



UiT Norges arktiske universitet

Fakultet for biovitenskap, fiskeri og økonomi

Verdsettelse Equinor ASA

Fundamental analyse

Ståle Nilsen

Masteroppgave i Strategisk ledelse og økonomi, BED-3910, desember 2023

1 INNHOLD

1	Innledning.....	1
1.1	Formål og problemstilling.....	1
1.2	Avgrensning.....	1
1.3	Oppgavens struktur.....	1
1.4	Introduksjon.....	2
1.4.1	Equinor ASA.....	2
1.4.2	Bransjebeskrivelse.....	4
2	Teori.....	10
2.1	Verdikonsept.....	10
2.2	Del 1. Strategisk analyse.....	10
2.2.1	Makroomgivelser.....	11
2.2.2	Konkurransesomgivelser.....	11
2.2.3	Selskapsespesifikke forhold.....	12
2.3	Del 2. Regnskapsanalyse.....	12
2.4	Del 3. Verdsettelsesmetoder.....	14
2.4.1	Inntektsbasert tilnærming.....	14
2.4.2	Markedsbasert tilnærming.....	15
2.4.3	Del 3.1. DCF – Discounted Cash Flow model.....	15
2.4.4	Del 3.2. Avkastningskrav.....	16
2.4.5	Del 4. Fundamental verdsettelse.....	19
3	Metode.....	20
3.1	Vitenskapelig ståsted.....	20
3.2	Forskningsdesign.....	20
3.2.1	Datainnsamling og -analyse.....	20
3.2.2	Validitet og reliabilitet.....	20
4	Resultat.....	22
4.1	Strategisk analyse.....	22
4.1.1	Makroomgivelser.....	22
4.1.2	Konkurransesomgivelser.....	29
4.1.3	Selskapsespesifikke forhold.....	31
4.2	Regnskapsanalyse.....	32
4.2.1	Regnskapskvalitet.....	33
4.2.2	Analyse av historisk informasjon – Del 1.....	33
4.2.3	Omgruppering - Del 2.....	39

4.3	Avkastningskrav	41
4.3.1	Risikofri rente	41
4.3.2	Beta.....	41
4.3.3	Markedets risikopremie.....	42
4.3.4	Gjeldskostnad.....	42
4.3.5	WACC.....	43
4.4	Prognostisering av fremtidig kontantstrøm	43
4.4.1	Estimat salgsinntekter.....	43
4.4.2	Estimat driftskostnader.....	45
4.4.3	Estimat avskrivninger	46
4.4.4	Estimat CAPEX og arbeidskapital	46
4.5	Fri kontantstrøms-metode til totalkapitalen	48
4.6	Fundamental verdsettelse Equinor	48
4.7	Sensitivitetsanalyse	49
4.7.1	Endring i WACC og vekstfaktor.....	49
5	Komparativ verdsettelse.....	51
5.1	P/E – Price/Earnings.....	51
5.2	P/B – Price to book.....	51
5.3	EV/EBITDEA.....	52
5.4	Oppsummering komparativ analyse	52
5.5	Vektet aksjeverdi	53
6	Diskusjon	54
7	Konklusjon	55
8	Referanseliste.....	56
9	Vedlegg.....	62
	Vedlegg A – Diskontert fri kontantstrøms-modell Equinor ASA	62
	Vedlegg B – Regnskapsanalyse del 1	62
	Vedlegg C – Multippelanalyse	62

2 TABELLISTE

Tabell 1 - Felt- og operatøroversikt norsk sokkel, korrigert for felt uten produksjon (Norsk Petroleum 2023, felt)	7
Tabell 2 - Funn på norsk sokkel 2022/23 (Norsk Petroleum 2023, funn).....	7
Tabell 3 - Aktører på norsk sokkel 2022/23 (Norsk Petroleum 2023, selskap)	8
Tabell 4 - Størrelse på sammenliknbare selskaper i antall ansatte.....	33
Tabell 5 - Korrigert resultatregnskap Equinor	34
Tabell 6 - Varelagerets omløpshastighet, Equinor og bransjen.....	37

