- og 3 årige beta, samt gjennomsnittet av disse.....	41
Tabell 15: Gjennomsnittlig gjeldsrente (sum gjeldsrente og risikotillegg).....	44
Tabell 16: Estimerte inntekter for 2024-2028.....	46
Tabell 17: Estimerte kostnader for 2024-2028.....	47
Tabell 18: Estimerte avskrivninger og nedskrivninger for 2024-2028.....	47
Tabell 19: Estimerte investeringer for 2024-2028.....	48
Tabell 20: Beregning av historisk arbeidskapital 2019-2023. Betalbar skatt er ekskludert, og egen post for andre forpliktelser er inkludert.....	48
Tabell 21: Estimerte endringer i arbeidskapital for 2024-2028.....	49
Tabell 22: Fullstendig kontantstrømoppstilling for 2024-2028.....	49
Tabell 23: Diskontert kontantstrømoppstilling for 2024-2028 og terminalverdi.....	50
Tabell 24: Verdsettelse kontantstrømoppstilling for 2024-2028. Selskapsverdi fratrukket rentebærende gjeld delt på antall utestående aksjer.....	50
Tabell 25: Estimert markedsbasert kursmål ved bruk av multipler.....	57
Tabell 26: Datagrunnlag for utarbeidelse av Net Asset Value.....	59
Tabell 27: Estimert Net Asset Value basert på nåverdi av tilgjengelige reserver (1P og 2P), kursmål pr. aksje.....	60
Tabell 28: Sensitivitetsanalyse med avkastningskrav (WACC) og vekstfaktor (g) som parametere.....	61
Tabell 29: Vektet kursmål 31.12.2023.....	66
Tabell 30: Kursmål og aksjekurs per 31.12.2023 sammenlignet med aksjekurs per dags dato.....	67

1. Innledning

1.1. Motivasjon

Helt siden 60-tallet har norsk økonomi i stor grad vært avhengig av oljesektoren. Tusenvis av nordmenn arbeider i bransjen, og mange blir påvirket av hvordan de norske oljeselskapene presterer. De siste årene har vi sett langt mer volatile olje- og gasspriser enn tidligere, og det er derfor spennende å utforske hvordan dette har påvirket fremtidsutsiktene til selskapene her til lands. OKEA havner ofte i skyggen til større selskaper som Equinor, Aker BP og Vår Energi, men er likevel et betydelig selskap både nasjonalt og regionalt, spesielt i Trøndelag. Siden 2020 har den børsnoterte verdien av selskapet variert fra kr 726 millioner til kr 5,8 milliarder. De betydelige svingningene i aksjeprisen og utfordringene med kursfastsettelse har motivert oss til å velge OKEA. I tillegg har ikke problemstillingen tidligere blitt behandlet ved NTNU Handelshøyskolen, noe som gjorde caset ekstra interessant.

I takt med at olje- og gassprisene har blitt stadig mer ustabile, møter petroleumsbransjen en økende oppmerksomhet rundt miljøspørsmål fra samfunnet. Dette skaper usikre fremtidsutsikter for bransjen. Vi ønsker å undersøke om OKEA, som en mindre aktør, har potensial til å sikre seg markedsandeler i en bransje preget av usikkerhet og mørke spådommer.

1.2. Problemstilling

OKEA ASA er et børsnotert selskap på Oslo Børs med hovedkontor i Trondheim. Denne oppgaven har som mål å verdsette selskapet, og problemstillingen lyder som følger:

“Hva er OKEA ASA verdt per 31.12.23?”

Problemstillingen vil også innbefatte utarbeidelsen av et kursmål for aksjekursen per 31.12.23, som i seg selv også besvarer formålet med oppgaven. Problemstillingen skal besvares ved å benytte økonomiske teorier og -modeller for prissetting, samt en strategisk analyse av selskapet som en del av en større petroleumsindustri. Grunnlaget for prissettingen

vil i stor grad benytte tall og data fra selskapets kvartalsrapporter, hvor årsrapporten for 2023 benyttes som siste publiserte kilde fra selskapet.

1.3. Avgrensning

På bakgrunn av at dette er et prosjekt som strekker seg over en lengre tidsramme er det viktig å sette et spesifikt tidspunkt for verdsettelsen, slik at det er tydelig hvilken informasjon som er kjent på verdsettelsestidspunktet. Med tanke på tilgjengelige rapporter, samt at oppgaven er påbegynt i januar 2024, har vi valgt å finne selskapsverdien per 31.12.2023. Dette innebærer at den større avskrivningen på omtrent 1,88 mrd inkluderes i verdsettelsen, da denne ble børsmeldt siste handelsdag i 2023. I samme børsmelding ble det også varslet om at utbyttet skal kuttes for 2024, noe som dermed også inkluderes i våre analyser. Samtidig presiseres det at oppgaven på generell basis baseres på offentlig tilgjengelig informasjon per 31.12.2023, samt årsrapporten for 2023.

1.4. Oppbygging

Oppgaven struktureres slik at det innledningsvis presenteres en generell beskrivelse av OKEA som selskap, bransjen i Norge, samt den globale petroleumsbransjen. Dette gjøres for å skape en kontekst av hva OKEA driver med og beskriver hvilken betydning selskapet har i samfunnet. Videre beveger oppgaven seg over til den kvalitative strategiske analysen. Her presenteres resultatene fra PESTEL, Porters fem konkurransekrefter og VRIO-analysen. Deretter oppsummeres den strategiske analysen i en konkluderende SWOT-analyse. I del 4 av oppgaven foretas det en regnskapsanalyse av OKEA, hvor det også drøftes diverse nøkkeltall sett opp mot sammenlignbare selskaper. Videre presenteres de grunnleggende antakelsene for den finansielle analysen, før selve analysen blir utført i form av diskontert kontantstrømsanalyse, markedsbasert verdsettelse med multipler og NAV-analyse. Til slutt presenteres en sensitivitetsanalyse samt en diskusjon med tilhørende refleksjoner rundt oppgaven som helhet.

1.5. Metode

Denne besvarelsen er besvart med utgangspunkt i både kvalitative og kvantitative metoder. I den strategiske analysen har vi benyttet oss av analyseverktøyene PESTEL, Porters fem konkurransekrefter, VRIO og SWOT-analyse, hvorav alle disse kan kategoriseres som kvalitative metoder. For resten av oppgaven har vi stort sett benyttet oss av kvantitative metoder, som blant annet regnskapsanalyse, multippelanalyse, NAV-analyse og kontantstrømsanalyse (DCF). Selv om metodene bygger på ulike forutsetninger, har vi gjennom denne besvarelsen tatt hensyn til viktigheten av hvordan analysene påvirker hverandre. I praksis betyr dette at vi har brukt viktige antakelser fra den strategiske analysen i eksempelvis multippelanalysen og kontantstrømsanalysen. Hensikten med dette er å skape en besvarelse som bygger på en helhetsforståelse av selskapet, i stedet for å produsere et gjennomsnitt av det som kunne vært ytterpunkter.

I den kvantitative delen av besvarelsen har vi benyttet regnskapstall fra og med Q4 2018 til og med Q4 2023. Videre har vi estimert kontantstrømmene for fem år fremover, altså til og med Q4 2028. Bakgrunnen for dette er å skape en verdsettelse med et solid fundament, men samtidig unngå å estimere kontantstrømmer langt frem i tid da dette er en svært volatil bransje som sterkt påvirkes av ytre forhold.

2. Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1. Om OKEA ASA

Generelt om selskapet

OKEA ASA er et norsk allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs, selskapet ble etablert i 2015 i Trondheim. I oppgaven omtales selskapet som OKEA. OKEA er en ledende sen-fase aktør på norsk sokkel, og selskapets drift består hovedsakelig i leting, utvikling og produksjon av norsk olje og gass på den norske kontinentalsokkel (OKEA, 2024a). Selskapet har i skrivende stund 437 ansatte og de er i dag aktive på syv norske felt. OKEA er operatør for feltene Draugen og Brage, mens de er lisenspartner for feltene Nova, Statfjord, Gjøa, Ivar Aasen og

Yme. Totalt har OKEA 41 lisenser på den norske sokkelen, der flere av lisensene er for felt i planleggings- og utforskningsfasen. For 2023 endte OKEA sin produksjon på 24 586 fat oljeekvivalenter per dag (OKEA, 2024b, s. 12). Dette tilsvarer en økning på over 68% fra foregående år.

I skrivende øyeblikk eies 45% av OKEA sine aksjer av det thailandske petroleum- og energi konglomeratet BCPR PTE. LTD.. Videre har OKEA selv en liste over de 20 største investorene hvor eierandelene varierer fra 4,3% til 0,4%. De resterende 37% er eid av øvrige aksjonærer. OKEA sitt hovedkontor ligger i Trondheim sentrum, og selskapets administrerende direktør er Svein Jakob Liknes. OKEA sitt styre har 11 medlemmer og styrets leder er Chaiwat Kovavisarach. Chaiwat er forøvrig også styremedlem i en rekke andre petroleums- og energiselskaper og har lang erfaring i bransjen. OKEA sin største aksjonær, BCPR PTE. LTD., er en del av det Thailandske Bangchak konsernet som er en aktiv global aktør i energibransjen. Konsernet investerer i energibransjen i ti land, og tar sikte på å utvikle bærekraften til selskapet og det thailandske samfunnet (Bangchak, u.å.). Det faktum at OKEA sin største eier er et stort konsern med lang erfaring fra energibransjen kan være med å gi en betryggende effekt for øvrige aksjonærer.

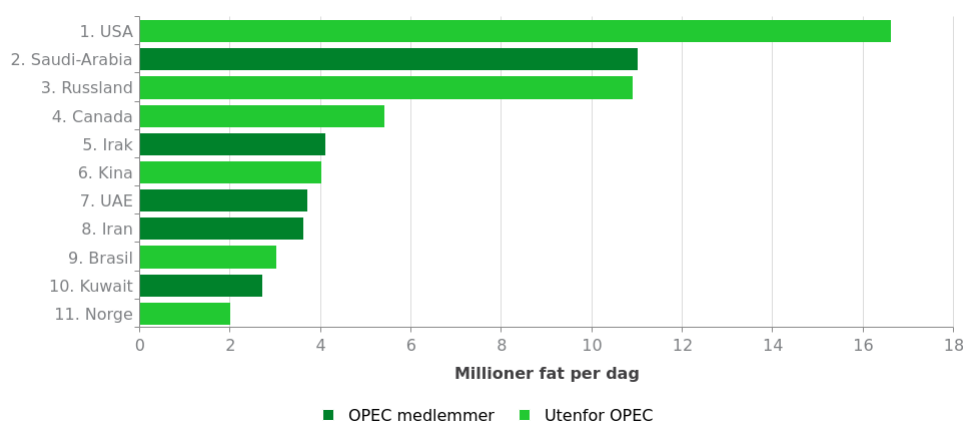
Generelt om bransjen

OKEA kan anses som en sen aktør i energibransjen, og selv om de har oppnådd svært god omsetning på de få årene de har vært i drift, blir de å anse som relativt små i forhold til mer etablerte aktører som Equinor, Aker BP og Vår Energi. Petroleumsbransjen preges i stor grad av store aktører med betydelig markedsrett, dette skyldes høye etableringskostnader som allerede etablerte aktører drar nytte av. Energibransjen er utvilsomt en av de aller viktigste industriene i verden, da den også dekker energibehovet som verden er helt avhengig av. Petroleumsbransjen utgjør en viktig del av energibransjen, men energibransjen i sin helhet omfatter en rekke andre industrier. Energibransjen omfatter blant annet kjernekraftindustrien, fornybar energibransjen, kullindustrien, hydrogenindustrien samt den tradisjonelle energiindustrien (Energy Institute, 2023). Petroleumsindustrien er den viktigste industrien i Norge, og har siden oppstart gitt Norge en verdiskapning på omtrent 15 700 milliarder kroner,

målt i dagens verdi (Regjeringen, u.å.a). Videre sørger petroleumsbransjen for at omtrent 200 000 nordmenn, enten direkte eller indirekte, er sysselsatt (Norsk Petroleum, 2024a).

Den globale petroleumsbransjen

Den globale petroleumsindustrien er enorm, og tall viser at olje og gass dekker 55% av verdens etterspørsel etter energi (Norsk Petroleum, 2024b). *Figur 1* viser de elleve største oljeproduserende landene og deres produserte mengde oppgitt i millioner fat per dag. Det kommer tydelig frem at USA er den største produsenten av olje, etterfulgt av Saudi-Arabia og Russland som produserer omtrent like mengder. Figuren viser også til at Norge var den ellefte største produsenten av olje i verden da denne studien ble publisert.



Figur 1 - Oljeproduserende land og deres medlemskapsstatus i OPEC, målt i millioner fat per dag (Norsk Petroleum, 2024b)

Figuren viser også en inndeling mellom OPEC medlemmer, og land som er utenfor OPEC. OPEC står for “Organization of the Petroleum Exporting Countries”. Organisasjonen sitt mål er å samordne oljepolitikken til sine tolv medlemsland for å sikre et stabilt oljemarked (OPEC, u.å.a). OPEC sine medlemsland står for rundt 40% av verdens oljeproduksjon (EIA, 2024b), og de kan dermed anses som en organisasjon med betydelig markedsmakt.

I en industri hvor USA er ledende produsent av olje har OPEC tatt grep for videre å sikre seg større markedsmakt og innflytelse i oljemarkedet. Et av disse grepene er dannelsen av OPEC+ koalisjonen, her samarbeides det med land som ikke er medlemmer i OPEC. Det viktigste

landet som er med i denne koalisjonen er Russland som står for en betydelig del av verdens oljeproduksjon (Reuters, 2023). Denne løsningen sikrer OPEC større innflytelse over petroleumsprisene. Landene møtes regelmessig for å diskutere hvor mye olje og gass de skal selge på det globale markedet. Når landene bestemmer seg for å redusere mengden av olje som selges, øker gjerne prisen og motsatt når det tilbys mer olje. På denne måten har OPEC sine avgjørelser store konsekvenser for energibransjen, og de blir å anse som den organisasjonen med størst påvirkningskraft.

Den norske petroleumsbransjen

Petroleumsbransjen har vært vital for norsk næring og samfunn. Petroleumsindustrien har ikke bare bidratt til norsk økonomi og næringsliv, men den har også bidratt til å finansiere den norske velferdsmodellen. Petroleumsbransjen er i dag den største næringen i Norge når det gjelder statlige inntekter, verdiskapning, eksportverdi og investeringer (Norsk Petroleum, 2024c). I 2023 var den anslåtte netto kontantstrømmen fra petroleumsbransjen til staten beregnet til å være 903,1 milliarder kroner. Petroleumssektoren står alene for hele 36% av statens inntekter og 52% av Norges totale eksport (Norsk Petroleum, 2024c).

Til tross for at Norge er et lite land, dekker Norge omtrent to prosent av verdens oljeetterspørsel (Norsk Petroleum, 2024b). Videre er Norge det tredje største landet i verden innenfor gasseksport, og tall fra 2022 viser at norsk gass dekker mer enn 25% av den totale gasstilførselen i EU og UK (Norsk Petroleum, 2024b). Naturgass dekker i dag omtrent 25% av verdens totale energikonsum, og det er forventet at dette tallet skal øke i tiden fremover (Energy Institute, 2023).

Nyhetsbildet har i senere år vært preget av en skepsis mot petroleumsbransjen og andre ikke-fornybare energikilder. Flere store bedrifter vektlegger nå bærekraft og grønn energi i større grad enn tidligere. Til tross for dette kommer petroleumsindustrien til å være en viktig inntektskilde for Norge i årene fremover. Equinor sin konsernsjef Anders Opedal la nylig frem prognoser for årene fremover, det ble lagt frem at selskapet skal tjene like mye på olje og gass i 2035 som de gjorde i fjor (Dagens Næringsliv, 2024). Videre er 48% av Norges

antatte gassressurser ennå ikke produsert (Norsk Petroleum, 2024d), og med en økt etterspørsel etter gass gir dette gode fremtidsutsikter for norske petroleumselskaper.

3. Strategisk analyse

3.1. PESTEL

PESTEL-analyse er en analyse av ulike politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige forhold, som påvirker bedriften. For å lykkes på både kort og lang sikt, vil det å analysere makroomgivelsene for selskapet være viktig for utforming av strategiske valg.

Politisk

Petroleumsbransjen påvirkes generelt sterkt av politiske avgjørelser, både globalt og nasjonalt. OKEA opererer kun på norsk sokkel, noe som medfører at nesten all deres politiske risiko når det kommer til selve oljeboringen kan knyttes til norsk politikk. For OKEA vil regulatoriske endringer ha store konsekvenser for driften, både i positiv og negativ retning. Elektrifisering av plattformer med strømforsyning fra land er et aktuelt tema som vil påvirke OKEA betydelig. Draugen, oljeplattformen der OKEA har størst eierandel, har nylig fått godkjent utbyggingsplaner og konsesjon for endring til drift med energi fra fastlandet (Regjeringen, 2023a). Denne endringen vil føre til enorme kutt i klimagassutslippene, noe som vil redusere CO₂-kostnadene til selskapet (Regjeringen, 2023a). På den andre siden vil dette gjøre OKEA mer sårbare for endringer i strømprisen, ettersom de nå skal fase ut gassdrevne turbiner til fordel for kraftforsyning fra strømmettet på land. Dette er ett av flere eksempler på hvordan politiske forhold påvirker OKEA og hvilken risiko dette medfører.

I tillegg til innenrikspolitikk påvirkes OKEA også av den geopolitiske situasjonen og internasjonal politikk som eksterne faktorer. Selv om selskapet opererer på norsk sokkel, er inntektene deres i stor grad avhengig av oljeprisen. Oljeprisen drives blant annet av tilbud og etterspørsel, som igjen påvirkes av konflikter og krig i verden (Sehgal & Pandey 2014: 510). Et tydelig eksempel på dette er krigen i Ukraina, som har ført til betydelig volatilitet i olje- og

gassprisene. Geopolitisk usikkerhet fører også til et økt sikkerhetsfokus. Etter utbruddet av krigen i Ukraina har det for eksempel skjedd flere eksplosjoner på gassrørledningene Nord Stream 1 og 2, som forbinder Europa og Russland (Haugen, 2024). I kjølvannet av dette har sikkerheten rundt infrastruktur tilknyttet oljeindustrien blitt betydelig styrket, noe som også påvirker OKEA. Dette eksempelet er bare ett av flere lignende hendelser som man kan forvente i fremtiden.

Økonomisk

Som et petroleumsselskap er lønnsomheten til OKEA svært følsom for svingninger i olje- og gassprisene. Olje- og gassprisene er ekstremt vanskelig å forutse, noe som øker usikkerheten i bransjen betydelig både på kort og lang sikt. Ifølge Sehgal og Pandey kan driverne av oljeprisen deles inn i åtte kategorier, hvor tilbud og etterspørsel er to av dem (Sehgal & Pandey 2014: 510). Spesielt på tilbudssiden påvirkes oljeprisen i stor grad av eksportvolumet fra verdens tre største produsenter, OPEC-landene, USA, Saudi-Arabia og Russland (Yahoo Finance, 2023). Som nevnt tidligere vil politisk uro som involverer disse landene ha betydelig innvirkning på oljeprisen. Ved begynnelsen av krigen i Ukraina steg oljeprisen fra omtrent 95 kr til 130 kr på omtrent to uker (Nordnet, 2024). Som et resultat av dette, og med en generelt høy snittpris på olje i 2022, oppnådde blant annet OKEA et driftsresultat på 3 526 millioner, en økning på 1 228 millioner fra året før (OKEA, 2023a, s. 113). Dette illustrerer hvor følsomt selskapet er for fluktasjoner i oljeprisen.

På etterspørselssiden vil ulike makroøkonomiske faktorer påvirke oljeprisen. Blant annet er transport og økonomisk vekst to faktorer som påvirker etterspørselen etter olje. En betydelig nedgang i oljeetterspørselen på verdensbasis vil påvirke etterspørselen til OKEA betraktelig. Dette kom tydelig frem under koronapandemien i 2020, hvor nedstengninger og generelt lav global økonomisk aktivitet førte til et krakk i oljeetterspørselen. Uten slike dramatiske enkelthendelser anslår det amerikanske energibyrået EIA, en estimert oljepris på \$82 per fat i 2024 og \$79 i 2025 (EIA, 2024a). Dette antyder at oljeprisen på lang sikt er på vei ned, noe som for OKEA ikke er noen krise, men noe de absolutt vil bli påvirket av om nedgangen fortsetter og eventuelt også tiltar.

Sosiokulturelle

På tross av at oljeetterspørselen nådde et rekordhøyt nivå i 2023, og forventes å fortsette å øke i årene fremover, blir samfunnet stadig mer opptatt av miljø og klima (EIA, 2024a). Selv om det etterspørres et høyere volum av olje, kommer det til å bli viktigere for selskapet å drive så miljøvennlig som mulig i tiden fremover. Både på grunn av omdømmet blant petroleumsselskapene, men også for å begrense kostnader ved å redusere behovet for klimakvoter. For lønnsomheten til OKEA vil det i årene fremover bli essensielt å kutte kostnader, blant annet gjennom utslippskutt, for å holde tritt med en langsiktig utfasing av oljekonsumet i verden. Et eksempel på hvordan selskapet er i gang med dette er et prosjekt de har planlagt i samarbeid med NTNU og SINTEF. Sammen med sine to partnere har de inngått en Power Purchase Agreement (PPA) med BW Energy, som en del av utviklingen av flytende vindmøller i nærheten av Brage-plattformen. Installasjonen av de vindmøllene som er planlagt vil produsere energi tilsvarende hele 35% av plattformens forbruk, og over en sjuårsperiode vil dette redusere CO₂-utslippet fra driften på Brage-plattformen med 226 600 tonn (OKEA, 2023b; OKEA, 2023c, s. 55). Dette utgjør potensielt betydelige kutt i kostnader fra klimakvoter.

Teknologiske

OKEA er en forskningsbasert bedrift, som blant annet samarbeider med universitetet NTNU (OKEA, 2023c, s. 35). De er opptatt av å være en pådriver for teknologisk utvikling på ulike områder, men sier selv at de fokuserer på forskning mot å redusere utslipp i produksjonen (OKEA, 2023c, s. 15). Et område hvor selskapet kontinuerlig jobber med å innovere, og som det kommer til å komme teknologiske fremskritt på, er Carbon Capture and Storage (CCS). OKEA har blant annet startet et prosjekt de kaller Brage Sognefjord Carbon Capture Initiative, som er rettet mot å utvikle teknologi for karbonfangst. Hvis selskapet evner å komme opp med gode teknologiske løsninger innenfor CCS, kan de søke til Energidepartementet om tillatelse til lov om å utføre dette (Regjeringen, u.å.b). Mulighetene for å opprettholde oljeproduksjonen, samtidig som de jobber mot utslippsmålene, vil øke betydelig dersom oljeselskapene klarer å utvikle god teknologi for karbonfangst.