Tabell 7 - Nøkkeltall likviditet, soliditet og finansiering. Equinor og bransjen.....	37
Tabell 8 - Omgruppert balanse, Equinor	39
Tabell 9 - Gjennomsnittlig effektiv driftsskattesats, Equinor	40
Tabell 10 - Beta - Equinor ASA (Infront analytics, 2023).....	41
Tabell 11 - Markedsandel Equinor på norsk sokkel (1 fat tilsvarer 0,159 standard kubikkmeter. Ref. årsrapport 2021)	43
Tabell 12 - Estimert produksjonsvolum Equinor	44
Tabell 13 - Estimert fremtidig olje- og gasspris.....	44
Tabell 14 - Estimert fremtidige salgsinntekter	45
Tabell 15 - Driftskostnader i forhold med produksjonsvolum	45
Tabell 16 - Estimerte fremtidige driftskostnader	45
Tabell 17 - NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes).....	46
Tabell 18 - Estimert fremtidig investeringsaktivitet.....	46
Tabell 19 - historisk arbeidskapital i % av salgsinntekter.....	47
Tabell 20 - Estimert fremtidig arbeidskapital.....	48
Tabell 21 - Resultatoppsett for fremtidig kontantstrøm til total kapital	48
Tabell 22 - Diskontert kontantstrøms-modell	49
Tabell 23 - Sensitivitetsanalyse av vekstfaktor og avkastningskrav.....	50
Tabell 24 - Pris til fortjeneste, Equinor og bransjen 2021	51
Tabell 25 - Pris til bok, Equinor og bransjen 2021	52
Tabell 26 - EV/EBITDEA, Equinor og bransjen 2021	52
Tabell 27 - Gjennomsnittlig pris Equinor ved bruk av multipler fra bransjesnitt 2021	53
Tabell 28 - Vektet aksjeverdi Equinor	53
Tabell 29 - Underliggende verdier pr aksje Oslo Børs, Equinor ASA 2021.....	55

3 FIGURLISTE

Figur 1 – Organisasjonsstruktur (Equinor, 2023)	3
Figur 2 - Global verdikjede for olje- og gass.....	5
Figur 3 - Eksportverdi av norsk petroleum, 1971-2021 (Norsk Petroleum 2023, eksport av olje og gass).....	8
Figur 4 - Norge og de 10 største oljeprodusentene i 2021 (Norsk petroleum, 2022. Eksport av olje og gass).....	9
Figur 5 - Netto gasseksport av gasseksporterende land (Norsk Petroleum 2023, eksport av olje og gass).....	9
Figur 6 - Stegvis prosess for fundamental verdivurdering.	10
Figur 7 - Teoretisk rammeverk for strategisk analyse.....	11
Figur 8 - Kreditororientert til investororientert balanse.	13
Figur 9 - Resultatoppsett fremtidig kontantstrøm.....	13
Figur 10 - Hoveddrivere i et selskap (Thoresen, 2022).....	14
Figur 11 - Produksjonsprognose norsk sokkel (Bilde er hentet fra Norsk Petroleum 2023, produksjonsprognoser)	23
Figur 12- Utvikling EUs kvotemarked (Energi og klima, 2023)	24
Figur 13- Prognose av utslippskostnad som andel av produksjonsverdi, gitt avgift på 2 000 kr pr tonn CO2 i 2030. (Bilde hentet fra: Norges bank, 2022. Avgifter på utslipp er fortsatt lave som andel av produksjonsverdi).....	25
Figur 14- Reell BNP vekst Norge (Statistisk sentralbyrå 2023, norsk økonomi).....	26
Figur 16 - Valutahistorikk NOK/USD (Norges bank 2023, valutakurser). Oljepris hentet fra Norsk Petroleum 2023, oljepris og aktørbilde 2000-2022)	27

Figur 17 - Historisk oljepris (Norsk Petroleum 2023, oljepris og aktørbilde 2000-2022).....	27
Figur 18 – Historisk gasspris (Rystad Energy, 2022).....	28
Figur 19 - Porters fem krefter modell, Equinor ASA.....	31
Figur 20 - VRIO, Equinor ASA.....	31
Figur 21 -Totalkapitalrentabilitet, Equinor ASA og bransjen.....	35
Figur 22 - Egenkapitalrentabilitet, Equinor ASA og bransjen.....	36
Figur 23 - Resultatgrad, Equinor ASA og bransjen.....	36
Figur 24 - Rentesats 10 årig statsobligasjoner (Norges Bank 2023, syntetiske renter. Norges bank 2023, generiske renter).....	41
Figur 25 - Gjennomsnittlig vektet rentesats Equinor ASA.....	42

Forord

Jeg vil rette en takk til min veileder Martin André Bang Guttormsen for gode tilbakemeldinger og godt samarbeid under skriving av denne masteroppgaven.

Sammendrag

Oppgavens hovedformål og problemstilling er å kartlegge underliggende verdier i Equinor ASA ved årsslutt 2021, og basert på daværende aksjekurs på Oslo Børs anbefale kjøp, hold eller salg av aksjen. Studiet er en dokumentstudiet med bruk av offentlige kilder. Prosessen for kartlegging av underliggende verdier er utført gjennom 4 hovedprosesser. Som et første steg i kartleggingen er det utført en strategisk analyse. Hovedfunn fra analysen viser at selskapet har som delvis statseid selskap en varig konkurransefordel på norsk sokkel, en økende grad av miljøkostnader relatert til klimagassutslipp, samt en omfattende omstillingsfase for energisektoren relatert til fornybar energi-produksjon.