Generelt sett vil utviklingen av teknologi som gjør petroleumsselskapene mer klimavennlig, være avgjørende for lønnsomheten til bransjen og selskapet på lengre sikt. Ifølge Norsk Petroleum er kun omtrent 40% av oljen på norsk sokkel utvunnet (Norsk Petroleum, 2024b). For å utvinne resten av ressursene vil teknologiske fremskritt som Enhanced Oil Recovery (EOR) bli nødvendig. Et betydelig sprang på dette området vil kunne bli svært lønnsomt for OKEA på sikt. Dette skyldes selskapets fokus på relativt modne oljefelt, hvor det å øke utvinningen er sentralt, samt potensialet for bruk av ulike EOR-teknologi i området hvor flere av selskapets plattformer befinner seg (OKEA, 2024a; Sökkeldirektoratet, u.å.). Teknologiske fremskritt er det som må ligge i bunn for at OKEA skal greie å etterleve kravene både av politiske, miljømessige og legale faktorer. Dette kan anses som en kritisk faktor for OKEA sin konkurranseevne på sikt.

Miljømessige

Som et petroleumsselskap vil problemstillinger knyttet opp mot klima, miljø og bærekraft, være noe OKEA må ta på alvor hvis de skal være konkurransedyktige i markedet. Petroleumsbransjen står i dag for 25% av Norges klimagassutslipp (Miljødirektoratet, 2023a). Frem mot 2030 skal utslippene i bransjen halveres, noe som vil kreve kraftige tiltak (Regjeringen, 2023b). På sikt vil utslippskuttene kunne bli en trussel for OKEA, hvis de ikke er forberedt på de kraftige tiltakene som vil komme. Foreløpig henger de godt med, gjennom blant annet at de nylig har fått konsesjon til elektrifisering av Draugen-plattformen med energi fra landnettet. Ifølge Miljødirektoratet er nettopp elektrifisering med kraft fra landnettet det klimatiltaket som har størst utslippsreduksjonspotensial, frem mot 2030 (Miljødirektoratet, 2023a). OKEA er allerede i gang med slike initiativer, noe som er svært positivt. For at selskapet skal holde seg konkurransedyktig i bransjen også fremover, vil det være viktig at de opprettholder det tette samarbeidet med NTNU og SINTEF, for å sammen finne innovative- og bærekraftige løsninger for lønnsom produksjon.

I ESG-rapporten til OKEA nevner de også ekstremvær som en klimarelatert risiko (OKEA, 2023c, s. 15). Menneskeskapte klimaendringer fører til stadig hyppigere og kraftigere ekstremvær (Miljødirektoratet, 2023b). Som plattformbasert oljeselskap opererer OKEA i svært værharde omgivelser. Stadig kraftigere ekstremvær vil kunne påvirke produksjonen

deres direkte, samt føre til forsyningsproblemer fra leverandørene (OKEA, 2023c, s. 15). Dette vil både kunne føre til lavere inntekter på grunn av produksjonsstans, samt økte kostnader. På lengre sikt vil dette utgjøre en betydelig risiko for selskapet.

Legale

Oljeselskapers virksomhet er omfattende regulert, og lønnsomheten deres påvirkes i høyeste grad av lover og føringer. Det vil videre bli belyst to eksempler som kan fungere som en generalisering av en rekke regulatoriske faktorer som påvirker OKEA sin virksomhet.

EU har som mål å redusere verdens klimagassutslipp med 90% innen 2040, sammenlignet med nivåene fra 1990 (NHO, 2024). For å nå målet er det blant annet laget en CCS-strategi, hvor det skal fanges minst 50 millioner tonn CO₂ i året fra 2030 (NHO, 2024). Norge spiller en sentral rolle i denne planen, med høy kompetanse på området og en sokkel med stor lagringskapasitet for karbon. Denne delen av EU sine mål er et av flere punkter som vil komme til å påvirke OKEA sin virksomhet i årene fremover.

Med inntekter på petroleumsbransjens nivå, vil små endringer i skattesatsen ha enorme konsekvenser for resultatet til OKEA. I dag ligger den samlede skattesatsen for oljevirksomheter på 78%, inkludert alminnelig skatt og særskatt (Skatteetaten, u.å.). I 2022 gjorde Jonas Gahr Støre sin regjering en endring i særskatten, hvor det ble innført en beskattelse av kontantstrømmen (Skatteetaten, u.å.). Denne endringen skal ifølge finansminister Vedum føre til en nøytral særskatt, som vil gjøre investeringer gjort på norsk sokkel samfunnsøkonomisk lønnsomme (Andal, 2022). Disse endringene trådte i kraft fra inntektsåret 2022.

3.2. Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter er et verktøy som benyttes for å analysere et marked eller en bransje. Vi vil i denne besvarelsen benytte verktøyet for å kartlegge energibransjen som OKEA opererer i. Her foretas det en vurdering av kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, faren for nyetableringer og substitutter, samt den eksisterende konkurransesituasjonen i markedet.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Dersom leverandørene til OKEA oppnår for høy grad av forhandlingsmakt, vil dette kunne presse marginene til selskapet. Som relativt ferskt oljeselskap sett opp mot konkurrentene, kan dette punktet være krevende. Likevel ser det derimot ut til at OKEA har god kontroll på leverandørene sine, og kan stille ganske store krav som leverandørene må oppfylle for å bli vurdert.

Selskapet opererer med både Magnet Joint Qualification System (MJQS) og Descartes Denied Party Screening. Dette vil si at OKEA sikrer seg leverandører som er etisk forsvarlige og ikke underlagt nasjonale eller internasjonale restriksjoner (OKEA, 2023c, s. 51). Det bør likevel nevnes at MJQS brukes av alle operatører på norsk sokkel, og at det dermed ikke kan virke som noen form for konkurransefortrinn, annet enn at det holder styr på verdikjeden.

Videre nominerer OKEA leverandørene sine til revisjon jevnlig. I 2022 ble syv leverandører nominert og revidert, og resultatet var at det ikke forekom noen punkter av non-compliance, altså at alle leverandørene fulgte sine relevante retningslinjer og lovverk (OKEA, 2023c, s. 51-52).

I tillegg til disse metodene for å vurdere leverandører basert på ESG, stiller OKEA også strenge krav til leverandørene sine når det kommer til kvalitet på produktet som leveres. Blant annet hadde selskapet i 2022 stort fokus på drivstoffeffektiviteten hos leverandørene sine av PSV-skipene som støtter plattformene (OKEA, 2023c, s. 22). En Platform Supply Vessel (PSV) er en type supplybåt som frakter og leverer utstyr til og fra plattformene, og er dermed et fartøy som bruker mye drivstoff. Ved å kontinuerlig sette krav til leverandørene sine sikrer OKEA dermed utvikling i bransjen, og setter selskapet i en posisjon hvor leverandørenes forhandlingsmakt anses som lav.

Kundenes forhandlingsmakt

Produktene OKEA leverer er i stor grad de samme produktene de andre oljeprodusentene leverer, og man kan argumentere for at petroleum er homogene produkter. Ved homogene

produkter er det i all hovedsak pris som er ledende differensieringspunkt, noe som skulle tilsi at OKEA sine kunder har stor grad av forhandlingsmakt (Percy & Rosenbaum-Elliot, 2021, s. 154-166). Likevel er produktegenskapene til petroleum veldig ulike tradisjonelle handelsprodukter, da petroleum har kritiske egenskaper man ikke kan få av andre produkter eller substitutter. Dette gjør at det alltid vil være en viss etterspørsel etter produktet, som gjør at prisene kan holde seg relativt høye selv om homogenitet er en fremtredende faktor.

Handel av petroleum foregår i all hovedsak gjennom kjøp og salg av *futures*¹. I praksis gir dette bedrifter muligheten til å sikre seg et visst kvantum til et visst tidspunkt. Dette gir trygghet for etterspørselssiden, da selskapene kan sikre energi for videre drift og produksjon. Likevel gir dette også etterspørselssiden lite spillerom, og fører til at prisene i stor grad styres av tilbud og etterspørsel. Spesielt i usikre tider kan man se at etterspørselssiden vil sikre tilgangen på energi, og dermed presser prisene høyere.

Tilbudssiden i petroleumsbransjen er sterkt preget av OPEC (Organization of Petroleum Exporting Countries), som står for over 40% av tilbudet (EIA, 2024b). OPEC er en organisasjon som består av 12 medlemsland, hvor alle er store eksportører av olje og gass (OPEC, u.å.b). Organisasjonen har jevnlig møter hvor hvert medlemsland blir gitt en øvre produksjonsgrense for tiden fremover. Sammen med OPEC+ landene, som inkluderer Russland og noen mindre oljenasjoner, gir dette organisasjonen god kontroll på tilbudssiden av petroleum, og påvirker oljeprisen i veldig stor grad. For eksempel kan OPEC kutte i produksjonen dersom de ser at oljeprisen blir lavere enn ønskelig, slik at prisen igjen stiger til ønsket nivå. Samlet sett vurderes dermed kundenes forhandlingsmakt som begrenset.

Fare for nyetableringer

Petroleumsbransjen både globalt og nasjonalt preges av høye investeringskostnader. Bransjen krever store mengder av både kapital og humankapital², og det er dermed etablert sterke barrierer mot nyetableringer. OKEA, som i global skala er et relativt lite selskap, guider en CapEx³ på mellom 2,8 og 3,3 milliarder kroner i 2024 (OKEA, 2024b, s. 68). Dette viser hvor

¹ En kontrakt for kjøp og salg av en råvare til en gitt pris med levering på et gitt tidspunkt.

² Humankapital kan også forstås som intellektuell kapital.

³ Kapital som brukes til kjøp eller forbedring av langsiktige anleggsmidler.

kapitalintensiv bransjen er, og viser at det skal veldig mye finansiell styrke på plass for å etablere oljeselskap i Norge.

I tillegg til de finansielle barrierene for nyetablering, er det også en del regulatoriske krav som vanskeliggjør nyetableringer i bransjen. På norsk sokkel er det konsesjonsplikt og det må søkes om utvinningstillatelse for å tilegne seg rett til å bore etter olje (Regjeringen, 2007). Dette kan være en langsom prosess, og det tar gjerne mange år fra man søker om konsesjon til en plattform blir operativ.

Videre bør det nevnes at fremtidsutsiktene for petroleumsbransjen er usikker, og at det mest sannsynlig vil bli en gradvis utfasing av petroleumsbransjen her til lands. I en nylig publisert klimamelding fra EU-kommisjonen anbefales det en reduksjon av klimagassutslipp på 90% fra 1990-nivå innen 2040 (EU, 2024). Selv om disse målene ikke er lovfestet enda, innebærer dette sannsynligvis en sterk reduksjon i oljeproduksjon i årene fremover. Derimot hevder Equinor at oljeproduksjonen vil fortsette som per nå frem til 2040 (Equinor, 2024). OPEC hevder også at den globale etterspørselen etter olje vil øke til 109,8 millioner fat om dagen i 2045, fra 96,9 millioner fat om dagen i 2021 (OPEC, 2022, s. 97).

Totalt sett konkluderes det med at det er for store barrierer for nyetableringer i petroleumsbransjen til at dette utgjør en betydelig risiko OKEA må ta hensyn til.

Fare for substitutter

For å kartlegge grunnlaget for substitutter av petroleum kan man se på hvordan petroleum brukes i dag. Hovedsakelig brukes petroleum til transport og som råvare i diverse produkter. For transport kan det argumenteres at endring i etterspørselen ikke vil endres på kort tid. Dersom en lastebil trenger diesel i dag trenger den diesel i morgen, og det vil dermed heller være større vesentlige endringsprosesser i segmentet som kan føre til endret etterspørsel av petroleum. Det samme kan sies om petroleum som råvare i produksjon, hvor det jobbes for å erstatte bruk av petroleum. Dette ser ut til å ta lang tid og virker ikke å ha særlig suksess foreløpig. Konklusjonen foreløpig blir dermed at petroleum er et nødvendighetsprodukt som i en god stund fremover vil ha en nokså stabil etterspørselsside.

Likevel ser vi stadige fremskritt når det kommer til å substituere bort bruken av petroleum. Andelen elbiler i verden er stadig voksende, og spesielt i Norge har man sett en eksplosiv vekst av elbiler (SSB, 2023). Det skal samtidig nevnes at dette kan være en effekt av sterk statlig subsidiering innenfor transportsektoren, hvor avgifter i praksis har blitt fjernet for kjøp og salg av elbiler. Likevel gir det et verdifullt innsyn i hvordan fremtidens transportindustri vil se ut, noe som ikke er lystig med tanke på petroleumsindustrien.

For bruk av petroleumssubstitutter i vareproduksjon kan man derimot ikke se like stor suksess som i transportindustrien. Substituttene blir ofte tatt dårlig imot, ofte grunnet manglende eller nedsatte produkttegenskaper i forhold til for eksempel tradisjonelle varianter av plast. Et eksempel på dette var da McDonalds valgte å erstatte sugerørene sine med papirsugerør. Dette skapte store reaksjoner og mange avisartikler som beskrev misfornøyde kunder. Likevel er det vanskelig å se at inntjeningen til selskapet ble særlig påvirket av denne endringen, og McDonalds er heller ikke alene om å gjennomføre slike endringer. Det vil i årene fremover bli mer og mer normalt at store selskaper velger klimavennlige alternativer for å bedre sitt klimaavtrykk. Det kan dermed også antas at bedre klimavennlige alternativer vil bli tilgjengelig på lengre sikt ettersom etterspørselen øker.

Totalt sett anses faren for substitusjon som lav på kort sikt, men at det på lang sikt er en faktor som absolutt bør tas høyde for.

Eksisterende konkurransesituasjon

Den eksisterende konkurransesituasjonen på norsk sokkel preges i stor grad av store selskaper med stor tilgang på ressurser. Per starten av 2024 er det 27 aktive selskaper på den norske sokkelen, og blant disse kan man finne mange store internasjonale selskaper som hører til utenfor Norge (Norsk Petroleum, u.å.a). Selv om 27 selskaper representerer et stramt marked, bidrar det også til sunn konkurranse. Dette gjør at selskapene som opererer på norsk sokkel er presset til å kontinuerlig forbedre seg for å kunne konkurrere.

Samtidig som konkurransesituasjonen preges av mange store aktører, er det også i mange tilfeller konkurrentene OKEA samarbeider med. Den kapitalintensive petroleumsbransjen fører til at mange samarbeider i de ulike oljefeltene. Blant samarbeidspartnerne til OKEA finner man selskaper som Equinor, Aker BP og Petoro. I tillegg er det slik at de ulike petroleumsselskapene ikke har identiske forretningsmodeller. Noen av selskapene fokuserer mer på fornybar enn andre, mens noen fokuserer mer på leting etter nye reservoarer. OKEA sin mid- to late-life forretningsmodell gjør dermed at den eksisterende konkurransesituasjonen kan kategoriseres som krevende, men akseptabel.

3.3. VRIO-analyse

Ressurser er materielle og immaterielle eiendeler som et selskap kontrollerer, og kan benyttes til å utvikle og gjennomføre sine strategier (Barney & Hesterly 2008: 74). VRIO-analysen er nyttig når det er ønskelig å få oversikt over en bedrift sine ressurser og hvorvidt disse ressursene kan benyttes til å oppnå varige konkurransefortrinn. Analysen behandler interne forhold i en organisasjon eller selskap, og har som hensikt å gi bedre innsikt i OKEA sitt konkurransemessige potensial. Modellen går ut på å måle ressursene etter om de er verdifulle (v), sjeldne (r), ikke-imiterbare (i) og godt organisert (o). Petroleumsbransjen opplever sterk påvirkning fra makroøkonomiske forhold, det er likevel av stor interesse å se nærmere på de interne forholdene som et selskap har påvirkningskraft over. Vi har valgt å avgrense denne delen til å se nærmere på og vurdere tre av bedriftens ressurser, disse er bærekraft, kompetanse og verdikjede.

Bærekraft

Bærekraft har blitt et viktig satsingsområde for mange bedrifter. “Grønne” bedrifter og grønn drift har blitt en dagsaktuell måte å differensiere seg på (Chen & Chang 2013: 489).

Forbrukere har i tillegg blitt mer bevisst på tilgjengeligheten til grønne produkter og tjenester, og flere av dem er også villige til å betale mer (Lin et al. 2017: 425). Verden sin oppfatning av viktigheten til bærekraft har økt i nyere år, og slik situasjonen er nå forventes det at denne trenden vil fortsette. Det er derfor ønskelig å se nærmere på denne ressursen for å finne ut om den kan bidra til å gi OKEA et varig konkurransefortrinn.

OKEA opplyser på egen nettside at bærekraft er innarbeidet i virksomheten og alle deres operasjonelle aktiviteter (OKEA, 2024c). Videre er det verdt å nevne at siden OKEA er et relativt nytt selskap, har bærekraft vært en del av deres forretningsmodell siden oppstart. I motsetning til eldre aktører som Equinor og Aker BP som heller har implementert bærekraft i sin forretningsmodell i nyere tider.

“Grønnvasking” er blitt et utbredt fenomen i næringslivet. Grønnvasking kan defineres som handlingen med å spre misledende informasjon til konsumenter om en bedrifts bærekraftige handlinger eller de miljømessige fordelene ved et produkt eller en tjeneste (Baum, 2012, s. 423). I sin årlige ESG-rapport presenterer OKEA hvordan de på lang sikt skal klare å kutte utslippene, de har også et konkret mål om å redusere utslippet av CO₂ med 390 000 tonn innen 2030 (OKEA, 2023, s. 12). Rapporten er omfattende og inneholder informasjon om blant annet verdiskapning, bærekraft, miljø, sosiale aspekter og styresett. Dette gir indikasjoner om at OKEA er en bedrift som tar bærekraft på alvor, noe som er positivt og som potensielt kan gi konkurransefortrinn.

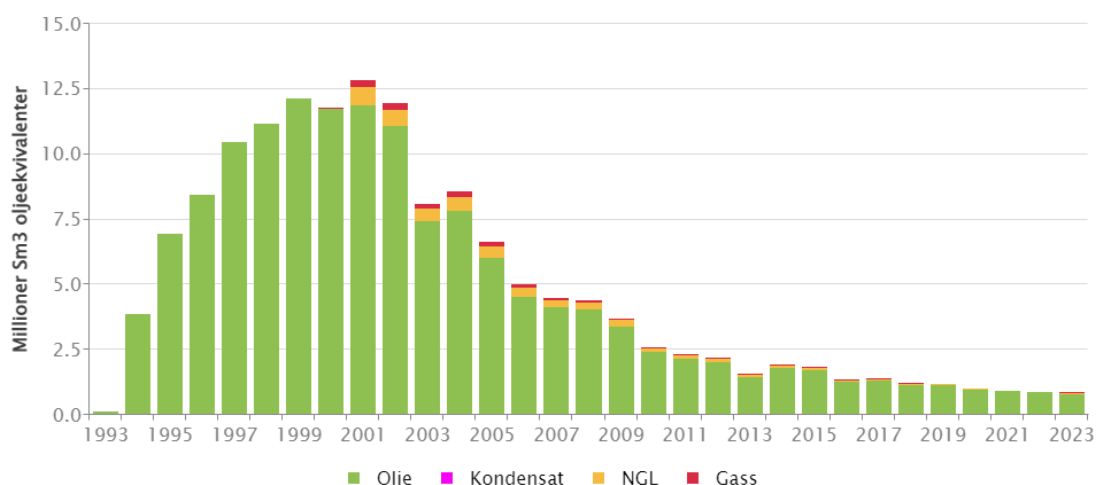
Bærekraftens betydning og posisjon i næringslivet har kun blitt viktigere med tiden, og dermed anser vi denne ressursen som verdifull. Ressursen er derimot ikke sjelden. Equinor, Aker BP og Vår Energi vier masse plass til dette emnet på egne nettsider og i deres drift. Vi ser også på denne ressursen som imiterbar. Avslutningsvis så ønsker vi å se på om ressursen er godt organisert. Det er store likheter mellom OKEA sin forretningsmodell og bærekraft, nemlig stadig forbedring av allerede eksisterende infrastruktur. I ESG rapporten til OKEA blir det lagt frem konkrete planer for fremtiden, men også hva som gjøres i dag for å nå dette målet. Følgelig anser vi ressursen som godt organisert i OKEA sitt tilfelle.

Kompetanse

OKEA omtaler seg selv som et kunnskapsdrevet selskap. Kompetanse og kunnskap er helt klart en av de viktigste ressursene for et selskap i petroleumsbransjen og er dermed verdifullt å se nærmere på. Det som gjør OKEA sin kompetanse unik er at de har spisset sin kompetanse til å forlenge levetiden til eldre plattformer på norsk sokkel. Forretningsmodellen går ut på å hente ut de siste restene av olje og gass fra eldre plattformer hvor større aktører som Equinor og Aker ikke lenger har ønske om å være operatør lenger. Deler av denne kompetansen

kommer fra strategiske samarbeid med viktige aktører i petroleumsbransjen som blant annet ABB. OKEA skriver på egne nettsider at ABB er en viktig samarbeidspartner på veien mot å realisere målet om å være operatør for Draugen feltet fram til 2040 (OKEA, 2019).

Senfase-kompetansen er utvilsomt en av de viktigste ressursene i OKEA og kan anses som bærebjelken i det som har vært forretningsideen helt siden oppstart. I figur 2 kan vi se at dagens produksjon på Draugen feltet er mye lavere enn hva produksjonen var i sine mest produktive år. Til tross for dette har OKEA klart å skape store verdier fra brønnen, noe som tilsier at de har en solid kompetanse innenfor dette feltet.



Figur 2 - Feltets Produksjon Draugen siste 20 år, målt i millioner Sm3 oljeekvivalenter (Norsk Petroleum u.å.b)

Selskapet understreker også at de tilegner seg sin kompetanse fra samarbeid med lokale forskningsinstitusjoner som NTNU og SINTEF (OKEA, 2023c, s. 55). I ESG-rapporten viser OKEA til at 60% av aktiviteten til R&D avdelingen ble gjort i lag med lokale forskningsinstitusjoner (OKEA, 2023c, s. 55). Videre vektlegger OKEA at mye av deres kompetanse kommer fra sine kompetente ansatte, OKEA vier også plass til dette temaet i sin ESG-rapport. I petroleumsbransjen finnes det uten tvil flere aktører med mer erfaring og kompetanse enn OKEA, da selskapet ikke har eksistert i mer enn ni år. OKEA har dermed valgt å tilpasse og spesialisere sin kompetanse til å forlenge levetiden på eldre plattformer, dette kan gi varige konkurransefortrinn.

Kompetansen som OKEA sitter på anser vi som verdifull. Vi velger også å se på OKEA sin senfase-kompetanse som sjelden da større aktører velger å selge sine andeler av eldre felt til OKEA, noe som leder oss til å tro at dette er kompetanse som ikke alle innehar. På kort sikt ser vi på kompetansen som ikke-imiterbar, den ses derimot som imiterbar på lang sikt.

Kompetansen er innarbeidet i OKEA sin forretningsmodell, og selskapet vier mye plass til dette temaet i sine rapporter. Følgelig anser vi ressursen som godt organisert.

Verdikjede

Det er også hensiktsmessig å se nærmere på OKEA sin verdikjede og hvilken grad av kontroll de har over egen verdikjede. Petroleumsbransjen gjenkjennes i stor grad av massive aktører som har integrert store deler av eller hele verdikjeden sin. Da OKEA er et yngre selskap som ikke har vært i drift i ti år enda, er det naturlig at de ikke har rukket å integrere hele sin verdikjede. Det er likevel ønskelig å se på hva slags samarbeid OKEA har med leverandører og andre viktige aktører i bransjen.

Per dags dato har ikke OKEA integrert noen andre selskaper inn i eget selskap gjennom direkte eierskap. Det de derimot har gjort er å inngå en rekke strategiske partnerskap med viktige aktører i bransjen. Disse ressursene vil bli vurdert for å undersøke om de kan gi OKEA konkurransemessige fortrinn. En av de største partnerne til OKEA er Equinor. Equinor ønsket OKEA velkommen som partner i Statfjordfeltet etter at OKEA kjøpte en 28% andel i Statfjord-området. Dette viser at OKEA er interessert i å kombinere sin senfase-kompetanse med kompetansen til større og modne aktører som Equinor.

Som tidligere nevnt har OKEA inngått et samarbeid med svenske ABB. Dette sikrer OKEA god kontroll over Draugen's automatisering- og kraftbehov. ABB er en ledende aktør innenfor elektrifisering og automatisering (ABB, u.å.). Et samarbeid her anses som verdifullt og OKEA utpeker dette samarbeidet som en av årsakene til at Draugen muligens kan være i drift helt frem til 2040. Som senfase-operatør er det kritisk at OKEA har samarbeid med partnere som kan gjøre dem mer effektive i anvendelsen av sine ressurser.

Videre er strømforsyningen til plattformene et ledd som OKEA har jobbet mot å få kontroll over. OKEA og Equinor har også blitt enige om å elektrifisere Draugen og Njord A med kraft

fra land (Regjeringen, 2023a). Prosjektet vil redusere utslippet av CO2 med 330 000 tonn i året (Regjeringen, 2023a), og OKEA hevder selv at dette vil gi reduserte kostnader på sikt. I tillegg har OKEA et ønske om å få sin energi fra havvind, gitt at partnerne BW Ideal og Fram Wind Solutions får støtte fra Enova (Sandvik, 2024).

God kontroll over verdikjeden anser vi som en verdifull ressurs, til tross for at OKEA ikke har noen grad av integrasjon har de likevel sikret seg kontroll gjennom nøye uttenkte samarbeid. Ressursen er derimot ikke sjelden da bransjen kjennetegnes ved høy grad av vertikal integrasjon fra store selskaper. Hvorvidt ressursen er lett å kopiere kan diskuteres. På kort sikt er det nærmest umulig da det gjerne kreves enorme ressurser for en slik omstilling, men på lengre sikt er det fullt mulig å etterligne dette. Vi anser videre at OKEA sin verdikjede og sine samarbeid som godt organiserte.

Oppsummering av VRIO-analysen

For å oppsummere VRIO-analysen så ser vi at OKEA sin kompetanse er det som gir dem et fortrinn i bransjen. OKEA sin senfase-kompetanse er grunnmuren i hele driften, og selv om teknologien er imiterbar på lang sikt så gir det OKEA et fortrinn på kort sikt. Bærekraft som ressurs gir OKEA ingen fortrinn da ressursen blir utnyttet på samme måte som de fleste andre aktørene i den norske petroleumsbransjen. Verdikjeden er en ressurs som OKEA har god styring på, gjennom strategiske samarbeid. Til tross for dette er den hverken unik eller integrert i motsetning til aktører som Equinor og Aker BP, og blir følgelig vurdert til konkurransemessig paritet. Vi har sammenfattet analysen i *tabell 1* under. Rammeverket for VRIO-analysen er basert på artikkelen *Strategic management and competitive advantage* utviklet av Barney og Hesterly.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Godt organisert	Oppsummert
Bærekraft	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Kompetanse	Ja	Ja	Til en viss grad	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Verdikjede	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet

Tabell 1 - Oppsummering av VRIO. Kompetanse som midlertidig konkurransefortrinn.

3.4. SWOT-analyse

I oppsummeringen av den strategiske analysen vil det bli benyttet en SWOT-analyse. Dette er en god analyse for å belyse et selskaps interne og eksterne situasjon i dag, samt for å belyse hvilke muligheter og trusler selskapet vil kunne møte i fremtiden. SWOT-analysen vil presenteres gjennom en matrise med komponenter fra alle de tidligere utførte analysene. Dette vil gi en oversikt over kritiske faktorer for OKEA sin videre drift, som også vil være med på å legge grunnlaget for verdsettelsen av selskapet.

Analysen kan sees på som en oppsummering av den strategiske analysen, men det er likevel mulig å trekke frem noen hovedpunkter som kan anses som de mest kritiske. Hva gjelder interne styrker, kan selskapets midlertidige konkurransefordel trekkes frem. Selskapet har en unik kompetanse når det kommer til å være senfase-operatør på petroleumfelt, noe som også er selve grunnmuren i selskapets forretningsmodell.

Selv om kompetansen i forretningsmodellen sees på som en styrke, er det også vesentlige svakheter ved selve forretningsmodellen. Det største og mest åpenbare risikoen her kan knyttes til usikkerhet som kommer med senfase petroleumfelt. I 2023 resulterte dette i enorme nedskrivninger og kursfall, og er et punkt som skiller OKEA fra sammenlignbare selskaper. Vi mener denne risikoen ved forretningsmodellen bør prises inn i aksjekursen, noe vi har valgt å gjøre i den finansielle analysen.

Når det kommer til muligheter blant de eksterne faktorene kan man trekke frem flere viktige faktorer. For OKEA kan kjøpsmuligheter i en bransje i forandring virkelig være en mulighet som kan styrke selskaper i årene fremover. Mange store tradisjonelle olje-/energisekskaper velger nå å sette av store ressurser til fornybarsatsing, og for noen selskaper kan dette føre til redusert fokus på petroleumsvirksomhet over tid. Samtidig er det grønne skiftet en faktor som kan føre til økt insentiv for å selge blant nåværende lisenseiere. For OKEA kan dette føre til flere gode muligheter for kjøp av lisenser i årene som kommer.

En viktig faktor blant de eksterne truslene for OKEA er lønnsomheten som knyttes opp mot en veldig volatil olje- og gasspris. Som tidligere beskrevet har OPEC en meget stor innflytelse på tilbudssiden, og ved en gjenopptakelse av organisasjonens tidligere produksjonskutt vil spesielt oljeprisen kunne svekkes. Selv om dette ikke er en eksklusiv trussel for OKEA, er dette noe som absolutt bør prises inn i aksjekursen. Samtidig skal det nevnes at en volatil olje- og gasspris også kan komme OKEA til gode, da selskapet kan få høyere priser enn prognosene så langt skulle tilsi.

Interne faktorer	
<p>Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> - Midlertidig konkurransefortrinn - Kompetente partnere - Kostnadseffektive 	<p>Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Høy gjeldsandel - Risikofylt forretningsmodell - Ingen varige konkurransefortrinn
Eksterne faktorer	
<p>Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Kjøpsmuligheter i en bransje i forandring - Økt søkelys på energisikkerhet - Høye etableringskostnader i bransjen 	<p>Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> - Lønnsomhet knyttet til volatile markedspriser - Det grønne skiftet - Regulatoriske endringer - Tilbudsside styrt av store aktører

Tabell 2 - SWOT. Styrker, svakheter, muligheter og trusler.

Den strategiske analysen oppsummert gir oversikt over hvordan situasjonen er i dagens petroleumsbransje, men gir også indikasjoner for fremtiden. Det som kommer klart frem er at det er en viss risiko forbundet med lønnsomheten i petroleumsbransjen. Samt at det ser ut til at petroleumsbransjen vil fases ut på lengre sikt. Disse risikoelementene ønsker vi å inkludere i våre beregninger gjennom et høyere avkastningskrav som skal gjenspeile denne risikoen. Videre er det hensiktsmessig å nevne at OKEA er et selskap i vekst med en noe unik

forretningsmodell. Dette tilsier at våre prognoser for fremtidige inntekter vil ligge noe høyere enn hva de muligens hadde gjort for mer modne aktører. Selskapets vekst og deres evne til å drive kostnadseffektivt er noe vi anser som positivt og vil bli gjenspeilet i vårt kursmål.

4. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en essensiell del av en bedrift sin økonomistyring. Analysen er en grundig gjennomgang av bedriftens økonomiske aktivitet som blant annet innebærer regnskapsopplysninger, transaksjoner og andre aktiviteter som har betydning for den økonomiske helsen. Regnskapsanalysen er hensiktsmessig for en rekke parter og kan gi verdifull informasjon til virksomheten, potensielle eiere samt kreditorer (Gjesdal, 2007, s. 4). Mange av dagens verdsettelsesmetoder tar utgangspunkt i fremtidige kontantstrømmer og fremtidig vekst. Det er likevel svært verdifullt å se nærmere på hva regnskapet avgir av historisk informasjon, men også informasjon om dagens situasjon. I denne analysen vil vi se på års- og kvartalsrapporter i perioden mellom 2019 og 2023 for å finne ut mer om den økonomiske situasjonen i OKEA. Hva som regnes som gode nøkkeltall kan variere stort mellom bransjer. Vi anser det derfor som hensiktsmessig å sammenligne OKEA sine nøkkeltall med nøkkeltallene til Equinor og Aker BP for å kunne se hvorvidt OKEA gjør det bra i forhold til andre aktører i bransjen.

4.1. Resultatregnskap og balanse

Resultatregnskap i 1000 NOK	2023	2022	2021	2020	2019
Salgsinntekt	8 738 903	6 398 654	3 780 641	1 652 311	2 935 635
Annen driftsrelatert inntekt	145 631	253 975	101 232	77 911	83 931
Sum driftsinntekter	8 884 534	6 652 629	3 881 873	1 730 222	3 019 566
Varekostnad	-2 083 788	-1 616 020	-860 419	-695 877	-708 649
Endring produksjonsbeholdning	-684 204	296 523	23 087	16 690	-272 472
Annen driftskostnad	-203 398	-327 506	-342 972	-97 036	-299 446
Avskrivning	-1 695 088	-769 359	-672 450	-699 403	-703 883
Nedskrivning	-2 744 808	-497 584	363 765	-1 387 018	-105 394
Salg- og administrasjonskostnader	-157 066	-212 602	-95 024	-86 713	-102 562
Sum driftskostnader	-7 568 352	-3 126 548	-1 584 013	-2 949 357	-2 192 406
Driftsresultat	1 316 182	3 526 081	2 297 860	-1 219 135	827 160
Finansinntekter	264 295	126 041	79 884	105 559	103 893
Finanskostnader	-330 006	-334 055	-197 001	-268 907	-444 880
Valutagevinst	-151 494	-103 101	-74 761	151 744	-66 777
Netto finansposter	-217 205	-311 115	-191 878	-11 604	-407 764
Resultat før skatt	1 098 977	3 214 966	2 105 982	-1 230 739	419 396
Skattekostnad	-2 034 335	-2 545 357	-1 502 673	628 014	-490 527
Årsresultat	-935 358	669 609	603 309	-602 725	-71 131

Tabell 3 - Resultatregnskapet 2019-2023

Balanse per 31.12 i 1000 NOK	2023	2022	2021	2020	2019
Eiendeler					
Anleggsmidler	14 040 173	11 972 867	8 734 362	7 866 930	8 558 409
Omløpsmidler	4 459 448	3 648 261	3 638 774	1 909 534	2 427 682
Sum eiendeler	18 499 621	15 621 128	12 373 136	9 776 464	10 986 091
Egenkapital og gjeld					
Egenkapital	725 642	2 078 030	1 708 783	1 082 725	1 681 430
Sum egenkapital	725 642	2 078 030	1 708 783	1 082 725	1 681 430
Langsiktig gjeld	12 333 823	10 685 633	8 876 200	7 716 687	7 556 259
Kortsiktig gjeld	5 440 156	2 857 465	1 788 153	977 052	1 748 402
Sum gjeld	17 773 979	13 543 098	10 664 353	8 693 739	9 304 661
Sum egenkapital og gjeld	18 499 621	15 621 128	12 373 136	9 776 464	10 986 091

Tabell 4 - Balanse 2019-2023

4.2. Lønnsomhet

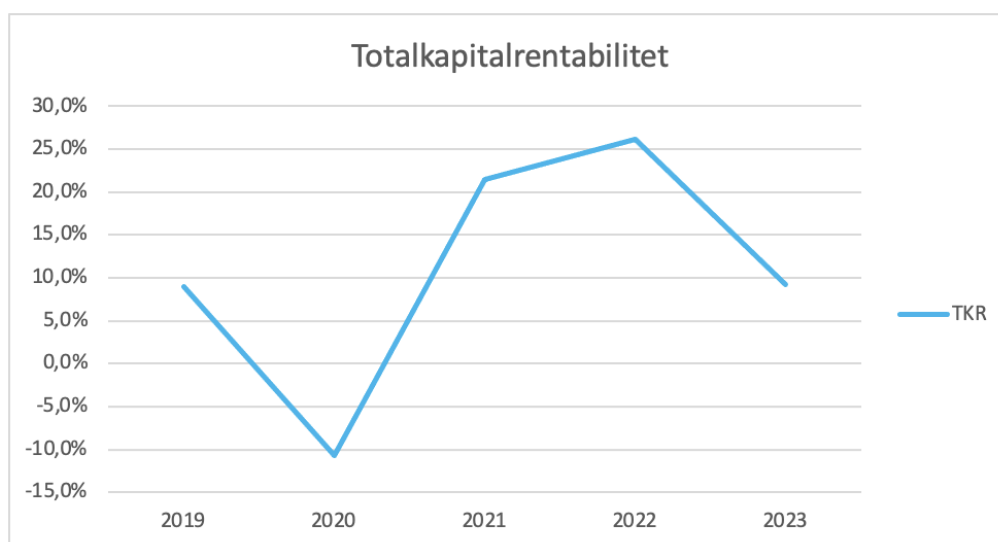
Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet kan defineres som “Et mål på bedriftens lønnsomhet sett i forhold til gjennomsnittlig totalkapital” (Visma, u.å.a). Rentabiliteten uttrykkes som en prosent, og gir verdifull informasjon om bedriftens lønnsomhet, hvor både investorer og kreditorer sin kapital tas hensyn til. Nøkkeltallet forteller oss noe om lønnsomheten til en bedrift, følgelig er det ønskelig at tallet skal være så høyt som mulig.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{gjennomsnittlig totalkapital}}$$

	2023	2022	2021	2020	2019
Totalkapitalrentabilitet	9,26 %	26,09 %	21,47 %	-10,73 %	8,96 %

Tabell 5 - Totalkapitalrentabilitet 2019-2023 i prosent



Figur 3 - Totalkapitalrentabilitet 2019 - 2023

Av figur 3 kan vi se at OKEA sin totalkapitalrentabilitet har vært varierende gjennom årene, og for de fem siste årene har snittet ligget på rundt elleve prosent. 2020 ses gjerne på som et spesielt år grunnet et drastisk fall i etterspørselen etter olje og gass. Etter 2020 har OKEA hatt

en positiv utvikling i TKR, svekkelsen i 2023 skyldes et svakere driftsresultat forbundet med store nedskrivninger. Equinor og Aker BP hadde i samme tidsperiode en gjennomsnittlig TKR på respektive 21,75% og 20,94%. Disse tallene er en god del høyere enn OKEA sin TKR, vi er likevel ikke overrasket da Equinor og Aker BP er modne aktører i bransjen som regnes som mer stabile selskaper. Mye av dette skyldes at OKEA har et høyere kostnadsnivå som er forbundet med svært høye avskrivnings- og nedskrivningskostnader de siste årene, som har hatt en betydelig resultateffekt i OKEA sitt tilfelle.

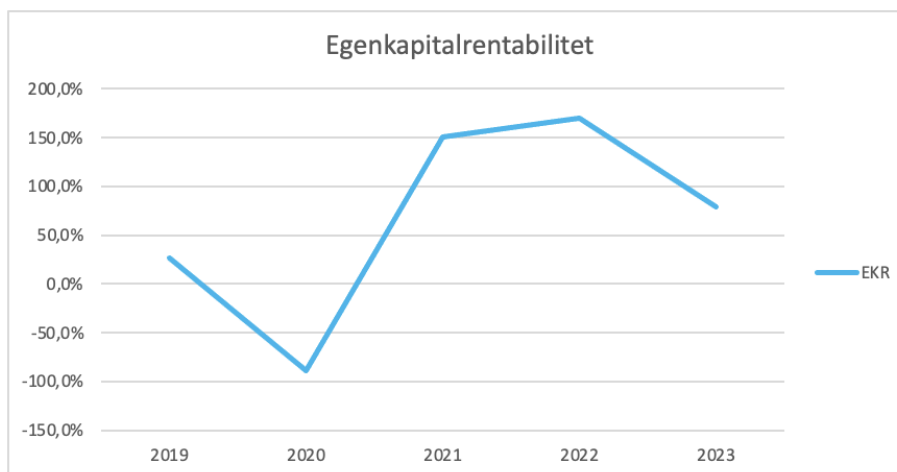
Egenkapitalrentabilitet

I likhet med total kapitalrentabiliteten (TKR) er egenkapitalrentabiliteten (EKR) et mål på inntjeningssevnen i selskapet. Forskjellen er at egenkapitalrentabiliteten kan sies å være selskapets avkastning på investeringer gjort av aksjonærene (Visma, u.å.b). Jo høyere egenkapitalrentabiliteten er, desto høyere er lønnsomheten for eierne (Visma, u.å.b). Hvis egenkapitalrentabiliteten ikke er tilstrekkelig høy, vil aksjonærene heller forsøke å oppnå en høyere avkastning en annen plass, og bevege seg over til et annet investeringsobjekt. Sett opp mot total kapitalrentabiliteten bør egenkapitalrentabiliteten være noe høyere, med bakgrunn i at aksjonærene påtar seg større risiko enn for eksempel långivere med pantessikkerhet.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} * 100\%}{\text{gjennomsnittlig egenkapital}}$$

	2023	2022	2021	2020	2019
Egenkapitalrentabilitet	78,40 %	169,80 %	150,88 %	-89,05 %	26,67 %

Tabell 6 - Egenkapitalrentabilitet 2019-2023 i prosent



Figur 4 - Egenkapitalrentabilitet 2019-2023

Ved å se på de presenterte verdiene i *figur 4* kan man se at året 2020 skiller seg veldig ut i negativ retning, hva gjelder egenkapitalrentabilitet. Dette var et unntaksår grunnet pandemien, som førte med seg drastiske kutt i etterspørselen etter olje og gass. Dette førte til negativ lønnsomhet for OKEA, som endte med en egenkapitalrentabilitet på -89,05%. I 2021 og 2022 ser man av grafen at egenkapitalrentabiliteten deres var ekstremt høy på henholdsvis ca. 170% og 151%. Mye av grunnen til dette kan sies å være olje- og gasspriser som steg enormt i denne perioden, grunnet tiltakende etterspørsel og en svært begrenset tilbudsside.

Sammenligner man egenkapitalrentabiliteten med total kapitalrentabiliteten, vil gjerne egenkapitalrentabiliteten ligge et par prosent over total kapitalrentabiliteten, grunnet den ekstra risikoen aksjonærene tar på seg. I OKEA sitt tilfelle ser man at egenkapitalrentabiliteten er mye høyere når den er positiv og veldig mye lavere når den er negativ. Dette kan begrunnes med at OKEA har en høy gjeldsgrad, noe som medfører at egenkapitalrentabiliteten er svært resultatsensitiv. Aker BP og Equinor hadde i samme tidsperiode en gjennomsnittlig EKR på henholdsvis 75,92% og 68,06%, tett etterfulgt av OKEA med 67,34%. Samtlige aktører har for øvrig hatt en relativt lik utvikling i egenkapitalrentabiliteten, med lave tall i 2020, etterfulgt av svært høye tall i 2021 og 2022. På dette nøkkeltallet presterer OKEA jevnt med andre aktører i bransjen, noe som anses som positivt, og generelt sett genereres det mye fortjeneste på aksjonærenes investeringer.

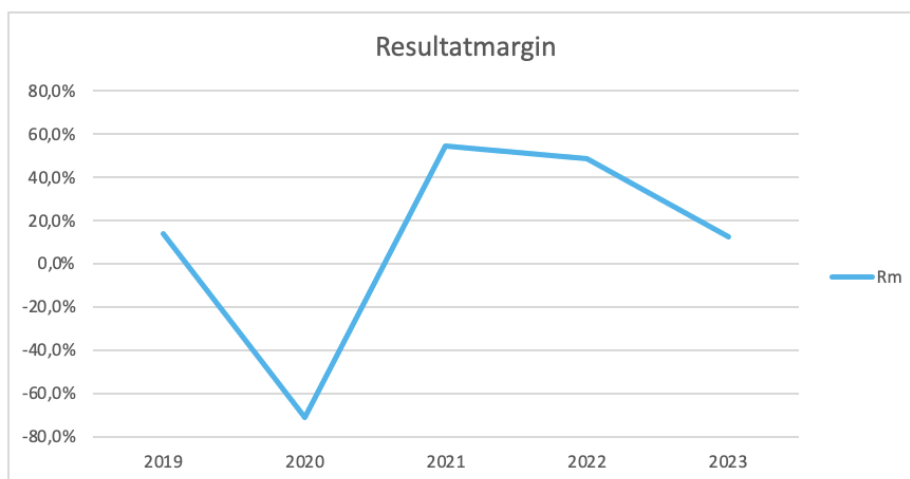
Resultatmargin

Resultatmargin ser på netto resultat før skatt i prosent av driftsinntektene. Nøkkeltallet avgir informasjon om profitabiliteten til et selskap og egner seg godt for å sammenligne med konkurrenter da finanskostnader blir hensyntatt (Visma, u.å.c). Fordi resultatmargin er et mål på lønnsomhet er det ønskelig med et høyt tall, hvor en høy resultatmargin tilsier at en bedrift tjener mye per krone som blir omsatt. Resultatmargin har også en betydningsfull verdi for eiere og ledere, da en høy margin kan være et viktig kriterium for utdeling av bonuser.