Andre steg i prosessen består av å analysere historisk informasjon og omgruppere regnskap til verdsettelsesformål. Regnskapsanalysen av historisk informasjon viser at Equinor har en bedre resultatgrad sammenliknet mot bransjen, hvor bransjen består av Total Energies, Royal Dutch Shell, og British Petroleum. Equinors evne til å ytterligere distansere driftskostnadene fra salgsinntektene sammenliknet med bransjen skyldes deres lavere forbruk på varekostnader relativt til salgsinntekter. Selskapet viser en hurtigere omløpshastighet av varelager sammenliknet med bransjen.

Som et tredje steg i verdsettelsen er det estimert fremtidig kontantstrøm, med utgangspunkt i diskontert kontantstrøms-metode. Antakelser gjort av fremtidig kontantstrøm er basert på informasjon fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Det er estimert en normalisert olje- og gasspris i terminledd på henholdsvis 60 og 41 dollar fatet. Videre er markedsandeler antatt å holdes stabilt, med en årlig økning i energibehov på 1 % fram mot 2030. Det er antatt at Equinor dekker denne økningen innenfor sine etablerte markedsandeler. Videre er det antatt et økt investeringsbehov for selskapet, i tråd med deres strategi om å være en ledende aktør i energiomstillingen.

Ved å benytte seg av en vektning mellom diskontert kontantstrøms-modell og multipl analyse ble underliggende verdi av Equinors egenkapital estimert til å være 103 133 mill. USD, tilsvarende 31,91 USD pr aksje. Med daværende valutakurs utgjør det 282 kr pr aksje på Oslo Børs. Aksjekurs på samme tidspunkt var 233 kr, som gir en oppside på 21% gitt stabil valutakurs fra verdsettelsestidspunkt. Med et pålitelighetsintervall på +- 10% gir verdsettelsen et verdispenn av selskapet mellom 254 - 310 NOK pr aksje.

Nøkkelord: Verdsettelse, fundamental verdivurdering, diskontert kontantstrøm.

1 INNLEDNING

I dette kapittelet vil jeg forklare formålet med oppgaven, utdype valgt problemstilling, si noen ord om oppgavens avgrensning og struktur, før jeg til slutt gir en kort introduksjon av selskapet og bransjen.

1.1 FORMÅL OG PROBLEMSTILLING

Formålet med oppgaven er å analysere underliggende verdier i konsernet Equinor ASA, org.nr 923 609 016, pr 31.12.2021, og basert på resultatet av analysen anbefale kjøp, hold, eller salg av aksjen etter kurs pr 31.12.2021. Studiet kan brukes som empirisk understøtte til etablert verdsettelsesteori, samt som en generell innføring til selskapet.

Problemstilling for oppgaven:

«Hva er underliggende verdier i Equinor ASA, og i hvor stor grad reflekteres disse i aksjekursen på Oslo børs for samme periode?»

1.2 AVGRENSNING

Oppgaven vil basere seg på offentlig tilgjengelig informasjon om bedrift og marked. Vurderinger og anbefalinger i oppgaven vil være basert på forutsetningen om begrenset informasjon. Analysen er utført med tilgjengelige regnskap, herunder konsernets årsregnskap, årsberetning, noter og revisors beretning. Øvrig offentlig tilgjengelig informasjon vil bli brukt opp til periode for levering av oppgaven, desember 2023.

1.3 OPPGAVENS STRUKTUR

Innledningsvis vil jeg gi en kort introduksjon til Equinor ASA – deres formål, historie, selskapsstruktur og strategi, etterfulgt av en introduksjon til bransjen de opererer i - med vekt på bransjens verdidrivere og rammeverk. Påfølgende i teorikapittelet vil jeg gjennomgå relevant verdsettelsesteori med begrunnelse for valgt verdsettelsesmetode.

Metodekapittelet tar for seg valgt metode for innhenting av data til studien, og hvordan disse er analysert. I resultatet presenterer jeg funn fra analysen. Resultatet vil i hovedtrekk inneholde funn fra strategisk analyse av bransje og selskap, analyse av historisk regnskapsinformasjon, avkastningskrav, prognostisering av fremtidig kontantstrøm, samt estimat på virksomhets- og egenkapitalverdi av selskapet.

I drøftings- og konklusjonskapittelet vil jeg synliggjøre svakheter med verdivurderingen, og basert på funnene i resultatet presentere en handelsstrategi. Handelsstrategien tar ikke hensyn til eventuell utbyttepolitikk for selskapet.