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

	2023	2022	2021	2020	2019
Resultatmargin	12,37 %	48,33 %	54,25 %	-71,13 %	13,89 %

Tabell 7 - Resultatmargin 2019-2023 i prosent



Figur 5 - Resultatmargin 2019-2023

Av figur 5 kan en se at OKEA sin resultatmargin har vært skiftende gjennom de fem siste årene. Den gjennomsnittlige resultatmarginen for de siste fem årene har ligget på 11,54%. Likevel kan en forskjell på 125,38% observeres mellom 2020 og 2021, noe vi anser som betydelig. Dette er likevel ikke så uvanlig gitt at OKEA ikke har vært operative i mange år og ikke har oppnådd stabiliteten til mer modne aktører i petroleumsbransjen, samt at 2020 forbindes med en drastisk svekkelse i oljeetterspørselen. OKEA har sett en sterk positiv

utvikling i resultatmarginen siden pandemien, med en svekkelse i 2023 som skyldes et høyt kostnadsnivå. Hva som regnes som god resultatmargin varierer fra selskap til selskap, og det er videre hensiktsmessig å se i lys av sektoren som helhet. Equinor og Aker BP hadde i samme periode en gjennomsnittlig resultatmargin på respektive 25,47% og 44,73%. Dette tilsier at både Equinor og Aker BP tjener vesentlig mye mer per krone som omsettes, og OKEA evner ikke å etterligne dette i samme grad.

4.3. Finansiering

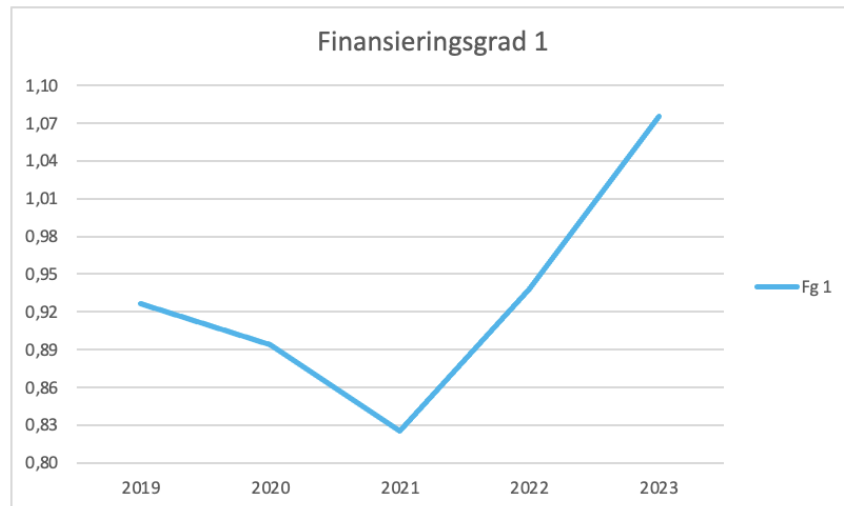
Finansieringsgrad 1

Det er nyttig å se nærmere på kapitalstrukturen til et selskap for å danne seg en forståelse for hvordan et selskap finansierer sin drift. Nøkkeltallet finansieringsgrad 1 viser i hvilken grad anleggsmidlene er finansiert av langsiktig gjeld (Altinn, u.å.a). Det er ønskelig at dette tallet ligger under 1, for hvis tallet ligger over 1 tilsier dette at deler av anleggsmidlene er finansiert av kortsiktig gjeld, noe som ikke er ønskelig.

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld} + \text{Egenkapital}}$$

	2023	2022	2021	2020	2019
Finansieringsgrad 1	1,08	0,94	0,83	0,89	0,93

Tabell 8 - Finansieringsgrad 1 2019-2023 i prosent



Figur 6 - Finansieringsgrad 1 2019-2023

Det vi kan se av figur 6 er at finansieringsgraden er på vei oppover noe som er en negativ utvikling. Fram til 2023 har OKEA evnet å ha en finansieringsgrad som regnes som god. I 2023 har de derimot en finansieringsgrad over 1 som vil si at deler av OKEA sine anleggsmidler er finansiert ved bruk av kortsiktig gjeld. Dette skyldes en betydelig svekkelse i egenkapital fra 2022 til 2023. Sammenlignet med Equinor og Aker BP gjør OKEA det relativt bra her. Equinor har for samtlige av de fem siste årene evnet å ha en finansieringsgrad under 1 og presterer best av de tre aktørene. Aker BP har derimot hatt en finansieringsgrad over 1 for tre av de fem siste årene. Dette putter OKEA i midten av de tre aktørene, og vi anser at finansieringen av selskapets anleggsmidler er noe OKEA har tilfredsstillende kontroll over.

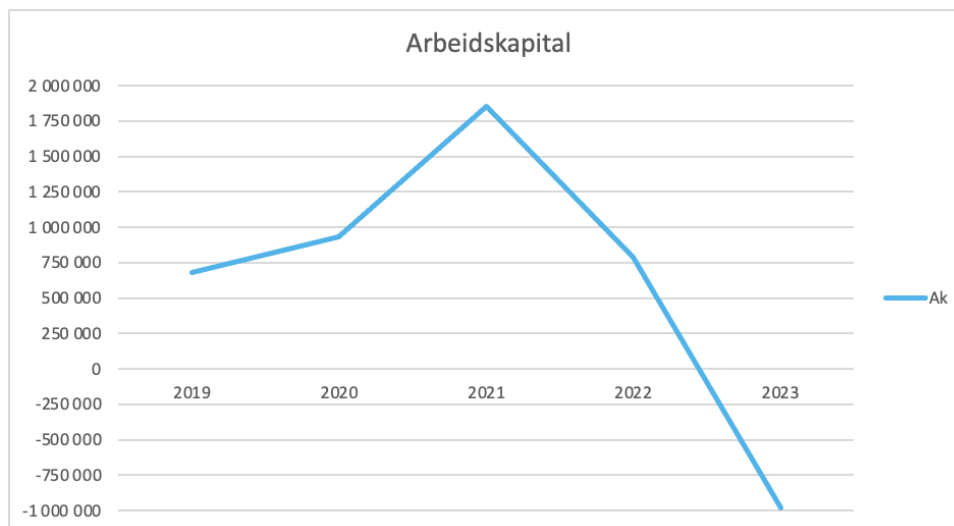
Arbeidskapital

Arbeidskapital er et nyttig nøkkeltall for å vurdere om et selskap er i stand til å dekke sine kortsiktige forpliktelser. Arbeidskapitalen uttrykkes som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Her er det ønskelig med et positivt beløp, da dette betyr at et selskap kan forvente å dekke sine kortsiktige forpliktelser for det neste året (Fiken, u.å.).

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

	2023	2022	2021	2020	2019
Arbeidskapital i 1000 NOK	-980 708	790 796	1 850 621	932 482	679 280

Tabell 9 - Arbeidskapital 2019-2023 i 1000 NOK



Figur 7 - Arbeidskapital 2019-2023

Figur 7 viser utviklingen i OKEA sin arbeidskapital for de siste fem årene. OKEA har evnet å ha positiv arbeidskapital for de fem siste årene foruten 2023. Dette skyldes hovedsakelig en økning i den kortsiktige gjelden på 90% fra 2022 til 2023. Videre er det verdt å kommentere at den positive utviklingen i arbeidskapitalen stoppet etter 2021, da OKEA også i 2022 hadde en stor økning i den kortsiktige gjelden. Det er noe mer vrient å sammenligne OKEA sin arbeidskapital med Equinor og Aker BP, da disse aktørene oppgir sitt regnskap i millioner amerikanske dollar. Det er likevel verdifullt å se om disse aktørene har evnet å ha positiv eller negativ arbeidskapital de siste årene. Equinor har hatt en positiv arbeidskapital de fem siste årene og er følgelig i best stand til å betjene sine kortsiktige forpliktelser, av de tre selskapene. Aker BP har derimot kun evnet å ha positiv arbeidskapital i 2021 og 2022. Vi ser derfor at OKEA plasseres i midten, hva gjelder evne til å betjene kortsiktige forpliktelser.

4.4. Soliditet

Egenkapitalandel

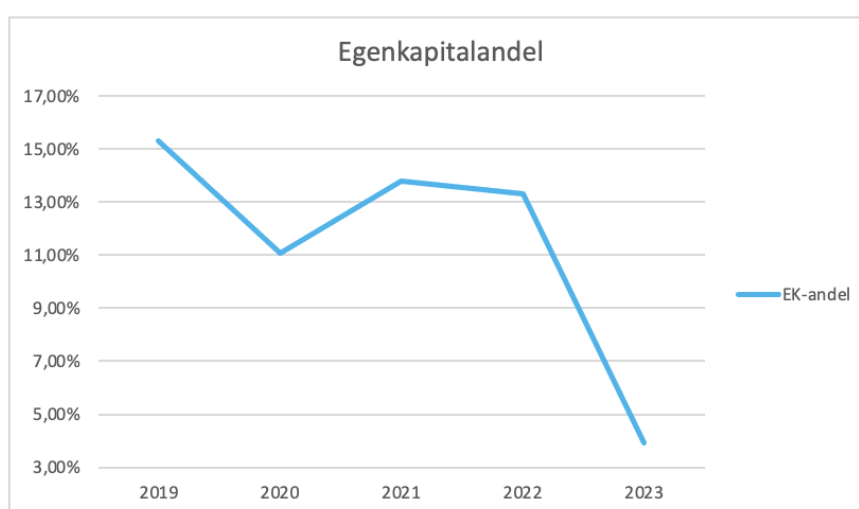
Egenkapitalandel oppgis i prosent og finnes ved å ta egenkapital delt på totalkapitalen multiplisert med 100. Egenkapitalandel viser hvilken andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Nøkkeltallet er en indikator på langsiktig stabilitet og hvor avhengig et

selskap er av sine långivere. Egenkapitalandelen viser også hvor mye av eiendelene som kan gå tapt før kreditorene sine fordringer står i fare (Altinn, u.å.b).

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

	2023	2022	2021	2020	2019
Egenkapitalandel	3,92 %	13,30 %	13,81 %	11,07 %	15,31 %

Tabell 10 - Egenkapitalandel 2019-2023 i prosent



Figur 8 - Egenkapitalandel 2019-2023

Generelle standarder for ønsket egenkapitalandel varierer gjerne mellom 20- og 30%. Egenkapitalandelen til OKEA har vært relativt stabil helt frem til 2022, dog noe lavere enn ønsket. Deretter har det vært en betydelig svekkelse fra 2022 til 2023. Gjennomsnittet har ligget på 11,48% de siste fem årene. Nedgangen i egenkapitalandelen i 2023 skyldes en betydelig reduksjon i egenkapitalen, samt en økning i gjeld. Reduksjonen i egenkapitalen skyldes blant annet et svakt resultat i 2023, forbundet med store nedskrivninger i Staffjord og Yme. Figur 8 avdekker at egenkapitalandelen til OKEA er lavere enn det som gjerne er ønskelig, til tross for dette er det mer relevant å sammenligne dette med andre aktører i petroleumsbransjen. Equinor og Aker BP har de siste fem årene hatt en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 31,19% og 23,26%, noe som er innenfor intervallet for hva som regnes som ønskelig egenkapitalandel. Dette tilsier at Equinor og Aker BP er vesentlig mer solide

enn OKEA, og at de er bedre rustet for å tåle tap av eiendeler før kreditorene sine fordringer er i fare. Dette ser vi på som negativt i OKEA sitt tilfelle.

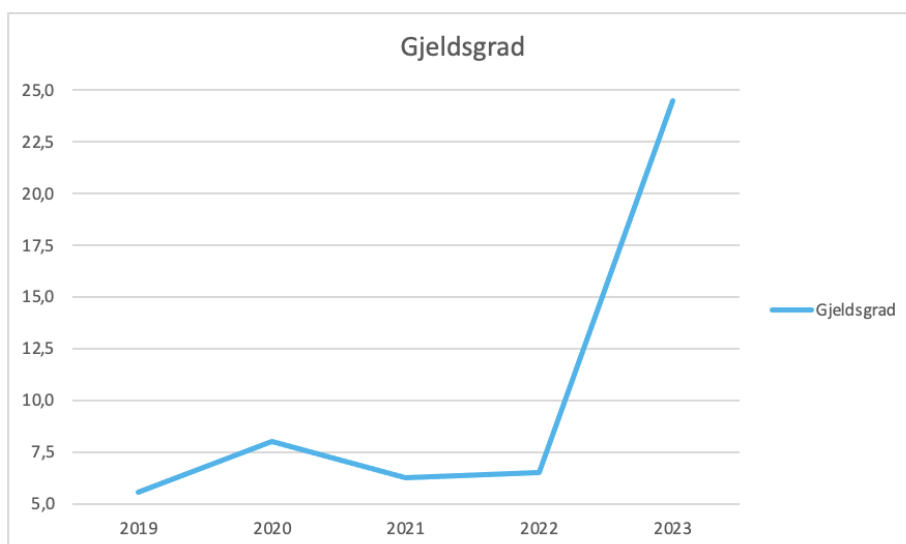
Gjeldsgrad

Gjeldsgraden til et selskap forteller hvor stor del av eiendelene som er finansiert med gjeld. Nøkkeltallet gir oss forholdet mellom gjeld og egenkapitalen i selskapet. En høy gjeldsgrad representerer gjerne høyere risiko i bedriften, fordi en større andel av selskapets kontantstrøm må brukes til å betjene lån (Visma, u.å.d).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

	2023	2022	2021	2020	2019
Gjeldsgrad	24,49	6,52	6,24	8,03	5,53

Tabell 11 - Gjeldsgrad 2019-2023



Figur 9 - Gjeldsgrad 2019-2023

Av figur 9 kan vi se at gjeldsgraden i OKEA de siste årene har snittet på omtrent 6,5. Dette betyr at selskapet har 6,5 ganger mer i gjeld enn i egenkapital. Av grafen ser vi at det kom en liten topp i 2020, hvor gjeldsgraden var på 8,03. I og med at OKEA er et selskap med relativt

mye gjeld har små endringer i resultatet store virkninger på egenkapitalen. Grunnet en lavere oljepris under pandemien, falt inntjeningen til selskapet, noe som dro ned egenkapitalen. Dette kan ha vært en grunn for den økte gjeldsgraden i 2020. Det året som dog peker seg mest ut er 2023, hvor gjeldsgraden økte til høye 24,49. Bakgrunnen for at gjeldsgraden ble så høy dette året er det flere årsaker til. Blant annet hadde OKEA veldig høye nedskrivninger knyttet til de to oljefeltene Statfjord og Yme (OKEA, 2024b, s. 4 & 19). I tillegg var det en betydelig økning i avskrivninger i 2023 sammenlignet med de foregående årene. Dette trekker ned verdien av eiendeler, og gjennom dette reduseres også egenkapitalen. Det skal også nevnes at kortsiktig gjeld har økt med 90%, noe som både kan knyttes til økt betalbar skatt, samt til utestående forpliktelser. Disse er knyttet til kjøp av lisenser eller immaterielle eiendeler (OKEA, 2024b, s. 101). En gjeldsgrad på nivået til OKEA i 2023 vil ofte tilsvare en stor risiko med høy oppside og høy nedside. I dette tilfellet er vi dog ikke like bekymret, fordi store deler av økningen i gjeldsgrad kommer fra nedskrivninger og avskrivninger. Sammenlignet med Equinor og Aker BP har disse hatt en gjennomsnittlig gjeldsgrad på respektive 2,24 og 3,75, betydelig mye lavere enn OKEA. Dette vil si at OKEA opererer med en vesentlig høyere risiko enn Equinor og Aker BP, og at en større del av selskapets kontantstrøm må brukes til å betjene gjeld.

4.5. Likviditet

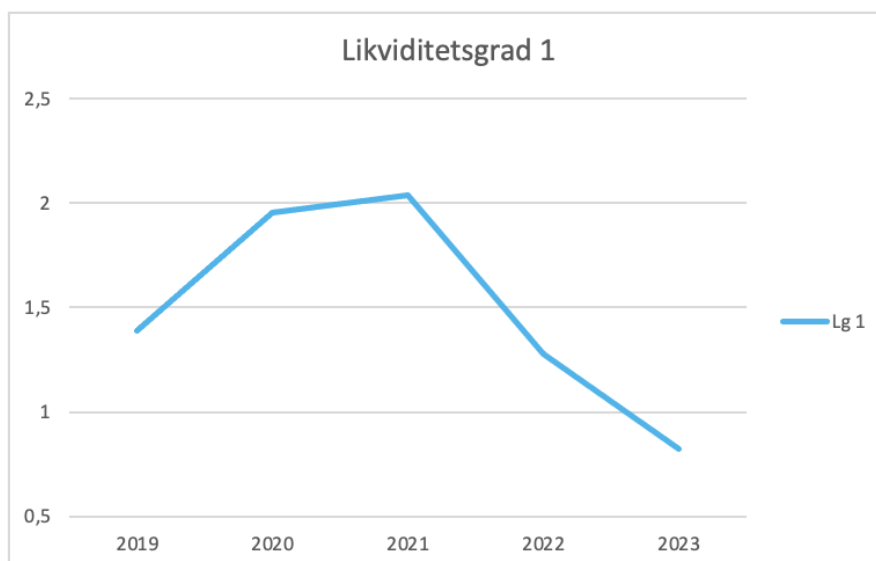
Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og den kortsiktige gjelden i selskapet. Poenget med å se på dette nøkkeltallet er for å se om selskapet er i stand til å betale sine kortsiktige forpliktelser. Den kortsiktige gjelden er alle forpliktelser som har løpetid på under ett år, altså med forfall de neste 12 månedene. En forutsetning for at dette nøkkeltallet skal være nyttig, er at varelageret kan selges og brukes for å betjene forpliktelsene (Visma, u.å.e). Dette anser vi som oppfylt, da OKEA på generell basis ikke innehar særlig store varelager.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler} * 100\%}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

	2023	2022	2021	2020	2019
Likviditetsgrad 1	0,82	1,28	2,03	1,95	1,39

Tabell 12 - Likviditetsgrad 1 2019-2023



Figur 10 - Likviditetsgrad 1 2019-2023

Vi ser av *figur 10* at likviditetsgraden utviklet seg positivt i perioden 2019 til og med 2021, hvor selskapet på sitt beste i perioden hadde 2,03 i likviditetsgrad 1. Det er ønskelig med en likviditetsgrad 1 på over 2, selv om alt over 1 kan aksepteres. Fra figuren ser vi at utviklingen siden 2021 har vært negativ, og at selskapet i 2023 hadde likviditetsgrad 1 på 0,82. Dette er en utvikling som preges av en større økning i den kortsiktige gjelden i forhold til omløpsmidlene. Spesielt fra 2022 til 2023 økte den kortsiktige gjelden betraktelig. Dette skyldes blant annet økt betalbar skatt og noen utestående forpliktelser knyttet til kjøp av lisenser eller immaterielle eiendeler (OKEA, 2024b, s. 101). Hverken OKEA, Equinor eller Aker BP har evnet å ha gjennomsnittlig over 2, som gjerne er et ønskelig nivå. Equinor hadde i denne tidsperioden et gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 1,58, OKEA sitt gjennomsnitt ligger på 1,49 og Aker BP presterte verst av de tre med et gjennomsnitt på 0,91. Sett i lys av sektoren gjør OKEA det relativt bra hva gjelder likviditet, til tross for at det ønskede nivået ligger noe høyere.

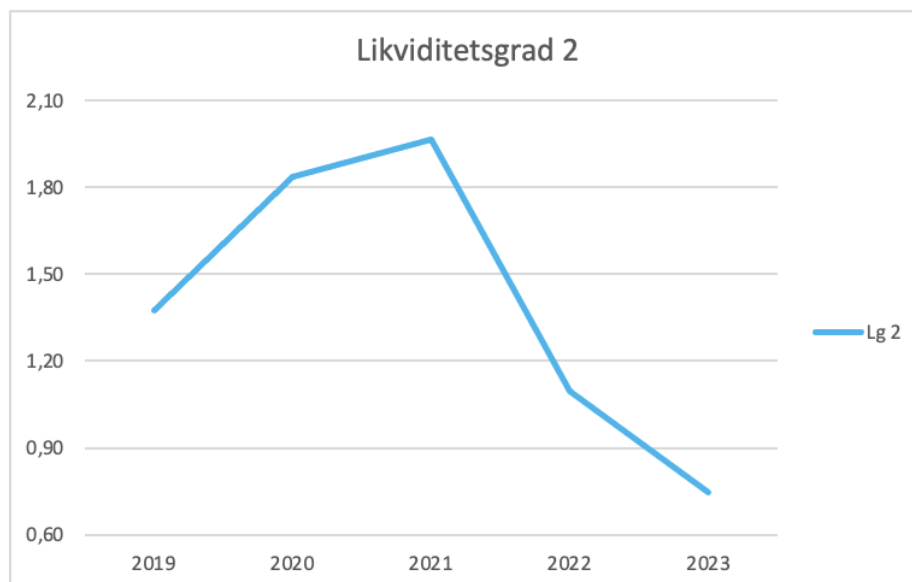
Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er et nøkkeltall som indikerer hvor likvid et selskap er på kort sikt (Visma, u.å.f). Nøkkeltallet uttrykkes som omløpsmidler eksklusiv varelager i prosent av selskapets kortsiktige gjeld. Likviditetsgrad 2 er hensiktsmessig å analysere da varelager er et moment det er knyttet usikkerhet til, fordi det ikke er gitt at varene blir solgt ut. Det er verdt å nevne at dette ikke er like overførbart til oljesektoren som andre næringer, da olje er en relativt homogen vare som selges på børsen. Til tross for dette anser vi det fortsatt som hensiktsmessig å se nærmere på.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{(\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}) * 100\%}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

	2023	2022	2021	2020	2019
Likviditetsgrad 2	0,75	1,10	1,97	1,83	1,38

Tabell 13 - Likviditetsgrad 2 2019-2023



Figur 11 - Likviditetsgrad 2 2019-2023

Den generelle standarden for hva som er ønskelig nivå for likviditetsgrad 2, er at tallet bør være høyere enn 1. Fra 2019 til og med 2021 har OKEA hatt en positiv utvikling i likviditetsgrad 2 og hatt tall som er tilfredsstillende, hva gjelder kortsiktig likviditet. Av figur 11 ser vi deretter en nedgang i 2022 og 2023, hvor OKEA i 2022 fortsatt hadde en

likviditetsgrad 2 høyere enn 1, før det gikk under 1 i 2023. Denne utviklingen skyldes i stor grad en betydelig økning i kortsiktig gjeld for de to siste årene, samt en firedobling av varelageret fra 2021 til 2022. Dette medfører at OKEA nå er mindre likvide enn tidligere år. OKEA sin gjennomsnittlige likviditetsgrad 2 for de siste fem årene ligger på 1,40. Hvis vi sammenligner dette med Equinor og Aker BP sin gjennomsnittlige likviditetsgrad 2 på henholdsvis 1,45 og 0,85 kan vi se at OKEA gjør det relativt bra her, sett i lys av sektoren som helhet.