1.4 INTRODUKSJON

1.4.1 Equinor ASA

Equinor er et internasjonalt energiselskap som har sin hovedvirksomhet og base i Norge, med øvrige virksomheter i Sør-Amerika, Afrika, Oseania og Europa (Equinor 2023, hvor vi er). Selskapets formål er å omdanne naturressurser til energi for mennesker og framgang for samfunnet, med virksomheter innenfor olje og gass, fornybar energi, og lavkarbonløsninger (Equinor 2023, strategi). Selskapet står for 70% av olje- og gassproduksjonen i Norge, og er med sine 21 000 ansatte den største olje- og gassoperatøren på norsk sokkel (Equinor 2023, felt og plattformer). Selskapet opplyser om at dens daglige produksjon utgjør omtrentlig 2 millioner fat oljeekvivalenter, hvor en tredjedel av dette produseres utenfor Norge – med Peregrino-feltet i Brasil og Mariner-feltet i Storbritannia som største bidragsytere.

Selskapet har 7 landanlegg strategisk plassert langs hele norskekysten, som fungerer som foredlingsanlegg og forsyningsbaser for bearbeidet råolje og naturgass, transportert fra produserende felt i Nordsjøen, Barentshavet og Norskehavet. Produkter som foredles er blant annet bensin, diesel, fyringsolje, flytende naturgass, og propangass. Storparten av produktene eksporteres til Europa, men også mindre andeler eksporteres til Nord-Amerika og Asia.

1.4.1.1 Historie

Selskapets historie strekker seg tilbake til 1972, etter vedtak fra Stortinget om at det skulle opprettes et statlig norsk oljeselskap. Aksjeselskapet ble etablert under navnet Statoil (Equinor 2023, vår historie) som et heleid statlig selskap. Samtidig som Statoil ble etablert opprettet Stortinget et statlig oljedirektorat som skulle ivareta statens interesser i norsk oljesektor (Ryggvik, Tollaksen og Solbakken, 2023). Skilnaden fra et privat eid selskap var at Statoil siden opprettelsen har hatt både direkte og indirekte politiske mandat, blant annet gjennom (SDØE) – Statens direkte økonomiske engasjement.

I 2001 ble det vedtatt i Stortinget at en tredjedel av Statoils aksjer kunne privatiseres, i et forsøk på å gi selskapet bedre forutsetninger for vekst - for å hamle opp med større internasjonale konkurrenter som ExxonMobil, Chevron-Texaco, og Conoco Phillips. Fra dette tidspunkt skulle Statoil drives ut fra lønnsomhetskriterier (Ryggvik, Tollaksen og Solbakken,

2023), og ble samme året tatt på børs i henholdsvis Norge og New York - og omdannet til et allmennaksjeselskap (Equinor 2023, vår historie).

Basert på ovennevnte eier staten i dag 67 % av Equinor (endret navn fra Statoil i 2018), og forvaltes av Nærings- og fiskeridepartementet via statsaksjeselskapet Petoro for ivaretagelse av SDØE (Equinor 2023, den norske stat som aksjonær). På bakgrunn av statens dominerende eierandel av Equinor er selskapet bundet å følge statens prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse. For utdypning av statens 10 prinsipper for god eierstyring kan man lese stortingsmelding nr. 22 (2001-2002).

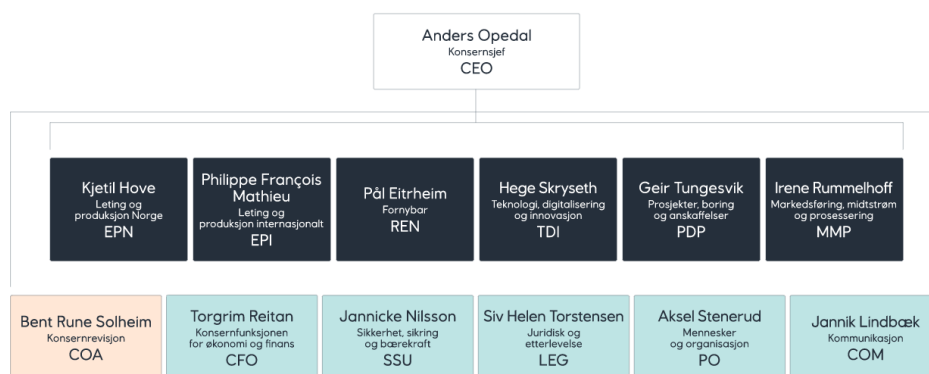
1.4.1.2 Eierstyring, selskapsledelse og selskapsstruktur

Effektiv eierstyring og selskapsledelse står tilsynelatende sentralt i Equinor. Selskapets definisjon av god eierstyring og selskapsledelse er ivaretagelse av selskapets grunnleggende prinsipper om etikk og integritet, samt fremme tillit ovenfor eksterne interessenter gjennom å være transparent (Equinor 2023, eierstyring og selskapsledelse).