4.6. Oppsummering av regnskapsanalysen

OKEA sin lønnsomhet er tett forbundet med endringer i olje- og gassprisene. År som 2021 og 2022 vil være svært lønnsomme for et selskap som OKEA grunnet høye olje- og gasspriser, mens år som 2020 skiller seg negativt ut med tanke på lønnsomhet grunnet lave olje- og gasspriser. Dette illustrerer hvor følsomt OKEA sin lønnsomhet er for endringer i oljeprisen. I 2020 endte OKEA opp med å ikke være lønnsomme, noe som er negativt. En annen viktig faktor som har hatt stor påvirkning på OKEA sin lønnsomhet er høye avskrivnings- og nedskrivningskostnader i 2023. OKEA har høy lønnsomhet basert på aksjonærenes investeringer, noe som skyldes OKEA sin lave egenkapitalandel. Til tross for dette har alle mål for lønnsomhet vært positive for 2023.

Fra et finansieringsperspektiv har OKEA hatt en negativ utvikling. Fra 2021 og utover har de hatt en økende finansieringsgrad 1, og i 2023 bikket dette nøkkeltallet over 1. Dette tilsier at deler av OKEA sine anleggsmidler er finansiert ved hjelp av kortsiktig gjeld, noe som ikke er ønskelig. Fra 2019 til og med 2021 reduserte de sin finansieringsgrad 1. Etter dette har utviklingen vært negativ, noe vi stiller oss kritiske til. Arbeidskapitalen har også hatt en negativ utvikling, hvor nøkkeltallet i 2023 er negativt, noe som kan bety at tiltak som kapitalinnhenting kan være et alternativ.

Egenkapitalen til OKEA har opplevd en kraftig reduksjon fra 2022 til 2023 med bakgrunn i store nedskrivninger. Nedskrivningene i Staffjordfeltet ble høyere enn forventet og selskapet har nå en utbyttestopp i 2024 som et resultat av dette. Dette, samt et negativt årsresultat for 2023, har videre ført til at OKEA nå i 2023 har en lav egenkapitalandel og en høy gjeldsgrad.

Dette betyr at OKEA opererer med en høy grad av risiko sett i lys av både sektor og generelle standarder. En lav egenkapitalandel og en høy gjeldsgrad innebærer at de verken er like solide som tidligere, eller som større aktører i bransjen.

Nøkkeltallene til OKEA kan sies å være varierende. Året 2023 preges sterkt av uforutsette kostnader som har hatt en negativ resultateffekt for OKEA, samt en økning i kortsiktig gjeld på rett over 90%. Dette har gjort at nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og -2 ikke lenger er tilfredsstillende, selv om dette er noe de har evnet godt tidligere år. Det mest kritiske punktet fra analysen er den store økningen i kortsiktig gjeld, som har effekt på en rekke ulike nøkkeltall.

For å oppsummere regnskapsanalysen vil de historiske tallene og utviklingen av nøkkeltallene ha en del implikasjoner for videre analyse. OKEA opererer i skrivende øyeblikk med en svært høy andel av gjeld, noe som er forbundet med risiko. Dette ønsker vi å fremheve gjennom å legge til et risikotillegg i gjeldsrenten vi senere skal beregne. 2023 viste seg på mange måter å bli et negativt år for OKEA, hva gjelder regnskapet. Dette ønsker vi å ta hensyn til i videre analyse, til tross for dette er det også flere positive aspekter som kan trekkes frem fra de historiske regnskapstallene. OKEA har opplevd en formidabel vekst i inntekter for de fem siste årene, og selskapet rapporterer selv at de forventer at denne veksten fortsetter. Vi tar dermed sikte på å inkludere disse aspektene inn i videre beregning av kursmål.

5. Avkastningskrav

Å finne riktig avkastningskrav til totalkapitalen er en essensiell del av DCF-metoden, da det er denne renten som de fremtidige kontantstrømmene neddiskonteres med. For å finne avkastningskravet til totalkapitalen vil vi ta utgangspunkt i modellen Weighted Average Cost of Capital (WACC). WACC-modellen tar hensyn til både aksjonærene og kreditorene sine avkastningskrav, for deretter å vekte avkastningskravene i henhold til egenkapital- og gjeldsandelen i selskapet. I arbeidet med å finne aksjonærene sitt avkastningskrav vil vi benytte oss av kapitalverdimodellen, på engelsk forkortes modellen til CAPM. OKEA har en høy gjeldsgrad og gjeldsrenten vi benytter oss av vil ha stor betydning for det endelige

avkastningskravet til total kapital. Nedenfor vil alle relevante verdier inkluderes for deretter å regne ut avkastningskravet til total kapitalen til slutt.

5.1. Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen er en modell for å beregne aksjonærene sitt avkastningskrav, og det er den mest brukte modellen til dette formålet (Norli, 2011, s. 15). Modellen går ut på at man finner avkastningskravet til aksjonærene ved å legge risikofri rente til produktet av markedets risikopremie og selskapets systematiske risiko (β). Basert på komponentene i modellen, antyder den at investorer skal kunne forvente høyere avkastning jo høyere risiko investeringen innebærer. Altså vil en investor kunne kreve en høyere avkastning av en investering i et selskap med høyere beta, og forvente lik avkastning i selskaper med samme beta (Ødegaard, 2022, s. 3).

$$r = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

r = Forventet avkastning

r_f = Risikofri rente

β = Markedsbetaen

r_m = Markedets avkastning

$r_m - r_f$ = Markedets risikopremie

Risikofri rente

Risikofri rente kan defineres som den høyeste renten man kan få på en investering uten å ta på seg risiko (KLP, u.å.). PwC sin undersøkelse “Risikopremien i det norske markedet”, understrekes det at 10-årige norske statsobligasjoner er det vanligste å bruke som risikofri rente i det norske markedet (PwC, 2023, s. 4). Vi har av den grunn valgt å legge renten på norske statsobligasjoner til grunn for vår risikofrie rente. Det blir ikke helt riktig å kalle en norsk statsobligasjon for helt risikofri, men det brukes gjerne da verdipapiret er utstedt eller garantert av den norske stat eller kommune. Den 29.12.2023, som var årets siste handelsdag,

var renten på 10-årige norske statsobligasjoner på 3,25% (Norges Bank, u.å.). Det er denne renten vi vil benytte i våre beregninger.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er et uttrykk for den ekstra risikoen en investor påtar seg ved å investere i markedet. Markedets risikopremie uttrykkes ved å ta markedets avkastning for deretter å trekke fra den risikofrie renten. Etersom OKEA er et norsk selskap registrert på Oslo Børs, vil vi benytte hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) i senere beregninger. I PwC sin undersøkelse har medianen for markedets risikopremie ligget på 5% for de siste ni årene (PwC, 2023, s. 4), og legger denne prosenten til grunn i videre beregninger. Hvis vi da summerer den risikofrie renten på 3,25% og markedets risikopremie på 5% ender vi opp med en markedsavkastning på 8,25%.

Beta

Beta (β) er mål for volatilitet, og estimerer en aksje sin bevegelse i forhold til hvordan markedet beveger seg (DNB, 2023). En beta med verdi på 1 innebærer at aksjen beveger seg helt likt som markedet. En beta med verdi > 1 vil si at aksjen er mer volatil enn markedet og en beta < 1 vil si at aksjen er mindre volatil enn markedet som helhet. Betaen kan også ha en negativ verdi, da vil aksjekursen utvikle seg i motsatt retning av markedet. Formelen for beta uttrykkes som kovariansen mellom investeringen og markedet dividert med variansen til markedet. Formelen legges ved under.

$$Beta = \frac{Kovarians(r_i, r_m)}{Varians(r_m)}$$

Da OKEA ikke ble notert på Oslo Børs før 18. juni 2019 har vi ikke hatt muligheten til å beregne 5 års betaen for selskapet. Vi har dermed besluttet å regne ut 3 års-, 2 års- og 1 års betaen. For å finne variansen i markedets avkastning og kovariansen mellom OKEA og

markedet har vi innhentet historiske tall for nevnte tidsintervall⁴. Den treårige, toårige og ettårige betan var på respektive 1,67, 1,76 og 1,81.

β verdi for OKEA	
3-år	1,67
2-år	1,76
1-år	1,81
Gjennomsnitt	1,75

Tabell 14 - Selskapets 1-, 2- og 3 årige beta, samt gjennomsnittet av disse

Tabell 14 viser at gjennomsnittlig beta ligger på 1,75. Dette betyr at hvis markedet øker/synker med én enhet, vil OKEA komme til å øke/synke med 1,75 enheter. Basert på disse tallene kan man si at OKEA er mer volatil enn markedet, og det vil med det innebære en større risiko å investere i selskapet enn i markedet som helhet. Til sammenligning har Aker BP en gjennomsnittlig beta på 1,41 (Infront, u.å.). Sett i lys av at OKEA opererer med en høy grad av gjeld, samt at de er et relativt lite selskap, vil det være logisk at deres beta vil være noe høyere enn Aker BP sin.

Man kan ofte benytte Aswath Damodaran sin bransjebeta for å se risikoen av et selskap i forhold til sin tilhørende sektor. Damodaran er en anerkjent professor hos Stern School of Business, og er en av verdens fremste når det kommer til verdsettelse. Damodaran opererer med en beta for olje- og gassektoren på 0,93 (Damodaran, 2024). Dette er vesentlig lavere enn OKEA sin beta, og gjenspeiler at selskapet har større risiko enn sektoren sett under ett. Samtidig skal det sies at Damodaran sine data er basert på selskaper fra hele verden, mens vi kun har benyttet data fra OSEBX, altså Oslo Børs sin hovedindeks, og OKEA.

Beregning av aksjonærenes avkastningskrav

I de foregående kapitlene har selskapets beta, markedets risikopremie og risikofri rente blitt estimert. Disse komponentene inngår alle i kapitalverdimodellen og vil bli benyttet videre i beregningen av aksjonærenes avkastningskrav.

⁴ Historisk data er hentet fra Yahoo Finance 04.04.2024

$$r = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

$$r = 3,25\% + 1,75 * (8,25\% - 3,25\%)$$

$$r = 12\%$$

Aksjonærenes avkastningskrav ender opp på 12% og tallet representerer avkastningen investorer krever for å investere i OKEA sin egenkapital.

5.2. Komponenter i WACC

Skattesats

Ettersom OKEA er et norsk selskap med sin operasjon i Norge skattlegges de etter den ordinære selskapsskatten på 22%. Selskaper som driver med olje med opphav fra den norske kontinentalsokkelen blir i tillegg skattlagt med en særskatt (petroleumsskatteloven, 1975, § 5-1). Særskatten kommer som et resultat av en felles tankegang om at utnyttelsen av norske naturressurser skal komme fellesskapet til gode. Lovens virkeområde er begrenset til leting, utvinning og rørledningstransport, og er av den grunn rettet mot resultatet (petroleumsskatteloven, 1975, § 1-1). Skattesatsen som benyttes i WACC er rettet mot finansiell aktivitet. Som et resultat av dette legger vi den ordinære selskapsskatten på 22% til grunn for vår videre beregning av total kapitalens avkastningskrav.

I senere prognoser og oppstilling av forventet kontantstrøm vil også skatt inkluderes. Særskatten OKEA blir tillagt er på 56%, noe som gir en samlet skattesats på 78%. Det kan likevel oppstå store avvik mellom nominelle skattesatser og den reelle skattesatsen selskapet ender opp med å betale. Dette kommer tydelig frem i 2023, hvor OKEA sin skattesats endte på 185%. Dette skyldes blant annet at nedskrivning av goodwill ikke ga skattemessig fradrag (OKEA, 2024b, s. 21). For å finne en skattesats som er representativ har vi tatt gjennomsnittet fra de seks siste årene med unntak av 2023 og 2020. Dette er gjort på grunnlag av at sistnevnte år regnes som unntaksår på grunn av unormalt høye avskrivninger og pandemien. Gjennomsnittet ender på 78,9%, hvilket vi synes høres rimelig ut, og dette tallet legges til grunn i vår kontantstrømoppstilling.

Egenkapital- og gjeldsandel

For å kunne regne ut et avkastningskrav til total kapitalen vil vektingen av egenkapital og gjeld ha en effekt. For å finne egenkapital- og gjeldsandelen har vi valgt å se på markedsverdien og ikke verdiene som er oppgitt i regnskapet. Dette er ønskelig da regnskapet kun hensyntar historiske tall og ikke hva selskapet er verdt i det virkelige markedet. For å finne egenkapital- og gjeldsandelen har vi tatt utgangspunkt i Dyrnes & Olalla sin artikkel om verdsettelse. Med denne metoden uttrykkes gjeldsandelen som selskapets netto rentebærende gjeld, dividert med selskapets markedsverdi addert med den rentebærende gjelden (Dyrnes & Olalla 2023: 189-209). Egenkapitalandelen uttrykkes som markedsverdien, dividert med selskapets markedsverdi addert med den rentebærende gjelden. Dette gir OKEA en gjeldsandel på 38,4% og en egenkapitalandel på 61,6% for videre beregning av total kapitalens avkastningskrav.

Gjeldsrenten

Det er et krav om å finne den gjennomsnittlige gjeldsrenten til et selskap for å kunne regne ut avkastningskravet til total kapitalen. Det er vanlig blant andre bransjeaktører at dette blir oppgitt i årsrapportene, dette er ikke tilfellet for OKEA. For å finne den gjennomsnittlige gjeldsrenten for 2023 har vi funnet verdier for inngående og utgående rentebærende gjeld og rentekostnad for deretter å dele på to. Siden utgående verdier for 2022 tilsvarer inngående verdier for 2023 har vi oppdelt tallene på følgende måte i *tabell 15* under. Gjennom 2023 har det kommet flere økninger i styringsrenten. Ettersom flere av rentehevingene kom sent på året, vil det være noe avvik mellom gjennomsnittlig rente i 2023 og dagens rentenivå. Det forventes ikke ytterligere hevelser i 2024, men snittet for kommende år vil likevel bli høyere enn fjorårets, grunnet at rentehevingene kom sent på fjoråret. Vi ønsker med bakgrunn i rentehevingene og risikabel forretningsmodell å legge til et risikotillegg på 1,5%, på toppen av den gjennomsnittlige renten vi har beregnet under.

Tall oppgitt i millioner NOK	2022	2023	Gjennomsnitt for 2023
Rentebærende gjeld	1686,56	1 723,00	1704,78
Rentekostnad	205,70	163,96	184,83
Gjeldsrente	12,20 %	9,52 %	10,84 %
Risikotillegg			1,50 %
Gjeldsrente WACC			12,34 %

Tabell 15 - Gjennomsnittlig gjeldsrente (sum gjeldsrente og risikotillegg)

Dette gir oss en endelig gjeldsrente på 12,34%. Denne renten har tatt utgangspunkt i OKEA sine historiske tall, samt et tillegg i forbindelse med uforutsigbarhet rundt virkningene til rentehevingene fra 2023, som nevnt over.

5.3. Beregning av WACC

$$R_{tk} = R_{ek} \frac{EK}{TK} + \frac{G}{TK} * R_g * (1 - s)$$

$$R_{tk} = WACC$$

$$R_{ek} = \text{Avkastningen til egenkapitalen (CAPM)}$$

$$\frac{EK}{TK} = \text{Egenkapitalandelen}$$

$$\frac{G}{TK} = \text{Gjeldsandelen}$$

$$R_g = \text{Gjennomsnittlig gjeldsrente}$$

$$s = \text{Skattesats}$$

$$R_{tk} = 12\% * 61,6\% + 38,4\% * 12,34\% * (1 - 0,22)$$

$$R_{tk} = 11,09\%$$

For å sette avkastningskravet for kontantstrømanalysen, beregnet vi WACC til å være på 11,09%. Dette kravet gjenspeiler den vektete kostnaden av gjeld og egenkapital, altså hvor andelen av gjeld og egenkapital i forhold til total kapitalen er hensyntatt. Dette tallet legges til grunn for neddiskontering av de kontantstrømmene vi regner oss frem til senere.

6. Fundamental verdsettelse - DCF

6.1. Diskontert kontantstrømsmetode

Den diskonterte kontantstrømsmetoden er en av de mest utbredte metodene for verdsettelse. På engelsk kalles metoden for discounted cash flow, og forkortes til DCF. Denne metoden går ut på å beregne og estimere nåverdien av de frie fremtidige kontantstrømmene i et selskap, ved bruk av en risikjustert diskonteringsrente (Copiello, 2016, s. 195). I vår analyse har vi valgt å estimere kontantstrømmer for perioden 2024-2028, samt å sette verdien for kontantstrømmen utover denne perioden som et terminalledd. Terminalleddet er utredet ved å benytte Gordons formel, som er en anerkjent metode for nettopp dette. Siden metoden tar utgangspunkt i estimerte fremtidige kontantstrømmer er det vanlig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å se hvordan netto nåverdien endrer seg ved små endringer i underliggende antagelser (Steiger, 2010, s. 4). Spesielt vil nåverdien endres mye selv ved små endringer i diskonteringsrenten. Dette er noe som må tas høyde for ved bruk av denne verdsettelsesmetoden.

6.2. Inntekter

OKEA har hatt en solid vekst i sine inntekter i løpet av de siste årene. For de kommende årene har OKEA en rekke planer for å sikre seg solide inntektskilder. Dette inkluderer blant annet anskaffelsen av Statfjordfeltet i desember samt en rekke initiativ som skal forlenge levetiden på feltene Draugen og Brage. Videre har selskapet anskaffet seg flere lisensavtaler i andre felt som også vil sikre dem inntekter i kommende år. OKEA forventer en kraftig økning i produksjonen av olje for 2024, med en estimert produksjonsøkning mellom 42% og 62%. Dette kombinert med lavere forventede produksjonskostnader per fat olje gjør at fremtidsutsiktene til selskapet ser gode ut.

Inntektene til OKEA er sterkt avhengig av olje- og gassprisene i markedet. I 2023 var gjennomsnittsprisen på et fat Brent olje på \$82, og det estimeres at prisen vil ligge på tilnærmet samme nivå i 2024 og 2025 (EIA, 2024a). Samtidig kan man se av tidligere historikk at markedet for Brent olje har vært svært volatil. OKEA er et ungt selskap som forventer vekst i årene fremover. Disse to faktorene skaper en viss usikkerhet, og våre antagelser vil av den grunn være utført på et prinsipp om forsiktighet.

Som et resultat av de høye forventningene og vår forsiktige tilnærming, velger vi dermed å sette en vekstfaktor på 20% for 2024, til tross for at OKEA selv forventer en høyere vekst. Videre guider OKEA en økning i investeringene sine, noe som vil medføre økte inntekter på sikt. Dermed kan vi legge til grunn en høyere vekstfaktor for årene fremover enn det som kan anses som normalt. De siste 5 årene har OKEA oppnådd en gjennomsnittlig vekst i driftsinntekter på 46,65%, og ved å legge til grunn en vekst på 10% for 2025, velger vi også her en kritisk tilnærming for våre estimater. For årene 2026 til og med 2028 vil våre estimater være sterkt preget av usikkerhet og faktorer utenfor selskapets kontroll, noe som leder oss til å estimere en inntektsvekst på 5% årlig i perioden. For terminalleddet i kontantstrømmen velger vi å benytte oss av en vekstfaktor på 2%, som gjenspeiler konsensus i den norske finansbransjen (PWC, 2023, s. 5).

Historiske tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Salgsinntekter	2 935 635	1 652 311	3 780 641	6 398 654	8 738 903
Annen driftsrelatert inntekt	83 931	77 911	101 232	253 975	145 631
Sum driftsinntekter	3 019 566	1 730 222	3 881 873	6 652 629	8 884 534

Antagelser i 1000 NOK	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Estimert vekstfaktor	20 %	10 %	5 %	5 %	5 %
Salgsinntekter	10 486 684	11 535 352	12 112 120	12 717 726	13 353 612
Annen driftsrelatert inntekt	174 757	192 233	201 845	211 937	222 534
Sum driftsinntekter	10 661 441	11 727 585	12 313 964	12 929 662	13 576 145

Tabell 16 - Estimerte inntekter for 2024-2028

6.3. Kostnader

For å estimere kostnadene de kommende årene er de samme forutsetningene som for veksten i inntekter lagt til grunn. Samtidig viser det seg at det er en korrelasjon på 95,48% mellom de historiske tallene for inntekter og kostnader. Dette uttrykkes i våre estimater gjennom at vekstfaktoren for kostnadene er satt til 95% av vekstfaktorene for inntektene. Denne antakelsen gir også rom for jobben OKEA gjør ved å kontinuerlig presse kostnadene til lavere nivåer, samtidig som den gjenspeiler et realistisk kostnadsnivå.

Historiske tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Varekostnader	-708 649	-695 877	-860 419	-1 616 020	-2 083 788
Endring produksjonsbeholdning	-272 472	16 690	23 087	296 523	-684 204
Annen driftskostnad	-299 446	-97 036	-342 972	-327 506	-203 398
Salg- og administrasjonskostnader	-102 562	-86 713	-95 024	-212 602	-157 066
Sum driftskostnader	-1 383 129	-862 936	-1 275 328	-1 859 605	-3 128 456

Antagelser i 1000 NOK	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Estimert vekstfaktor	19,00 %	9,50 %	4,75 %	4,75 %	4,75 %
Varekostnader	-2 479 708	-2 715 280	-2 844 256	-2 979 358	-3 120 877
Endring produksjonsbeholdning	-814 203	-891 552	-933 901	-978 261	-1 024 728
Annen driftskostnad	-242 044	-265 038	-277 627	-290 814	-304 628
Salg- og administrasjonskostnader	-186 909	-204 665	-214 386	-224 570	-235 237
Sum driftskostnader	-3 722 863	-4 076 535	-4 270 170	-4 473 003	-4 685 471

Tabell 17 - Estimerte kostnader for 2024-2028

6.4. Avskrivninger og nedskrivninger

For å estimere fremtidige avskrivninger og nedskrivninger har vi valgt å benytte en årlig vekstfaktor på 5% på de 5 foregående års gjennomsnitt, foruten første året med 10%. Dette skyldes usikkerhet rundt potensielle ettereffekter av reservatestimeringene i Statfjordfeltet. For videre år gjøres dette for å reflektere usikkerheten i OKEA sin forretningsmodell, noe som ble utdypet ytterligere i den strategiske analysen. Selv om en vekstfaktor på 5% på kort sikt kan virke noe forsiktig, er en langsiktig vekstfaktor på 5% nokså offensivt. Vi mener dermed at 5% reflekterer det beste av begge verdener, og med OKEA sin forretningsmodell som grunnlag for prognosen er dette dermed et passende estimat.

Historiske tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Avskrivninger	-703 883	-699 403	-672 450	-769 359	-1 695 088
Nedskrivninger	-105 394	-1 387 018	363 765	-497 584	-2 744 808

Antagelser	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Estimert vekstfaktor i %	10 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Avskrivninger i 1000 NOK	-998 840	-1 015 379	-1 081 735	-1 167 684	-1 251 333
Nedskrivninger i 1000 NOK	-961 629	-1 097 727	-1 036 976	-1 331 132	-1 506 177

Tabell 18 - Estimerte avskrivninger og nedskrivninger for 2024-2028

6.5. Investeringer

I våre antagelser om fremtidige investeringer har vi valgt å bruke estimatene OKEA selv benytter. Disse er hentet fra årsrapporten for 2023, og gir en oversikt over planlagte investeringer til og med 2027. For år 2028 har vi satt egne estimater for investeringer, som

følger trenden for de fire foregående årene. OKEA sine estimater gjelder kun for eksisterende lisenser, slik at nye prosjekter ikke er medregnet. For å kompensere for dette har vi lagt til estimater for investeringer i nye prosjekter. Vi anser dette som fornuftig, ettersom OKEA har vært helt avhengig av et høyt investeringsnivå for å oppnå inntektsnivået de har i dag. Selskapet har høye ambisjoner om vekst, og estimatene reflekterer et større behov for investeringene i årene lengre fram i tid, da eksisterende prosjekter avvikles over tid.

<i>Investeringer</i>					
Historiske tall	2019	2020	2021	2022	2023
Investeringer i 1000 NOK	847 000	1 043 000	941 000	2 434 000	3 206 000

Antagelser i 1000 NOK	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Investeringer i eksisterende lisenser	3 050 000	2 015 000	1 441 000	823 000	800 000
Investeringer i nye prosjekter	0	400 000	800 000	1 400 000	1 800 000
Sum investeringer	3 050 000	2 415 000	2 241 000	2 223 000	2 600 000

Tabell 19 - Estimerte investeringer for 2024-2028

6.6. Arbeidskapital

For å utlede en diskontert kontantstrøm må estimatene for endringer i arbeidskapitalen være på plass. Ettersom en stor andel av OKEA sin kortsiktige gjeld utgjør betalbar skatt, anser vi det som hensiktsmessig å regne ut bindingen i arbeidskapital på en annen måte enn hva vi gjorde i regnskapsanalysen. Dette er ønskelig da vi ønsker å se nærmere på de mer likvide eiendelene og forpliktelsene, samt postene som er en del av vareomløpet. Postene vi har valgt å inkludere i arbeidskapitalen er kundefordringer, varelager, leverandørgjeld og kontantbeholdning. Utvalgte poster er i tråd med det Pareto Bank hevder er de viktigste fokusområdene i beregning og styring av arbeidskapital (Skarbøvig, 2022).

Beregning historisk arbeidskapital i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Kundefordringer	621 913	513 601	1 053 338	1 743 901	1 210 790
Varelager	22 909	117 022	124 258	511 509	404 495
Leverandørgjeld	-1371587	-890 362	-786 535	-2 219 658	-2 997 001
Total kontantbeholdning	1 663 478	871 210	2 038 745	1 104 026	2 301 181
Kontanter avsatt til andre forpliktelser	-249 522	-130 682	-305 812	-165 604	-345 177

Tabell 20 - Beregning av historisk arbeidskapital 2019-2023. Betalbar skatt er ekskludert, og egen post for andre forpliktelser er inkludert.

Av tabell 20 kan man se beregningen av den historiske arbeidskapitalen. Her har vi valgt å ekskludere den betalbare skatten, da dette punktet på generell basis dekkes av høyere

inntjening. Samtidig har vi lagt til en post for forpliktelser som ikke angår leverandørgjeld, som utgjør 15% av den totale kontantbeholdningen. På denne måten får man en arbeidskapital som i høyere grad representerer OKEA sin evne til å dekke forpliktelsene sine på kort sikt.

For å estimere arbeidskapitalen har vi prognostisert en gradvis tilnærming til gjennomsnittlig arbeidskapital de siste 5 årene, som en proportsats av omsetning. Den gjennomsnittlige arbeidskapitalen utgjør 25,27% av omsetningen de siste fem årene, og den gradvise tilnærmingen gjør at arbeidskapitalen øker med 5% årlig til den i 2028 utgjør 25,27% av omsetningen. Denne tilnærmingen fører til at OKEA sin arbeidskapital forbedrer seg gradvis, noe vi anser som svært sannsynlig, da selskapet blir en mer etablert aktør i petroleumsbransjen i årene fremover.

Historiske tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Arbeidskapital	687 191	480 790	2 123 994	974 174	574 288	
Arbeidskapital i % av driftsinntekter	22,76 %	27,79 %	54,72 %	14,64 %	6,46 %	25,27 %
Endring i arbeidskapital		-206 402	1 643 205	-1 149 820	-399 886	

Antagelser i 1000 NOK	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Arbeidskapital	562 258	1 204 863	1 880 804	2 621 327	3 431 201
Endring i arbeidskapital	-12 030	642 605	675 941	740 523	809 874

Tabell 21 - Estimerte endringer i arbeidskapital for 2024-2028

6.7. Kontantstrømoppstilling og kursmål

Kontantstrømoppstilling i 1000 NOK	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Driftsinntekter	10 661 441	11 727 585	12 313 964	12 929 662	13 576 145
Driftskostnader	-3 722 863	-4 076 535	-4 270 170	-4 473 003	-4 685 471
EBITDA	6 938 578	7 651 050	8 043 794	8 456 659	8 890 675
Netto finansposter	-346 506	-363 832	-382 023	-401 124	-421 181
Avskrivninger	-998 840	-1 015 379	-1 081 735	-1 167 684	-1 251 333
Nedskrivninger	-961 629	-1 097 727	-1 036 976	-1 331 132	-1 506 177
Resultat før skatt	4 631 603	5 174 112	5 543 060	5 556 719	5 711 984
Skattekostnad	-3 654 335	-4 082 374	-4 373 474	-4 384 251	-4 506 756
Resultat etter skatt	977 268	1 091 738	1 169 586	1 172 468	1 205 229
Avskrivninger	998 840	1 015 379	1 081 735	1 167 684	1 251 333
Nedskrivninger	961 629	1 097 727	1 036 976	1 331 132	1 506 177
OCF	2 937 737	3 204 844	3 288 297	3 671 284	3 962 739
Investeringer	-3 050 000	-2 415 000	-2 241 000	-2 223 000	-2 600 000
Endring i arbeidskapital	12 030	-642 605	-675 941	-740 523	-809 874
Kontantoverskudd	-100 233	147 239	371 355	707 761	552 865

Tabell 22 - Fullstendig kontantstrømoppstilling for 2024 - 2028

Basert på tidligere utregninger og antagelser blir den endelige oppstillingen illustrert i *tabell 22*. Oppstillingen har som hensikt å gi et representativt bilde av hvordan årene fremover vil se ut for OKEA. Oppstillingen bærer tydelig preg av hvilke forventninger OKEA selv har, men vi har også justert noen av tallene basert på et prinsipp om forsiktighet og hva som regnes som oppnåelig for selskapet.

Etter å ha funnet kontantoverskuddet for de fem kommende årene fant vi også verdien til terminalleddet ved bruk av Gordons formel, hvor vi tok kontantoverskuddet for 2028 delt på WACC minus vekstleddet (11,09% - 2%). Deretter fant vi de respektive periodene for diskontering samt diskonteringsfaktoren med utgangspunkt i avkastningskravet til totalkapitalen. Nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene og terminalleddet ligger vedlagt nedenfor.

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
Kontantoverskudd i 1000 NOK	-100 233	147 239	371 355	707 761	552 865	6 082 122
Diskonteringsperiode	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5
Diskonteringsfaktor	0,95	0,85	0,77	0,69	0,62	0,56
Nåverdi	-95 098	125 751	285 497	489 806	344 415	3 410 694

Tabell 23 - Diskontert kontantstrømoppstilling for 2024 - 2028 og terminalverdi

Verdsettelse DCF	
Selskapsverdi i 1000 NOK	4 561 065
Rentebærende gjeld i 1000 NOK	1 722 983
Egenkapitalverdi	2 838 082
Egenkapitalverdi NOK	2 838 082 438
Antall utestående aksjer	103 910 350
Kursmål per aksje	27,31

Tabell 24 - Verdsettelse kontantstrømoppstilling for 2024 - 2028. Selskapsverdi fratrukket rentebærende gjeld delt på antall utestående aksjer.

Egenkapitalverdien uttrykkes som selskapsverdien subtrahert med den rentebærende gjelden for 2023. For å finne et endelig kursmål ble egenkapitalverdien dividert med antall utestående aksjer for å finne en endelig kurs på 27,31 NOK per aksje. DCF-metoden er den mest detaljerte og omfattende av våre verdsettelsesmetoder og det vil bli gjenspeilet da dette

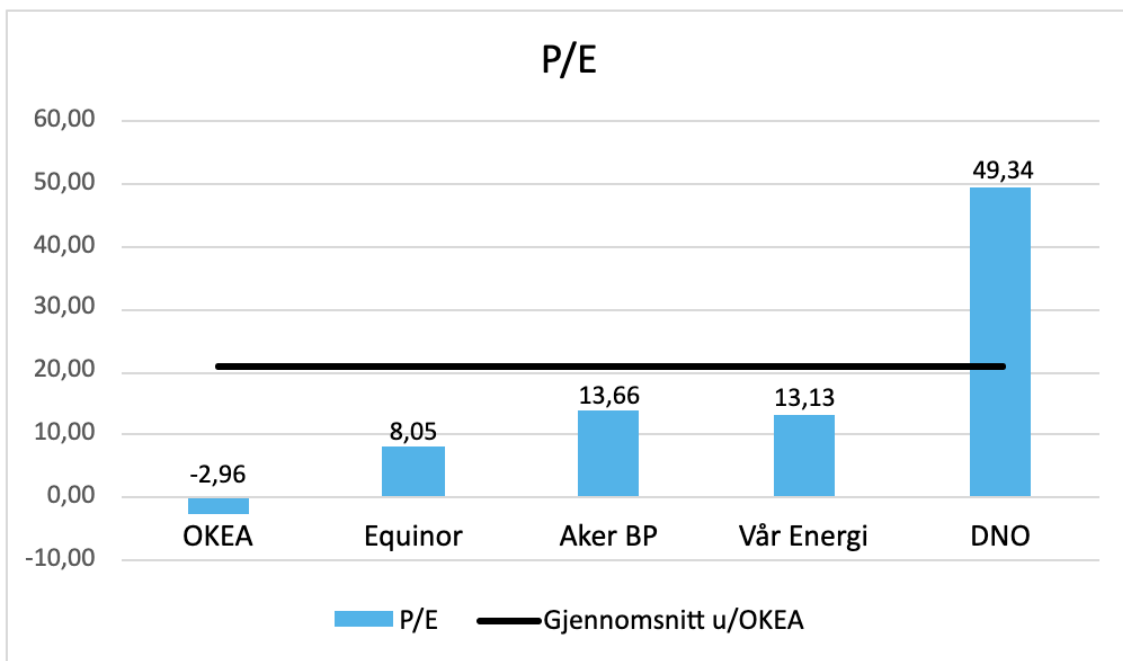
kursmålet vil bli vektet tyngre enn den markedsbaserte verdsettelsen og NAV-analysen. I utarbeidelsen av det endelige kursmålet vil dermed DCF-metoden vektlegges med 70%.

7. Markedsbasert verdsettelse

En markedsbasert verdsettelse brukes ved å sammenligne ulike multipler for selskapet med de samme multiplene for sammenlignbare konkurrenter. I denne delen av analysen vil vi sammenligne OKEA med Equinor, Aker BP, Vår Energi og DNO, da dette er de de mest sammenlignbare selskapene som er notert på Oslo Børs. Videre kunne vi valgt å inkludere utenlandske selskaper som opererer på norsk sokkel. Dette har vi valgt å ikke gjøre, da disse selskapene ofte har andre politiske og/eller finansielle forutsetninger for driften. Vi har derimot valgt å inkludere norske selskaper som opererer i utlandet i tillegg til Norge. Enkelte av selskapene som inkluderes i analysen oppgir regnskapene sine i forskjellige valutaer. For å gjøre denne vekslingen så overførbar som mulig, har vi benyttet oss av Norges Bank sine valutakurser per 31.12.2023 for samtlige selskaper. I den markedsbaserte verdsettelsen har vi valgt å bruke multiplene P/E, P/B, EV/EBITDA, EV/Sales og Price/Reserves, hvor gjennomsnittsverdien i hvert nøkkeltall vil benyttes for verdsettelsen av OKEA gjennom multipler. Alle figurene vil vise de ulike multiplerverdiene for samtlige selskaper og for gjennomsnittet vi beregner vil OKEA bli ekskludert, til tross for at vi fortsatt illustrerer OKEA sine verdier i vedlagte figurer.

7.1. Price/Earnings

Price/Earning, eller P/E, er en ofte brukt multiplikator som viser selskapets markedsverdi i forhold til selskapets inntjening. Størrelsen på P/E forteller oss hvor mye investorer er villig til å betale per krone i inntjening. En høy P/E vil altså kunne være et tegn på at det er forventet høy vekst i selskapet, eller at aksjen er overpriset.

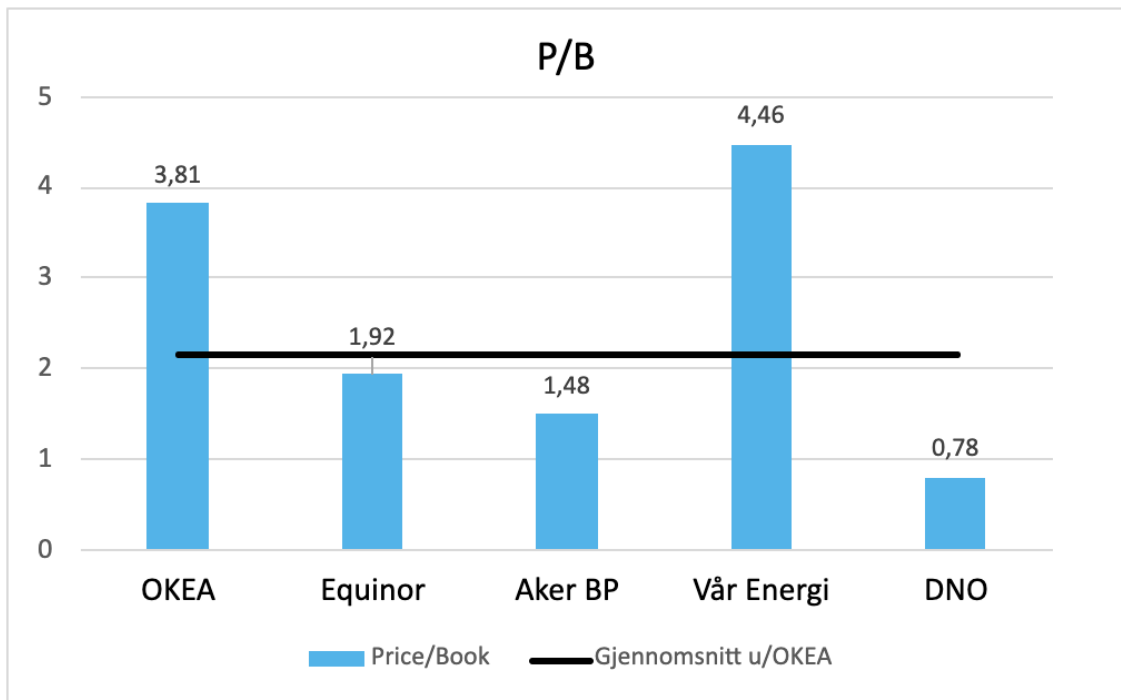


Figur 12 - Price/Earnings 2023

Av figur 12 kan vi se at OKEA har den laveste P/E-raten av selskapene vi har sammenlignet, på -2,96. Grunnen bak at dette tallet blir negativt er fordi OKEA hadde et negativt resultat i 2023. Når et selskap får en P/E på under 0 vil det være vanskelig å gi multiplipelen en logisk forklaring, ettersom at dette i teorien betyr at investorene betaler for en negativ inntjening. Dette fører også til at P/E multiplipelen for OKEA i 2023 vil bli vanskelig å benytte i utregningen av kursmål, ettersom at kursmålet i et slikt tilfelle vil bli negativt. I den endelige beregningen av kursmålet har vi dermed valgt å ekskludere denne multiplipelen.

7.2. Price/Book

P/B er en annen kjent multiplikator. Denne multiplikatoren viser forholdet mellom markedsverdien til selskapet og bokført egenkapital. Ved å se på ulike selskapers P/B ratio er det mulig å sammenligne hva investorer er villige til å betale for hver krone selskapene har i bokført egenkapital. En høy P/B vil ofte tyde på at et selskap er overvurdert eller overpriset, men det er ikke alltid tilfellet. OKEA, som vi tidligere har sett hadde en veldig lav egenkapitalandel i 2023, vil komme til å få en mye høyere P/B enn hva de ville gjort med egenkapital lik et av de foregående årene. Dette er dog ikke nok til å si at aksjen er overvurdert, ettersom at dette påvirkes av flere ulike faktorer.

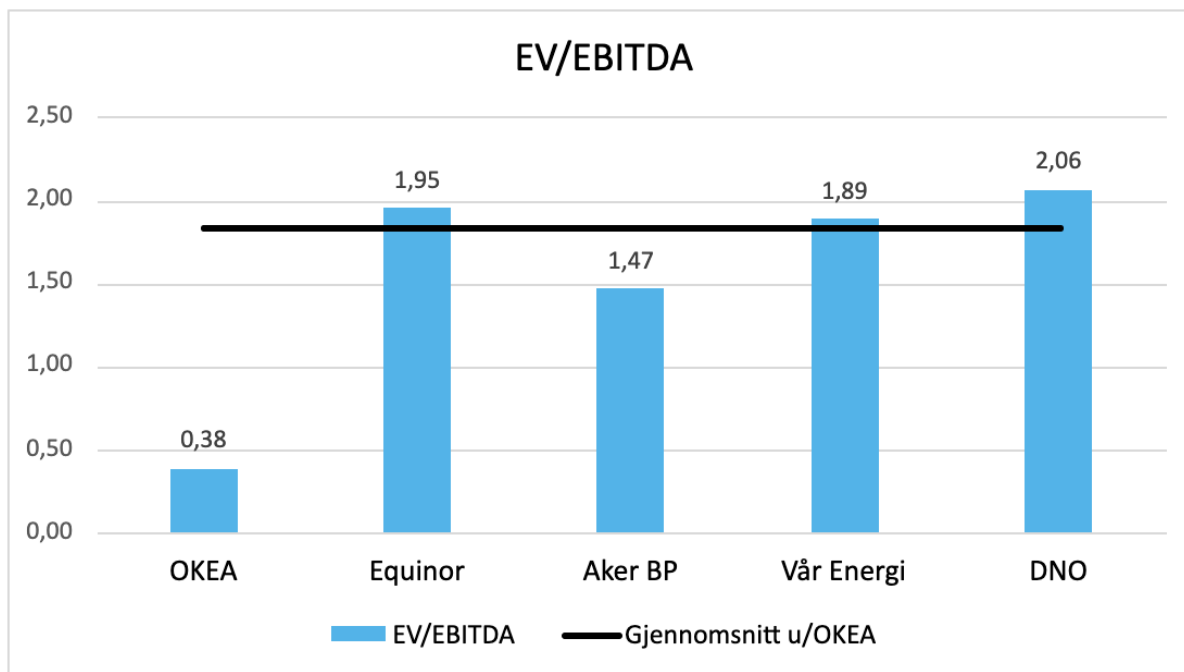


Figur 13 - Price/Book 2023

7.3. EV/EBITDA

EV/EBITDA brukes for å måle den økonomiske verdien av et selskap, og bør sees i sammenheng med sammenlignbare selskaper. En lav multiplenummer her kan anses som positivt, da det kan tyde på en underprising av selskapet. Samtidig kan det naturligvis også være at multiplenummeret gjenspeiler en korrekt prising av selskapet, selv om EBITDA for analyseperioden er høy.

OKEA sin Enterprise Value var per 31.12 på 2,185 mrd NOK, hvor den lave verdien sett opp mot markedsverdien kommer som et resultat av en kontantbeholdning på 2,3 mrd NOK. EBITDA for 2023 endte på 5,76 mrd NOK, noe som gir OKEA en EV-multiplenummer på 0,38, som er vesentlig lavere enn sammenlignbare selskaper.

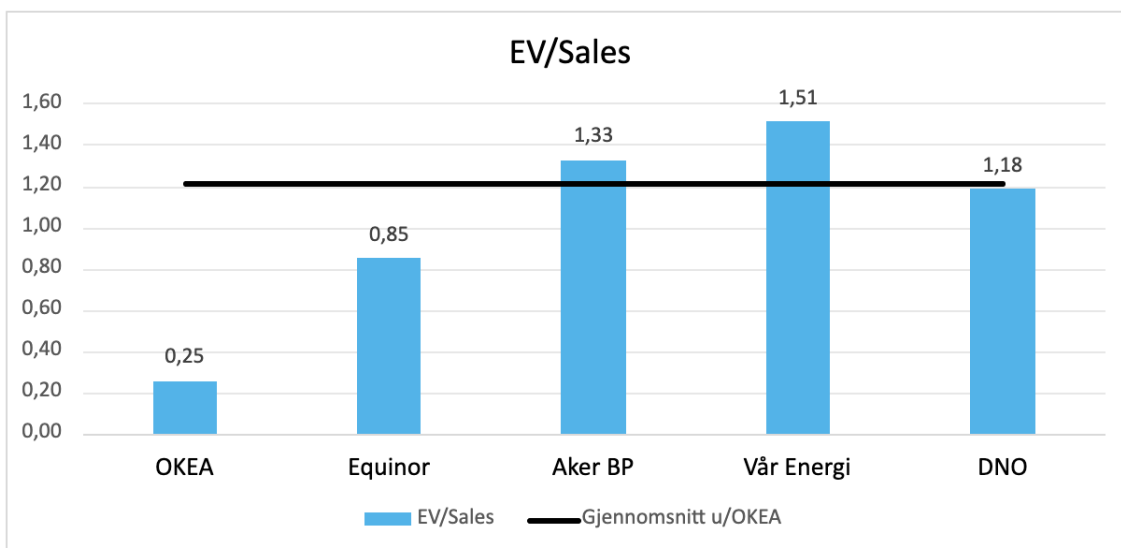


Figur 14 - EV/EBITDA 2023 (forholdstall beregnet i NOK)

7.4. EV/Sales

EV/Sales er en multiplikator som ofte anvendes i en multippelanalyse. Multiplikatoren uttrykkes som selskapets totale verdi dividert med salgsinntektene.