«Vi mener at den beste måten å nå denne målsetningen på er gjennom verdibasert ledelse, strenge etiske krav og en bedriftskultur som verdsetter personlig integritet og respekt for miljøet. Equinors eierstyring og selskapsledelse er derfor tuftet på selskapets verdigrunnlag og etiske retningslinjer.»

(Sitat hentet fra; «<https://www.equinor.com/no/om-oss/eierstyring-og-selskapsledelse>»)

Generalforsamlingen er selskapets høyeste organ i tråd med norsk allmennaksjelov, og gjennom den utøver aksjeeierne den øverste myndighet i selskapet (Allmennaksjeloven, 1999). Selskapets styre har ansvar for å føre tilsyn med selskapets daglige drift, og overordnet ansvar for forvaltning av selskapet (Equinor 2023, styrende organer).



Figur 1 – Organisasjonsstruktur (Equinor, 2023)

Selskapets organisasjonsstruktur er divisjonsbasert ut fra markeder selskapet opererer i, hvor konsernsjef har ansvaret for den daglige driften. Selskapets virksomhet på norsk sokkel er underlagt EPN, hvor selskapet innehar både roller som operatør og partner. Selskapets landanlegg er underlagt MMP, definert som en del av selskapets midt- og nedstrømsaktivitet. Forretningsområdet MMP skal realisere verdipotensialet av selskapets markedsførte produkter (Equinor 2023, organisasjonen vår). REN er et forretningsområde som gjenspeiler selskapets langsiktige strategi om å erstatte deler av olje- og gassporteføljen med fornybar energi. Deres største prosjekt for utbygging i år 2021 var den flytende vindparken Dogger Bank utenfor Storbritannia (Årsrapport, 2021). Lederne for de ulike divisjonene utgjør selskapets konsernledelse sammen med konsernsjef. For beskrivelse av øvrige divisjoner se equinor.com/no/om-oss/organisasjon.

1.4.1.3 Strategi

Ambisjonen til Equinor er å være et ledende selskap i det grønne skiftet på vei mot klimanøytralitet. På selskapets egen hjemmeside kan du finne følgende sitat;

«Equinors strategi er å akselerere vår omstilling. Innen 2030 vil Equinor være en ledende leverandør av energi og lavkarbonløsninger. Vi vil fortsatt være Norges største energiselskap og utvikle oss som en ledende energiaktør i utvalgte internasjonale markeder. Vi vil være en global leder innenfor havvind og europeisk leder innenfor karbonfangst og -lagring.»

(Sitat hentet fra; “<https://www.equinor.com/no/om-oss/strategi>”)

De ønsker å posisjonere seg sterkt i omstillingen av nye energisystemer som vil finne sted de neste tiårene. Selskapet melder at innen 2030 vil over 50 % av selskapets bruttoinvesteringer være innenfor fornybar energi og lavkarbonløsninger, som er en økning på 20 % fra selskapets 2025 mål på 30 % (Equinor 2023, et ledende selskap i det grønne skiftet). Den langsiktige ambisjonen er å være klimanøytral i 2050. Selskapet tar sikte på å generere en solid kontantstrøm fra olje og gass de neste ti årene, og anvende opptjent kapital til å drive omstillingen, og styrke porteføljen i tråd med ambisjonen.

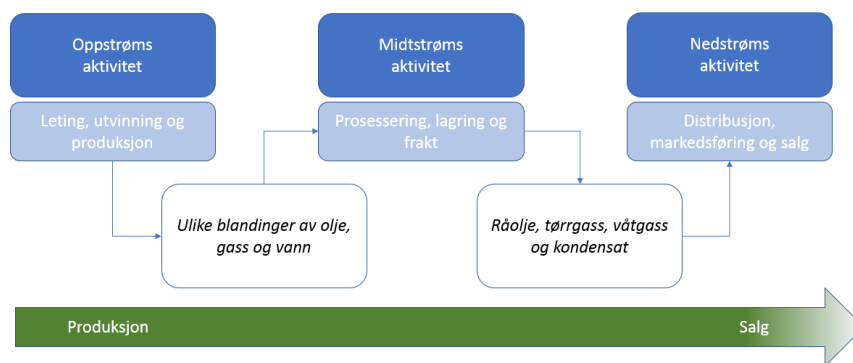
1.4.2 Bransjebeskrivelse

Selv om Equinor beskriver seg som et energiselskap, og næringen i seg selv er i forandring, er det en viktig presisering at selskapet i skrivende stund har sin hovedbeskjeftigelse innen olje- og gass, også kalt for petroleumsindustrien.