For å finne selskapets totale verdi er formelen markedsverdien addert med netto rentebærende gjeld fratrukket selskapets kontantbeholdning. En lavere verdi i denne multiplikatoren kan være en indikasjon på at selskapet er undervurdert i markedet. Det betyr ikke nødvendigvis at en høy verdi for denne multiplikatoren er en sikker indikasjon på at aksjen er overvurdert. En høy multiplikator kan også være et tegn på at aksjonærene forventer solid vekst i tiden fremover.

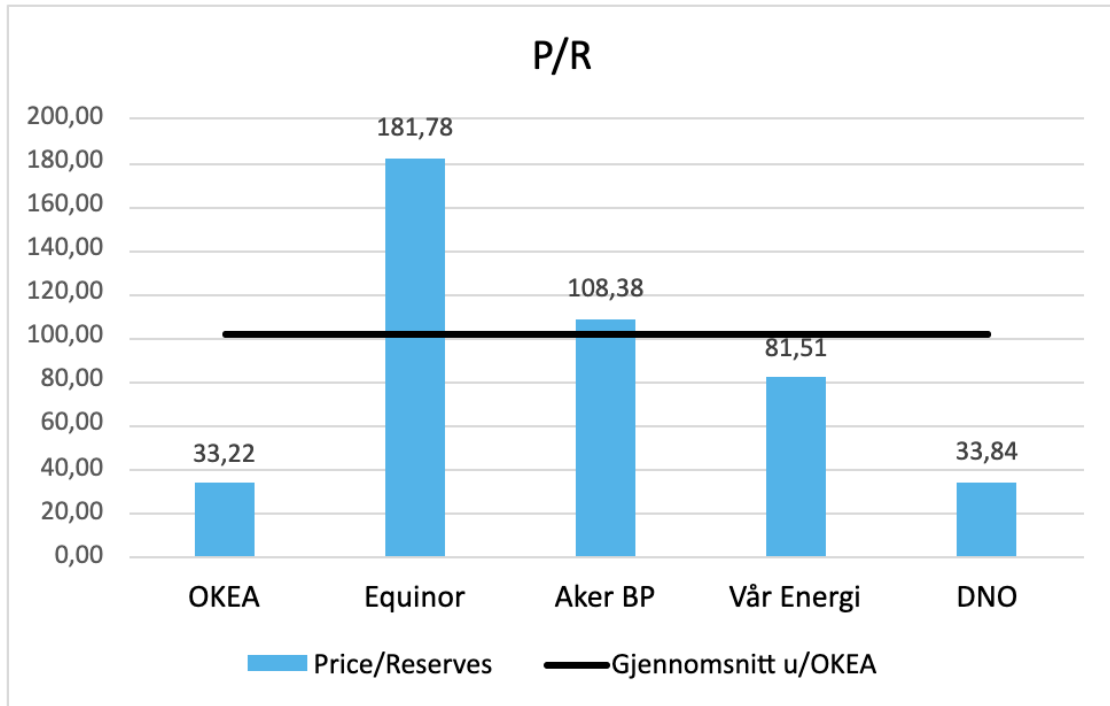


Figur 15 - EV/Sales 2023 (forholdstall beregnet i NOK)

Av figur 15 kommer det tydelig frem at OKEA sin multippel er lavere enn de fire andre aktørene og gjennomsnittet. Dette kan være en indikasjon på at OKEA er noe underpriset sett i lys av de sammenlignbare selskapene. Dette skyldes at selskapets verdi er relativt lav i forhold til inntektene som OKEA genererer.

7.5. Price/reserves

Prising i forhold til reserver (P/R) er en multippel som benyttes i petroleumsbransjen for å gi et bilde av prisingen av et selskap, i forhold til deres reserver. En høy P/R vil si at et selskap er priset høyt i forhold til størrelsen på deres reserver. Dette vil kunne skje hvis markedet forventer økt produksjon fra selskapet, eller at markedet har oppfattet andre positive signaler fra selskapet. En P/R på 30 vil for eksempel si at selskapet prises 30 ganger høyere enn antallet millioner fat oljeekvivalenter de har i reserver. Det skal dog merkes at resultatene under vil være høye sammenlignet med selskap priset i dollar, da alle priser i våre beregninger er oppgitt i norske kroner.



Figur 16 - Price/Reserves i 2023 gitt i markedspris/antall millioner fat oljeekvivalenter i reserver

Ved å se på figur 16 ser vi at OKEA har en relativt lav P/R sammenlignet med resten av bransjen. Dette peker mot at reservene til OKEA ikke prises like høyt som for eksempel Aker BP og Equinor. OKEA sin lave P/R sammenlignet med resten av bransjen kan også antyde at aksjen er noe underpriset.

7.6. Markedsbasert kursmål

Selskaper	P/E	P/B	P/R	EV/EBITDA	EV/Sales
OKEA	-2,96	3,81	33,22	0,38	0,25
Equinor	8,05	1,92	181,78	1,95	0,85
Aker BP	13,66	1,48	108,38	1,47	1,33
Vår Energi	13,13	4,46	81,51	1,89	1,51
DNO	49,34	0,78	33,84	2,06	1,18
Gjennomsnitt	21,04	2,16	101,38	1,84	1,22
Kursmål OKEA	-189,40	15,09	81,17	101,96	102,39
Kursmål	22,24				
Kursmål eks. P/E	75,15				

Tabell 25 - Estimert markedsbasert kursmål ved bruk av multipler

Konklusjonen fra den markedsbaserte analysen er et kursmål på 75,15. Dette er basert på multiplene fra de sammenlignbare selskapene, hvor gjennomsnittet er beregnet uten å inkludere OKEA sine multipler. Ettersom P/E for OKEA sin del er negativ, finnes det ingen reell tolkning ved å sette et kursmål basert på dette nøkkeltallet. Vi har dermed valgt å ekskludere P/E fra utregningen av kursmålet, men har inkludert nøkkeltallet i tabellen for å gi en grafisk oversikt over markedet samt at det er en av de mest anvendte multiplene. Dette kursmålet avviker stort fra kursmålet som ble funnet ved å se på de diskonterte kontantstrømmene. En av årsakene til dette kan være usikkerhet knyttet til hvorvidt de andre selskapene er sammenlignbare med OKEA. Et sammenlignbart selskap skal gjerne være sammenlignbart i størrelse, men også i form av posisjon og forretningsmodell. Følgelig vil vektningen av dette kursmålet være lavere enn for DCF- og NAV-analysen, og blir vektlagt med kun 5% i det endelige kursmålet.

8. Net Asset Value verdsettelse

For et selskap som OKEA er det i all hovedsak eiendelene selskapet besitter som skaper verdi. I eksempelvis konsulent- eller IT selskaper kan det hovedsakelig være de ansatte som skaper verdien, slik at fortjenesten grovt forenklet består av timepris minus lønnskostnader. I petroleumsbransjen kan man derimot se på hva selskapene sitter på av verdier i form av reserver, og beregne verdien av disse per aksje fratrukket rentebærende gjeld. Formelen for Net Asset Value per aksje er som følger:

$$\text{Net Asset Value} = \frac{\text{Totale eiendeler} - \text{Rentebærende gjeld}}{\text{Antall aksjer}}$$

Net Asset Value kan benyttes både gjennom å se på bokført verdi og markedsverdi av eiendelene. I den strategiske analysen er konklusjonen at OKEA er sterkt avhengig av markedsprisene på olje- og gass, og vi velger dermed å benytte markedsverdi i vår beregning av NAV. Fremgangsmåten ved denne analysen er å se på reservene OKEA sitter på, sette en sannsynlighet for hvor mye av disse reservene som vil bli utnyttet, og deretter beregne en netto nåverdi for disse reservene, altså justert for kostnader. Et viktig differensieringspunkt mellom denne analysen og den tradisjonelle DCF-analysen, er at det ikke benyttes noe estimat på uendelig vekst, slik det gjøres i terminalleddet fra DCF-analysen. Forutsetningen for NAV er at når OKEA sine nåværende petroleumsreserver er tømt, vil det heller ikke være noe nåverdi av selskapet som helhet.

I NAV-analysen har vi benyttet data for 1P og 2P reserver. 1P betyr at reservene er “proven”, altså det engelske ordet for beviste, mens 2P er reserver som både er “proven and probable”, altså beviste og sannsynlige. Enkelt sagt kan man si at 1P er mengden sikre reserver selskapet sitter på, mens 2P er mengden sikre og sannsynlige reserver. For at reservene skal kunne bli klassifisert som 1P og 2P, skal de ha henholdsvis 90% og 50% sannsynlighet eller mer for å kunne bli utnyttet (UNECE, 2004)⁵. Denne risikoen har vi dermed benyttet i våre estimater, slik at vi ender med en risikojustert NAV.

⁵ I de nyeste publikasjonene fra UNECE omtales disse også som henholdsvis P90 og P50

En annen grunnleggende antagelse vi har benyttet oss av i NAV-analysen, er nåverdien for fremtidige oljeekvivalenter fra hvert felt. Tallene som i tabellen refereres som USD/boe, er altså nåverdien av en gjennomsnittlig oljeekvivalent hensyntatt produkttype og tilhørende kostnader for hvert felt. Da det er en meget tidkrevende oppgave å beregne disse tallene, har vi av hensyn til tid og oppgavens mål valgt å hente disse fra SpareBank 1 Markets sin nyeste analyse av OKEA (SpareBank 1 Markets, 2024). Videre er estimatene for størrelsene på reservene hentet fra OKEA sin årlige rapport: “Annual statement of reserves and resources 2023” (OKEA, 2024d, s. 5).

Dollarkurs 31.12.2023	10.1724
Antall aksjer	103,910,350
Sannsynlighet 1P	90%
Sannsynlighet 2P	50%
USD/boe fra SB1M analyse	04.01.2024

Tabell 26 - Datagrunnlag for utarbeidelse av Net Asset Value

Net Asset Value - OKEA			Unrisked Value			Risky Value			
	Asset/Project (OKEA WI)	mmbopd	Type	NOKm	USD/boe	NOK/Share	Probability	NOKm	NOK/Share
Reserves - On Production									
Brage (35,20%)	1	1P	63.07	6.2	0.6	90%	56.76	0.55	
Brage (35,20%)	2.49	2P	157.04	6.2	1.5	50%	78.52	0.76	
Draugen (44,56%)	20.69	1P	1368.04	6.5	13.2	90%	1231.23	11.85	
Draugen (44,56%)	23.64	2P	1563.09	6.5	15.0	50%	781.55	7.52	
Gjøa (12%)	2.71	1P	355.62	12.9	3.4	90%	320.06	3.08	
Gjøa (12%)	3.52	2P	461.91	12.9	4.4	50%	230.95	2.22	
Ivar Aasen (9,24%)	3.69	1P	360.35	9.6	3.5	90%	324.31	3.12	
Ivar Aasen (9,24%)	4.67	2P	456.05	9.6	4.4	50%	228.02	2.19	
Nova (6%)	2.85	1P	310.21	10.7	3.0	90%	279.19	2.69	
Nova (6%)	4.2	2P	457.15	10.7	4.4	50%	228.57	2.20	
Statfjord (28%)	11.78	1P	707.00	5.9	6.8	90%	636.30	6.12	
Statfjord (28%)	20.9	2P	1254.36	5.9	12.1	50%	627.18	6.04	
Statfjord Nord (28%)	3.69	1P	150.14	4	1.4	90%	135.13	1.30	
Statfjord Nord (28%)	7.12	2P	289.71	4	2.8	50%	144.85	1.39	
Statfjord Øst (14%)	2.29	1P	93.18	4	0.9	90%	83.86	0.81	
Statfjord Øst (14%)	3.85	2P	156.65	4	1.5	50%	78.33	0.75	
Yme (15%)	2.42	1P	251.10	10.2	2.4	90%	225.99	2.17	
Yme (15%)	3.44	2P	356.93	10.2	3.4	50%	178.46	1.72	
Total Net	124.95				84.8			56.48	
Reserves - Approved for Development									
Brage - Talisker East (35,20%)	0.25	1P	15.77	6.2	0.2	90%	14.19	0.14	
Brage - Talisker East (35,20%)	0.44	2P	27.75	6.2	0.3	50%	13.88	0.13	
Draugen - Power from Shore (44,56%)	1.93	1P	127.61	6.5	1.2	90%	114.85	1.11	
Draugen - Power from Shore (44,56%)	1.93	2P	127.61	6.5	1.2	50%	63.81	0.61	
Draugen - Lifetime to 2040 (44,56%)	5.04	1P	333.25	6.5	3.2	90%	299.92	2.89	
Draugen - Lifetime to 2040 (44,56%)	5.55	2P	366.97	6.5	3.5	50%	183.48	1.77	
Gjøa - LLP (12%)	0.61	1P	80.05	12.9	0.8	90%	72.04	0.69	
Gjøa - LLP (12%)	1.05	2P	137.79	12.9	1.3	50%	68.89	0.66	
Total Net	16.8				11.7			8.00	
Other Assets									
Overhead							-500	-4.81	
Wintershall Payment							-21	-0.20	
Statfjord Payment							-577	-5.55	
Statfjord tax + Q1 24 Payment							-600	-5.77	
Gross Asset Value								48.14	
Net Cash							461	4.44	
Net Asset Value								52.58	

Tabell 27 - Estimert Net Asset Value basert på nåverdi av tilgjengelige reserver (1P og 2P), kursmål pr. aksje

Basert på NAV-analysen har vi beregnet et kursmål på 52,58 kr per aksje, noe som omtrent er en dobling av markedsprisen per 31.12.23. Dette tyder på at aksjen er kraftig underpriset i forhold til den risikojusterte nåverdien av reservene OKEA sitter på. NAV-analysen er godt egnet for etablerte oljeselskaper hvor eiendelene skaper fremtidige verdier. Ettersom OKEA er et selskap i vekst, har vi valgt å tone ned vektningen av NAV-analysen i det endelige kursmålet, og vokter metoden dermed med 25%.

9. Sensitivitetsanalyse

Den fundamentale verdsettelsen vår av OKEA innebærer en stor grad av usikkerhet, da vi har gjort egne antagelser og beregninger, knyttet til blant annet kontantstrømmene for kommende år og avkastningskravet (WACC). Gjennom en sensitivitetsanalyse vil vi demonstrere hvordan selskapsverdien beveger seg ved små endringer i ulike faktorer. Vi har valgt å teste aksjekursen for endringer i vekstfaktoren (g) og WACC. Vi velger å teste for vekstfaktoren fordi den inngår i terminalleddet, som utgjør den største andelen av fremtidige kontantstrømmer. Avkastningskravet benyttes som diskonteringsrente, og med tanke på at de fleste frie kontantstrømmene kommer lengre frem i tid, vil diskonteringsrenten ha stor innvirkning på nåverdien av kontantstrømmen, og dermed også aksjekursen. Tabellen under viser de estimerte aksjekursene til OKEA ved ulike verdier av avkastningskravet og vekstfaktoren.

		g								
		1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %
WACC	27,31									
	9,84 %	30,87	31,91	33,02	34,20	35,45	36,78	38,21	39,73	41,37
	10,09 %	29,35	30,33	31,36	32,45	33,62	34,85	36,17	37,58	39,08
	10,34 %	27,92	28,83	29,79	30,81	31,89	33,04	34,26	35,56	36,95
	10,59 %	26,56	27,42	28,32	29,27	30,28	31,34	32,48	33,68	34,97
	10,84 %	25,28	26,08	26,92	27,81	28,75	29,75	30,80	31,92	33,11
	11,09 %	24,06	24,81	25,60	26,43	27,31	28,24	29,22	30,26	31,37
	11,34 %	22,90	23,61	24,35	25,13	25,95	26,82	27,74	28,71	29,74
	11,59 %	21,80	22,46	23,16	23,89	24,67	25,48	26,34	27,24	28,20
	11,84 %	20,75	21,38	22,03	22,72	23,45	24,21	25,01	25,86	26,75
	12,09 %	19,75	20,34	20,96	21,61	22,29	23,00	23,76	24,55	25,38
12,34 %	18,80	19,35	19,94	20,55	21,19	21,86	22,57	23,31	24,09	

Tabell 28 - Sensitivitetsanalyse med avkastningskrav (WACC) og vekstfaktor (g) som parametere

I beregningen av WACC har vi benyttet flere usikre komponenter. Vi har blant annet estimert egenkapitalandel, gjeldsandel, gjeldsrente og beta, som alle kan inneholde estimeringsfeil. Det vil derfor være viktig å teste hvilken innvirkning endringer i WACC vil ha på aksjekursen. Det samme gjelder for vekstfaktoren, hvor det i praksis er umulig å forutse vekstutviklingen til selskapet på lang sikt. Dette understrekes i den strategiske analysen, hvor lønnsomheten til OKEA i stor grad påvirkes av plutselige geopolitiske hendelser.

Av tabell 28 kan vi se at tallet i midten er den predikerte aksjekursen vår, da dette tallet anvender samme avkastningskrav og vekstfaktor som det vi benyttet i den fundamentale

verdsettelsen. Tallene i lyseblått rundt midten tilsvarer de aksjekursene som vil være mest sannsynlig, gitt små endringer i enten WACC, g, eller begge. Eksempelvis vil en økning i WACC fra 11,09% til 12,09% medføre en nedgang i aksjekursen på 5,02 kr, tilsvarende en nedgang i selskapets verdi på hele 18,4%. En slik betydelig reduksjon tilsier at aksjekursen er svært sensitiv for endringer i WACC. Med tanke på OKEA sin høye gjeldsgrad vil dette naturligvis også påvirke egenkapitalen til aksjonærene i betydelig grad.

Når det kommer til vekstfaktoren, viser tabellen at en økning på 0,5 prosentpoeng i vekstfaktoren, fra 2% til 2,5%, fører til en økning i aksjekursen på 1,91 kr. Til tross for den beskjedne økningen, representerer også dette en betydelig økning i aksjekursen på 7%. Vi kan derfor konkludere med at aksjekursen til OKEA er sensitiv for små endringer i både vekstfaktoren og avkastningskravet, men mest for endringer i avkastningskravet (WACC).

10. Kritikk og diskusjon

10.1. Kritikk mot den strategiske analysen

I utførelsen av den strategiske analysen har vi hatt begrenset tilgang til informasjon om OKEA, da vi ikke har samarbeidet med selskapet. Vi har imidlertid benyttet offentlig tilgjengelig informasjon, som kan anses som pålitelig, inkludert OKEA sin egen hjemmeside. På tross av at hjemmesiden deres kan anses som en pålitelig kilde, er det grunn til å anta at fremstillingen av informasjonen kan være noe ensidig. Det er naturlig at OKEA ønsker å fremstille seg best mulig utad på egne nettsider, og som et resultat av dette bør en fortsatt stille seg noe kritisk. Uten tilstrekkelig detaljerte data vil det være utfordrende å danne et fullstendig bilde av alle faktorene som påvirker virksomheten.

Et annet problematisk punkt vil være hvorvidt vi har evnet å tilegne oss nok innsikt i selskapets konkurrenter. Dette vil være essensielt for å få en oversikt over hvor OKEA står i markedet, samt for å finne ut hvilke styrker og svakheter de sitter på, i forhold til sine konkurrenter. Som presentert i den strategiske analysen avhenger driften og lønnsomheten til OKEA i stor grad av den geopolitiske situasjonen og makrobildet som helhet. Under den strategiske analysen forsøker vi å danne et bilde av fremtidsutsiktene til OKEA. I en verden

preget av hyppige geopolitiske hendelser, vil det med tanke på OKEAs følsomhet overfor slike hendelser, være lite sannsynlig at scenarioene vi predikerer i den strategiske analysen faktisk inntreffer.

10.2. Kritikk mot regnskapsanalysen

Regnskapsanalysen er utarbeidet med tall fra års- og kvartalsrapporter, som tilsier at alle tallene er hentet direkte fra OKEA. En mulig fallgrube kan være hvorvidt disse tallene blir å regnes som troverdige og valide. OKEA sitt regnskap blir revidert av en uavhengig statsautorisert regnskapsfører, for å sikre at regnskapet er i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og lovverk. Følgelig blir OKEA sitt regnskap å anse som troverdig og valid. Videre er regnskapet oppgitt i NOK, noe som gjør analysen noe enklere. OKEA opplyser derimot at deres olje selges i USD, og gassen i GBP og EUR. Dette kan være en mulig svakhet ettersom dette medfører mange valutavekslinger, noe som kan endre de bokførte verdiene.

Et annet punkt som kan svekke validiteten til regnskapsanalysen, er hvorvidt selskapene vi har valgt å sammenligne kan regnes som adekvate til dette formålet. Både Equinor og Aker BP er større aktører og nevnte selskap har også en forretningsmodell som avviker fra OKEA sin. Equinor er et selskap hvor den norske stat har en eierandel på 67%. Dette kan medføre at Equinor har andre retningslinjer for verdiskapning, risiko og styresett, noe som vil gjenspeiles i regnskapet. På den måten vil det være en risiko for at grunnlaget for å sammenligne selskapene ikke er til stede ettersom de har stor variasjon på enkelte områder, noe som er en klar svakhet.

10.3 Kritikk mot den finansielle analysen

Den finansielle analysen inkluderer relevante satser, avkastningskrav, DCF, multipl- og NAV-analyse, og er den mest omfattende delen av besvarelsen. Det har blitt tatt en rekke forutsetninger og vår intensjon har vært å komme med antagelser som er realistiske og oppnåelige. For den risikofrie renten og markedets risikopremie har vi tatt utgangspunkt i hva som er konsensus i den norske finansbransjen. Av den grunn stiller vi oss i mindre grad

kritiske til disse punktene. Det er likevel verdt å bemerke seg at feil estimater her kan gi feil estimater for WACC og CAPM.

OKEA sin beta er derimot et punkt i vår besvarelse som innebærer større risiko for feil. Vi har selv regnet ut OKEA sin beta ved å laste ned kursene for OKEA sin aksje samt kursene for Oslo Børs sin hovedindeks (OSEBX). OKEA sin beta ble sammenlignet med Aker BP, og det kom frem at OKEA sin beta var noe høyere, som vi konkluderte med at var rimelig.