Petroleum er en samlebetegnelse for råolje og naturgass, som er forskjellige blandinger av olje, gass og vann som befinner seg i reservoar under jordskorpen (Gundersen, Lundberg og Norsk Oljemuseum, 2022). For å få salgbare produkter, må det som produseres fra reservoarene skilles og behandles. Petroleum er verdens viktigste kilde for energi, med bruksområder innenfor eksempelvis drivstoff, oppvarming, plastproduksjon, asfalt, og smøremiddel (Gundersen, Lundberg og Norsk Oljemuseum, 2022). Transportsektoren er største forbruker av olje, etterfulgt av petrokjemisk industri som for eksempel plastproduksjon (Norsk petroleum 2023, eksport av olje og gass). Naturgass brukes hovedsakelig til oppvarming av boliger, matlaging og til kraftproduksjon, og har stått for en tredjedel av verdens vekst i energiforbruk de siste årene (Norsk petroleum 2022, eksport av olje og gass).

1.4.2.1 Verdikjede

Industriens verdikjede strekker seg fra leting av råprodukter fra reservoar til ferdig produkt når sluttbruker. Verdikjeden er illustrert under.



Figur 2 - Global verdikjede for olje- og gass

Oppstrøms aktiviteter omfatter leting etter, utvinning av, eller produksjon av olje og gass. Bransjen definerer det gjerne som offshoreaktiviteter, hvor hovedvirksomheten er leting og opphenting av ubehandlet petroleumssressurser fra undersjøiske reservoar.

Midstrøms aktivitet omhandler prosessering, lagring, og frakt av utvinnede produkter før det går til salg. Equinors landanlegg er en del av denne virksomheten, som behandler den transporterte føden fra reservoarene til ferdige produkter for salg.

Nedstrøm aktivitet er siste ledd i produksjonsforløpet, hvor behandlede produkter skal markedsføres, distribueres og selges.

1.4.2.2 Rammeverk

Petroleumsloven er øverste hjemmel for konsesjonssystemet som gir selskapene rett til å drive petroleumsvirksomhet. Samme lov sier at den norske stat har eiendomsrett på de undersjøiske ressursene på norsk sokkel (Norsk Petroleum 2023, petroleumsloven og konsesjonssystemet).

1.4.2.2.1 Tildeling av utvinningstillatelser

I henhold til norsk petroleum kan virksomheten av petroleum deles inn i ulike faser. Først og fremst må leteareal i havområdet åpnes for petroleumaktiviteter, utøvd av Olje- og energidepartementet (heretter OED). Forhåndsdefinerte arealer som er åpnet for petroleumsvirksomhet kalles for blokker.

Ved kunngjøring av geografiske blokker blir det tildelt utvinningstillatelser gjennom konsesjonsrunder, hvor aktuelle aktører søker om rett til å drive virksomhet innenfor et definert område. Konsesjonsrundenes gjennomføring i praksis avhenger om området er modent eller umodent (infrastruktur, geologisk kjennskap, etc.). Basert på søknad tildeler OED vanligvis utvinningslisens til en gruppe selskaper, med én utnevnt operatør (Norsk petroleum 2023, selskap). Resterende selskaper fungerer som partnere på lisensen. Dette for å sørge for erfaringsutveksling og samarbeid mellom de ulike aktørene.

OED utpeker hvilken aktør som skal være operatør for lisensen. Operatøren har ansvaret for den daglige driften i henhold til hva som er beskrevet i utvinningstillatelsen. I henhold til petroleumsloven kan operatør være rettighetshaver av lisensen, men trenger ikke å være det. Øvrige partnere finansierer virksomheten, og fordeler eventuell gevinst etter eierandel av feltet.

1.4.2.3 Aktivitet norsk sokkel

1.4.2.3.1 Felt

Et felt er et funn hvor lisenseierne har besluttet å bygge ut, hvor myndighetene har godkjent en plan for utbygging og drift (PUD). Ved årsskifte 2022/2023 var det totalt 90 felt i produksjon på norsk sokkel, hvor Equinor er fungerende operatør på 56 % av feltene. Til sammen er det 12 fungerende operatørselskaper, med Aker BP ASA som nest største. Som vi ser av tabellen under er gjenværende reserver av produserende felt på norsk sokkel 2 288 millioner standardkubikk oljeekvivalenter, hvorav det siden oppstart er forbrukt 77 % av feltenes reserver. Produksjonsstart på de ulike feltene strekker seg fra 1971 til 2022.

Tabell 1 - Felt- og operatøroversikt norsk sokkel, korrigert for felt uten produksjon (Norsk Petroleum 2023, felt)

Operatører	Felt i produksjon	Gjenværende reserver [MSm ³ oe]	Opprinnelige reserver [MSm ³ oe]	Forbrukte reserver
A/S Norske Shell	1	97	365	73 %
Aker BP ASA	15	169	657	74 %
ConocoPhillips Skandinavia AS	4	82	991	92 %
DNO Norge AS	1	1	6	89 %
Equinor Energy AS	50	1 793	7 385	76 %
Neptune Energy Norge AS	2	14	87	83 %
OKEA ASA	2	14	232	94 %
Repsol Norge AS	3	9	22	60 %
Sval Energi AS	2	1	10	89 %
TotalEnergies EP Norge AS	2	-	15	100 %
Vår Energi ASA	4	46	163	72 %
Wintershall Dea Norge AS	4	62	102	40 %
Totalsum	90	2 288	10 034	77 %

1.4.2.3.2 Funn

Et funn er en petroleumsforekomst hvor det er sannsynliggjort innhold av utvinnbar olje eller gass i reservoaret, og kan si noe om fremtidig aktivitet på norsk sokkel. Et funn går fra status funn til felt når plan for utbygging drift (PUD) er godkjent av myndighetene (Norsk Petroleum 2023, funn). Som tabell under viser er det pr 2022/23 86 registrerte funn, hvorav 20 er lokalisert i Barentshavet, 47 i Nordsjøen, og 19 i Norskehavet. Samlet ressursanslag på funnene er 456 millioner standardkubikk oljeekvivalenter. Ut av disse er det 78 funn som kan bli vurdert for utbygging (Norsk Petroleum 2023, funn).

Tabell 2 - Funn på norsk sokkel 2022/23 (Norsk Petroleum 2023, funn)

Operatør	Barents sea	North sea	Norwegian sea	Sum antall funn	Ressursanslag MSm ³ oe
A/S Norske Shell			1	1	31
Aker BP ASA	7	9	4	20	52
ConocoPhillips Skandinavia AS		2	2	4	33
DNO Norge AS		2		2	6
Equinor Energy AS	11	25	8	44	266
Neptune Energy Norge AS		3	2	5	18
OKEA ASA		1		1	2
OMV (Norge) AS		1		1	4
Vår Energi AS		1		1	2
Vår Energi ASA	2			2	26
Wintershall Dea Norge AS		3	2	5	17
Totalsum	20	47	19	86	456

1.4.2.3.3 Aktører norsk sokkel

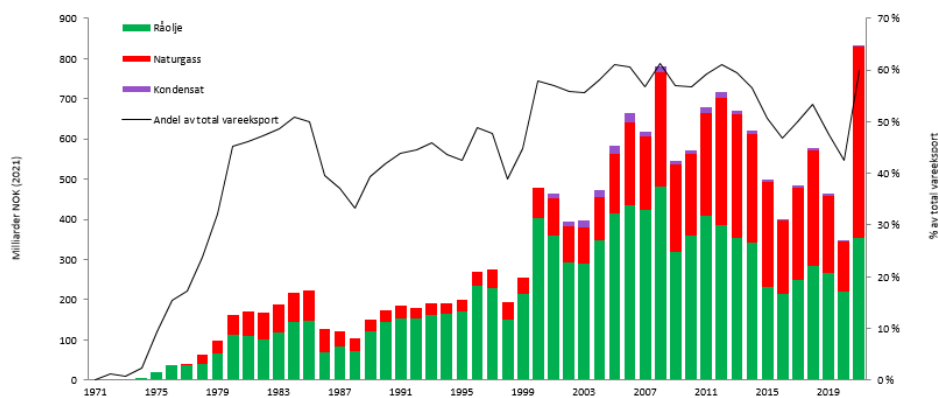
Ved årsskiftet 2022/23 var det totalt 28 rettighetshavere av utvinningslisens på norsk sokkel. I tabellen under er selskapene rangert etter antall utvinningslisenser på norsk sokkel – med en oversikt over de 6 største aktørene. Tabellen viser Equinors dominans på norsk sokkel som forvalter av statens interesser i petroleumsindustrien, samt det statlige aksjeselskapet Petoros rolle som rettighetshaver.

Tabell 3 - Aktører på norsk sokkel 2022/23 (Norsk Petroleum 2023, selskap)

Selskapsnavn	Rettighetshaver #lisenser	Operatør #felt i prod.	Operatør #funn til avklaring
Equinor Energy AS		302	50
Aker BP ASA		191	15
Petoro AS		180	0
Vår Energi ASA		157	4
Wintershall Dea Norge AS		95	4
DNO Norge AS		76	1

1.4.2.3.4 Eksport fra Norge

Som vi ser av figur 7 under er olje og gass dominerende av eksporterte petroleumsprodukter fra Norge. Norsk oljeproduksjon dekker om lag 2 prosent av verdens samlede oljeetterspørsel, og produksjon av naturgass dekker omtrent 3 prosent av verdens etterspørsel. Eksportverdien av norsk naturgass var høyere enn verdien av oljeeksporten i 2021 på grunn av høye gasspriser (Norsk Petroleum 2023, eksport av olje og gass). For flere oljefelt lastes olje direkte over på skip, mens på andre felt blir oljen transportert via rør til land for bearbeiding, på lik linje som våtgass. Olje, våtgass og nedkjølt naturgass lastet så på skip fra landanleggene, mens tørrgass blir fraktet i rørledninger til det europeiske markedet.