Damodaran opererer med en beta for olje- og gassektoren på 0,93. Til tross for dette valgte vi å ikke benytte oss av denne, fordi vår oppfatning var at dette ikke gjenspeilet risikoen i OKEA sin forretningsmodell tilstrekkelig. Det innebærer en større risiko å regne ut beta selv istedenfor å innhente informasjon, spesielt med tanke på tidshorizonten. OKEA har ikke vært børsnotert i fem år, følgelig ble den lengste betaen utregnet på en 3-års horisont. En svakhet her er at dette kan gi et unøyaktig bilde av den systematiske risikoen. Likevel valgte vi å benytte oss av egen utregnet beta, ettersom konklusjonen fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen var at OKEA opererer med en relativt høy grad av risiko. Som en følge av en potensielt feilaktig beta for OKEA, vil dette kunne lede til at avkastningskravet til aksjonærene og totalkapitalen ikke er korrekt.

Som en følge av at OKEA er et ungt selskap i vekst har oppgaven med å estimere kontantstrømmene til tider vært utfordrende. Våre prognoser for vekst i inntekter og kostnader i kommende år er noe offensive sett opp mot andre aktører. Til tross for at OKEA selv forventer en høyere vekst har vi redusert vekstfaktoren basert på et prinsipp om forsiktighet. Ettersom OKEA ikke har vært operative i mange år, og av den grunn ikke har mye data å vise til, er det en viss usikkerhet knyttet til våre prognoser. Samtlige av de predikerte kontantstrømmene tar utgangspunkt i funnene som ble avdekket i den strategiske analysen, regnskapsanalysen og selskapets situasjon som helhet. Estimater for fremtiden vil alltid innebære en risiko, til tross for dette er valgene nøye gjennomtenkt. Ettersom dette har vært den mest omfattende delen av besvarelsen, vektlegger vi også DCF tyngst for det endelige kursmålet.

Sensitivitetsanalysen som er inkludert viser hvor sensitivt OKEA sin aksjekurs er ved endringer i underliggende antagelser. Resultatet her viser at kursmålet er ganske sensitivt for små endringer, noe som gjør at våre estimater bør være presise for å kunne medføre riktighet.

Om WACC for eksempel hadde vært 1% lavere enn kalkulert, ville dette medført et kursmål på 6,31 kr høyere per aksje. Totalt sett gjør dette altså at selskapet hadde blitt verdsatt til omtrent 655 millioner mer enn i vår analyse.

Den markedsbaserte analysen er den verdsettelsesmetoden vi stiller oss mest kritiske til i besvarelsen. Bakgrunnen for dette er at selskapene OKEA sammenlignes med ikke innehar de samme karakteristikene i form av størrelse, risiko og forretningsmodell. Dermed kan det bli uriktig å bruke samme nøkkeltall for selskapene, selv om alle er norske petroleumsselskaper. Equinor sin markedsverdi er omtrent 900 ganger større enn OKEA, samt at den norske stat eier flertallet av selskapets aksjer. Aker BP er omtrent 60 ganger større, Vår Energi er omtrent 30 ganger større, og DNO opererer hovedsakelig i Midtøsten. På grunnlag av dette har vi valgt å vektlegge den markedsbaserte analysen med kun 5% i det endelige kursmålet.

I NAV-analysen har vi benyttet oss av estimater fra OKEA selv og SpareBank 1 Markets. OKEA sine estimater er lovregulerte og godkjent av en tredjepart, slik at disse føler vi oss trygge på. For SpareBank 1 Markets har vi en mindre grad av sikkerhet på at estimatene er korrekte. Likevel har vi valgt å benytte oss av disse på bakgrunn av kompleksiteten disse estimatene medfører. Dersom vi skulle laget egne estimater for USD/boe, ville nok dette medført lavere grad av riktighet i estimatene enn ved å benytte SB1M sine. På generelt grunnlag er NAV-analyse en god metode for verdsettelse av oljeselskaper, men vi innser likevel at OKEA sin forretningsmodell og vekstfaktor medfører en lavere relevans av NAV-analysen. Analysen er dermed vektlagt i lavere grad i det endelige kursmålet enn DCF-en.

11. Konklusjon

Oppgavens formål har vært å beregne OKEA sin markedsverdi per 31.12.2023. For å besvare problemstillingen har vi sett nærmere på OKEA som selskap, og analysert selskapets forretningsmodell og finansiell historikk. Oppgavens struktur består av en strategisk analyse, en gjennomgående regnskapsanalyse og en finansiell analyse. Den finansielle analysen består av beregning av avkastningskrav, tre ulike modeller for verdsettelse, samt en sensitivitetsanalyse.

Den strategiske analysen starter med en PESTEL-analyse som belyser viktige makrofaktorer som setter viktige forutsetninger for OKEA sin drift. Etterfulgt av Porters fem konkurransekrefter hvor formålet er å se på markedet OKEA er omgitt av, samt hvor intens konkurransesituasjonen er i bransjen. Videre følger en VRIO-analyse, hvor OKEA sine interne ressurser blir vurdert etter hvorvidt de evner å gi konkurransemessige fortrinn. Avslutningsvis blir dette oppsummert i en SWOT-analyse, hvor hensikten er å danne et helhetlig bilde av bedriften, markedet og hvilke implikasjoner dette har for våre estimater.

Fra regnskapsanalysen ble den økonomiske situasjonen til OKEA sammenlignet med andre norske oljeselskaper, hvor det ble tydelig at de store nedskrivningene knyttet til Statfjord og Yme gjorde vesentlige negative utslag. Videre observerte vi at lønnsomheten til OKEA er svært sensitiv for endringer i olje- og gasspriser. Sett under ett ble konklusjonen fra regnskapsanalysen at OKEA driver med en høyere risiko enn sammenlignbare selskaper, og at dette dermed bør hensyntas i verdsettelsen av selskapet. I praksis løste vi dette ved å tilføre et risikotillegg på gjeldsrenten i kontantstrømanalysen.

Verdsettelse	Kursmål	Vekting
DCF	27.31	70%
Markedsbasert	75.15	5%
NAV	52.58	25%
Kursmål 31.12.2023	36.02	100%

Tabell 29 - Vektet kursmål 31.12.2023

Tabell 29 illustrerer de endelige selskapssverdiene per aksje i henhold til våre tre finansielle modeller for verdsettelse, med sine respektive vektninger. Dette ga oss et endelig og vektet

kursmål på 36,02 kroner. Ved å sammenligne med den virkelige prisen per 31.12.2023 på 26,6 kroner, kommer det tydelig frem at vårt kursmål er noe høyere. Det er vår oppfatning at OKEA sin aksje var underpriset per 31.12.2023. Av *tabell 30* kan man se aksjekursen per dags dato, som tilsier at kursen beveger seg i retning av vårt kursmål. Dette støtter opp under vår konklusjon om at OKEA-aksjen var underpriset ved årets siste handelsdag.

Aksjekurs per dato		
Kursmål	31.12.23	36.02 kr
Aksjekurs	31.12.23	26.60 kr
Aksjekurs per nå	22.04.24	27,98 kr

Tabell 30 - Kursmål og aksjekurs per 31.12.2023 sammenlignet med aksjekurs per dags dato

For å trekke en konklusjon til problemstillingen mener vi at OKEA-aksjen ved årets siste dag var verdt 36,02 kr, og at selskapet totalt sett hadde en verdi på 3 742 935 377 kroner per 31.12.23. Følgelig ønsker vi å komme med en kjøpsanbefaling for OKEA med en oppside på 35,42%.

12. Referanseliste

ABB. (u.å.). ABB i Norge. Hentet 21.03.2024 fra

<https://new.abb.com/no>

Altinn. (u.å.a). *Beregning av Økonomiske nøkkeltall* [Tabell]. Hentet 20.03.2024 fra

[Beregning av Økonomiske nøkkeltall - Altinn](#)

Altinn. (u.å.b). *Beregning av Økonomiske nøkkeltall* [Tabell]. Hentet
20.03.2024 fra

[Beregning av Økonomiske nøkkeltall - Altinn](#)

Andal, Ø. (2022, 10. april). *Regjeringen foreslår vesentlige endringer i petroleumsskatten i 2022*. PwC. Hentet fra

<https://blogg.pwc.no/skattebloggen/regjeringen-foreslaar-vesentlige-endringer-i-petroleumsskatten-i-2022>

Bangchak. (u.å.). *About Bangchak*. Hentet 21.02.2024 fra

<https://www.bangchak.co.th/en/about/bangchak>

Barney, J. B. & Hesterly, W. S. (2008). *Strategic Management and Competitive Advantage* (2. utg.). Pearson, 72-111.

<https://teaching.up.edu/BUS580/bps/Barney%20and%20Hesterly,%202008,%20ch3%20VRIO%20internal%20analysis.pdf>

Baum, L. M. (2012). It's Not Easy Being Green ... Or Is It? A Content Analysis of Environmental Claims in Magazine Advertisements from the United States and United Kingdom. *Environmental Communication*, 6(4), 423-440.

<https://doi.org/10.1080/17524032.2012.724022>

Chen, Y. S. & Chang, C. H. (2013). Greenwash and Green Trust: The Mediation Effects of Green Consumer Confusion and Green Perceived Risk. *Journal of Business Ethics*, 114(3), 489–500.

<http://www.jstor.org/stable/23433794>

Copiello, S. (2016). A Discounted Cash Flow variant to detect the optimal amount of additional burdens in Public-Private Partnership transactions. *MethodsX*, (3), 195-204.

<https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC4804394/>

Dagens Næringsliv. (2024, 7. februar). *Equinor skal tjene like mye på olje og gass i 2035*. Hentet 13.03.2024 fra

<https://www.dn.no/energi/equinor/olje-og-gass/equinor-skal-tjene-like-mye-pa-olje-og-gass-i-2035/2-1-1594882>

Dahl, G. A. (2011). Oversikt over ulike verdsettelsesmetoder. *Praktisk økonomi og finans* (2.utg.), (27), 3-14.

<https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2011-02-02>

Damodaran, A. (2024, januar). *Total Betas by Sector (for computing private company costs of equity) - US*. Hentet 16.04.2024 fra

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html

DNB. (2023, 11. april). *Finn interessante aksjer ved hjelp av nøkkeltall!*. Hentet fra

<https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/finn-aksjer>

Dyrnes, S. & Olalla, I. G. (2023). Verdsettelse – en introduksjon og oversikt over sentrale deler av verdsettelsesprosessen. *Praktisk økonomi og finans* (3.utg.), (39), 189-209.

<https://www.idunn.no/doi/10.18261/pof.39.3.2#sec-4>

EU. (2024). *2040 climate target*. Hentet 01.03.2024 fra

https://climate.ec.europa.eu/eu-action/climate-strategies-targets/2040-climate-target_en

EIA. (2024a, 9. april). *Short-term energy outlook*. Hentet 13.04.2024 fra

<https://www.eia.gov/outlooks/steo/report/BTL/2024/01-brentprice/article.php>

EIA. (2024b, 9. april). *WHAT DRIVES CRUDE OIL PRICES?*. Hentet 13.04.2024 fra

<https://www.eia.gov/finance/markets/crudeoil/supply-opec.php>

Energy Institute. (2023). *Statistical Review of World Energy*. Hentet 20.03.2024 fra

<https://www.energyinst.org/statistical-review>

Fiken. (u.å.). *Hva er arbeidskapital*. Hentet 17.03.2024 fra

<https://fiken.no/forklarer/arbeidskapital>

Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans* (2.utg.), (23), 3-17.

<https://www.idunn.no/doi/10.18261/ISSN1504-2871-2007-02-02>

Infront Analytics. (u.å.). *Aker BP: Levered/Unlevered beta*. Hentet 03.04.2024 fra

<https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/40019SN/Det-norske-oljeselskap-ASA/Beta>

KLP. (u.å.). *Ordforklaringer*. Hentet 22.03.2024 fra

<https://www.klp.no/om-klp/finans-og-ir/ordforklaringer>

Lin, J., Lobo, A. & Leckie, C. (2017). Green brand benefits and their influence on brand loyalty. *Marketing Intelligence & Planning*, 35(3), 425-440.

<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MIP-09-2016-0174/full/pdf?title=green-brand-benefits-and-their-influence-on-brand-loyalty>

Miljødirektoratet. (2023a, 11. juni). *Klimagassutslipp fra olje- og gassutvinning - Miljøstatus*. Hentet fra

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/klima/norske-utslipp-av-klimagasser/klimagassutslipp-fra-olje--og-gassutvinning/>

Miljødirektoratet. (2023b, 6. februar). *Ekstremvær - Miljøstatus*. Hentet 17.03.2024 fra

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/Ekstremvar/>

NHO. (2024, 6. februar). *Kommisjonen legger frem forslag til EUs klimamål for 2040*. Hentet fra

<https://www.nho.no/tema/eos-og-internasjonalt-handel/nho-brussel/artikler/kommisjonen-legger-frem-forslag-til-eus-klimamal-for-2040/>

Nordnet. (u.å.). *Brent-olje*. Hentet 15.03.2024 fra

<https://www.nordnet.no/market/indicator/oil>

Norges Bank. (u.å.). *Statslån - Generiske Renter*. Hentet 04.04.2024 fra

<https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=B&startdate=2023-12-08&stopdate=2024-04-04>

Norli, Ø. (2011). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi og finans* (2.utg.), (27), 15-21.

<https://www.idunn.no/doi/10.18261/ISSN1504-2871-2011-02-03>

Norsk Petroleum. (2024a, 2. januar). *Arbeidsplasser*. Hentet 21.03.2024 fra

<https://www.norskpetroleum.no/okonomi/arbeidsplasser/#:~:text=Direkte%20og%20indirekte%20sysselsetting,av%20samlet%20sysselsetting%20i%20Norge.>

Norsk Petroleum. (2024b, 10. april). Eksport av olje og gass. Hentet 21.03.2024 fra

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

Norsk Petroleum. (2024c, 8. april). Statens inntekter. Hentet 23.04.2024 fra

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

Norsk Petroleum. (2024d, 2. januar). *Petroleumsforskning og teknologi*. Hentet 09.02.2024 fra

<https://www.norskpetroleum.no/miljo-og-teknologi/petroleumsforskning-og-teknologi/>

Norsk Petroleum. (u.å.a). *Selskap med utvinningstillatelse*. Hentet 22.03.2024 fra

<https://www.norskpetroleum.no/fakta/selskap-utvinningstillatelse/>

Norsk Petroleum. (u.å.b). *DRAUGEN*. Hentet 03.04.2024 fra

<https://www.norskpetroleum.no/fakta/felt/draugen/>

Haugen, V. F. (2024, 26. februar). Gassrørledningen Nord Stream. *NRK*. Hentet 06.03.2024 fra

<https://www.nrk.no/nyheter/gassrorledningen-nord-stream-1.13828304>

OKEA. (2019, 5. juli). *ABB and OKEA to accelerate value creation using innovative business models*. Hentet fra

<https://www.okea.no/investor/investor-news/abb-and-okea-to-accelerate-value-creation-using-innovative-business-models/>

OKEA. (2023a, 3. april). *Annual report OKEA ASA*. Hentet fra

<https://mb.cision.com/Public/18168/3745324/b4ae2daa6f2d97c2.pdf>

OKEA. (2023b, 22. desember). *Brage Havvind*. Hentet 13.03.2024 fra

<https://www.okea.no/wp-content/uploads/2024/01/brage-havvind-konsekvensutredning.pdf>

OKEA. (2023c, 3. april). *ESG Report OKEA ASA*. Hentet fra

<https://www.okea.no/wp-content/uploads/2023/03/okea-esg-report-2022.pdf>

OKEA. (2024a). *This is OKEA*. Hentet 10.02.2024 fra

<https://www.okea.no/about/>

OKEA. (2024b, 8. april). *Annual report OKEA ASA*. Hentet fra

<https://mb.cision.com/Public/18168/3957990/ab233ec0716ecbba.pdf>

OKEA. (2024c). *Sustainability*. Hentet 01.03.2024 fra

<https://www.okea.no/sustainability/>

OKEA. (2024d). *Annual statement of reserves and resources*. Hentet fra

<https://www.okea.no/wp-content/uploads/2024/04/annual-statement-of-reserves-and-resources-2023.pdf>

OPEC. (u.å.a). *Our Mission*. Hentet 19.03.2024 fra

https://www.opec.org/opec_web/en/about_us/23.htm

OPEC. (u.å.b). *Member Countries*. Hentet 19.03.2024 fra

https://www.opec.org/opec_web/en/about_us/25.htm

OPEC. (2022). *2022 World Oil Outlook 2045*. Hentet 11.03.2023 fra

https://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/WOO_2022.pdf

Percy, L. Rosenbaum-Elliott, R. (2021). *Strategic Advertising Management* (6th ed).
Oxford University Press.

Petroleumsskatteloven. (1975). *Lov om skattlegging av undersjøiske
petroleumsforekomster mv.* (LOV-1975-06-13-35). Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1975-06-13-35>

PwC. (2023, 7. desember). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Regjeringen. (u.å.a). *Olje og gass*. Hentet 17.02.2024 fra

<https://www.regjeringen.no/no/tema/energi/olje-og-gass/id1003/>

Regjeringen. (u.å.b). *CO2 - handtering*. Hentet 18.03.2024 fra

<https://www.regjeringen.no/no/tema/energi/co-handtering/id86982/>

Regjeringen. (2023a, 22. desember). *Godkjenner ombygging av Draugen og Njord*.

Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/godkjenner-ombygging-av-draugen-og-njord/id3020297/>

Regjeringen. (2023b, 28. august). *Klimaendringer og norsk klimapolitikk*. Hentet 22.03.2024 fra

<https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/innsiktsartikler-klima-miljo/klimaendringer-og-norsk-klimapolitikk/id2636812/>

Regjeringen. (2024, 22. januar). *Dette er klimavotesystemer på bedriftsnivå*. Hentet 20.03.2024 fra

<https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/klima/innsiktsartikler-klima/klimavoter/id2076655/>

Regjeringen. (2007, 8. februar). *Konsesjonssystemet*. Hentet 18.03.2024 fra

<https://www.regjeringen.no/no/tema/energi/olje-og-gass/Konsesjonssystemet/id449367/>

Reuters. (2023, 20. november). *What is OPEC+ and how does it impact oil prices?*.

Hentet 13.03.2024 fra

<https://www.reuters.com/business/energy/what-is-opec-how-does-it-impact-oil-prices-2023-05-31/>

Sandvik. (2024, 9. januar). *BW Ideal og Fram Wind Solutions skal levere havvind til*

Brage – hvis de får støtte fra Enova. EnergiWatch. Hentet 10.03.2024 fra

<https://energiwatch.no/nyheter/offshore/article16741457.ece>

Sehgal, N. & Pandey, K. K. (2014). The Drivers of Oil Prices - A MI3 Algorithm Approach. *Energy Procedia*, (61), 509-512.

<https://doi.org/10.1016/j.egypro.2014.11.1160>

Skarbøvig. (2022, 18. august). Hva er arbeidskapital, og hvorfor er det viktig?.

Pareto Bank. Hentet 22.04.2024 fra

<https://paretobank.no/blogg/hva-er-arbeidskapital-og-hvorfor-er-det-viktig>

Skatteetaten. (u.å.). *Petroleumsskatt*. Hentet 02.04.2024 fra

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

Sokkeldirektoratet. (u.å.). *Avanserte utvinningsmetoder (EOR)*. Hentet 04.03.2024 fra

<https://www.sodir.no/aktuelt/publikasjoner/rapporter/ressursrapporter/ressursrapport-2017/teknisk-potensial-enda-mer-a-hente/avanserte-utvinningsmetoder/>

SpareBank 1 Markets. (2024, 4. januar). *OKEA (Buy, tp NOK 50) – Market wrongly disqualifies company's business model, despite 2024 dividend cut*. Hentet

16.04.2024 fra

<https://aksjehandel.sparebank1.no/analysis>

SSB. (2023, 6. desember). *Nysgjerrig på elbiler i Norge? Se siste elbilstatistikk her*.

Statistisk sentralbyrå. Hentet 12.03.2024 fra

<https://www.ssb.no/transport-og-reiseliv/landtransport/statistikk/bilparken/artikler/nysgjerrig-pa-elbiler-i-norge-se-siste-elbilstatistikk-her>

Steiger, F. (2010). The validity of company valuation using discounted cash flow methods. *Cornell University Working Paper*, 1-21.

<https://arxiv.org/abs/1003.4881v2>

UNECE. (2004). United Nations Framework Classification for Fossil Energy and Mineral Resources. *The United Nations Economic Commission for Europe*. Hentet 19.04.2024 fra

<https://unece.org/DAM/energy/se/pdfs/UNFC/UNFCemr.pdf>

Visma. (u.å.a). *Totalkapitalens rentabilitet*. Hentet 17.03.2024 fra

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-return-on-total-assets.htm

Visma. (u.å.b). *Egenkapitalens rentabilitet*. Hentet 17.03.2024 fra

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-return-on-equity.htm

Visma. (u.å.c). *Resultatmargin i %*. Hentet 17.03.2024 fra

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-net-margin.htm

Visma. (u.å.d) *Gjeldsgrad*. Hentet 17.03.2024 fra

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm

Visma. (u.å.e). *Likviditetsgrad 1*. Hentet 18.03.2024 fra

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm

Visma. (u.å.f). *Likviditetsgrad 2*. Hentet 22.03.2024 fra

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-quick-ratio.htm

Yahoo Finance. (2023, 22. desember). *The Top 5 Oil Producers of 2023*. Hentet 15.02.2024 fra

<https://finance.yahoo.com/news/top-5-oil-producers-2023-010000253.html>

Ødegaard, B. A. (2022, 17. november). *The Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Hentet fra

https://ba-odegaard.no/teach/msb102_2022/lectures/capm/lecture_capm_summary_only.pdf

Kvartals- og årsrapporter

Aker BP. *Kvartals- og årsrapporter 2019-2023*. Aker BP ASA. Hentet fra

<https://akerbp.com/en/investor/reports-and-presentations/>

DNO. *Kvartals- og årsrapporter 2019-2023*. DNO ASA. Hentet fra

<https://www.dno.no/en/investors/reports-and-presentations/>

Equinor. *Kvartals- og årsrapporter 2019-2023*. Equinor ASA. Hentet fra

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

OKEA. *Kvartals- og årsrapporter 2018-2023*. OKEA ASA. Hentet fra

<https://www.okea.no/investor/reports/>

Vår Energi. *Kvartals- og årsrapporter 2018-2023*. Vår Energi ASA. Hentet fra

<https://varenergi.no/en/investor/reports-presentations/>