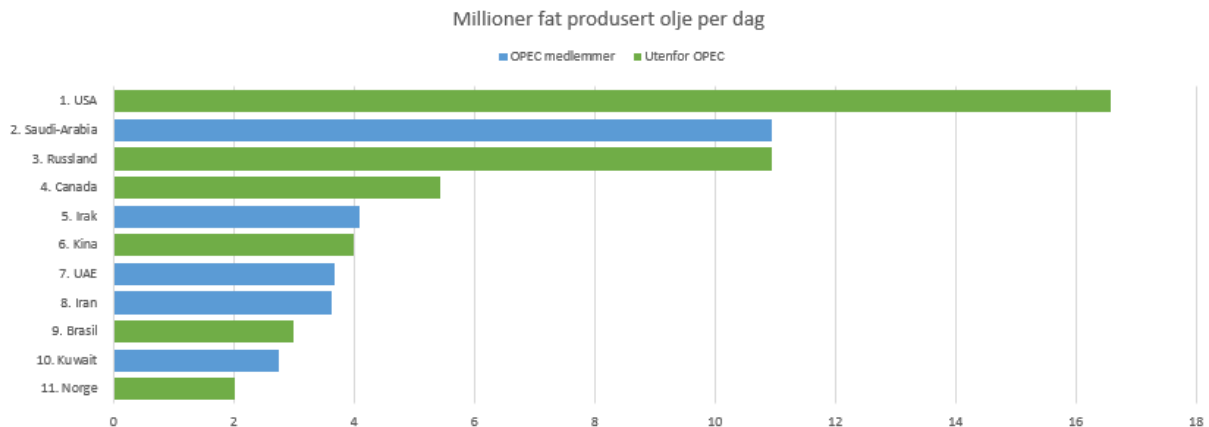
Figur 3 - Eksportverdi av norsk petroleum, 1971-2021 (Norsk Petroleum 2023, eksport av olje og gass)

1.4.2.4 Internasjonale forhold

1.4.2.4.1 Olje

OPEC er en organisasjon for eksporterende land av olje, som pr 2023 består av 13 medlemsland (OPEC, 2023). OPEC ble etablert i 1960 med formål om å regulere medlemslandenes oljepolitikk for å sikre stabile internasjonale oljepriser for deltakende land. For å kunne kontrollere oljeprisen er det nødvendig for OPEC å samarbeide med oljeeksporterende land utenfor organisasjonen, for å sammen sette et produksjonsnivå som gir

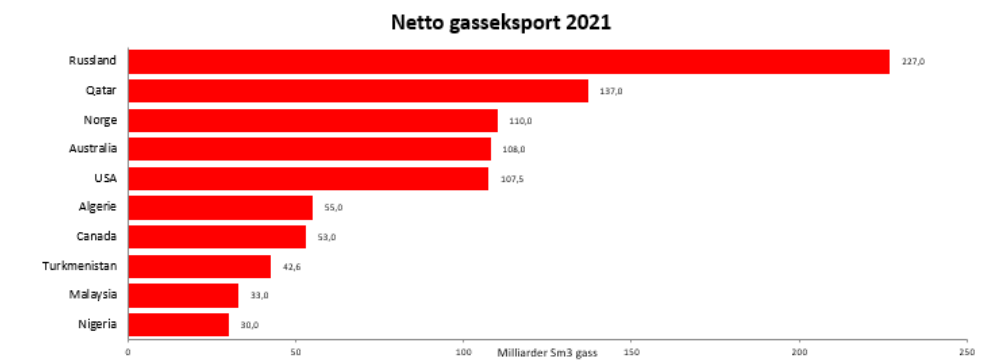
ønsket oljepris (Claes, 2022). Bildet under viser produksjon av millioner fat olje pr dag i 2021 fra de 10 største oljeproduserende land, samt om de er medlem av OPEC eller ikke (Norsk Petroleum 2023, eksport av olje og gass). Norge er den ellefte største oljeeksportnasjonen.



Figur 4 - Norge og de 10 største oljeprodusentene i 2021 (Norsk petroleum, 2022. Eksport av olje og gass)

1.4.2.4.2 Naturgass

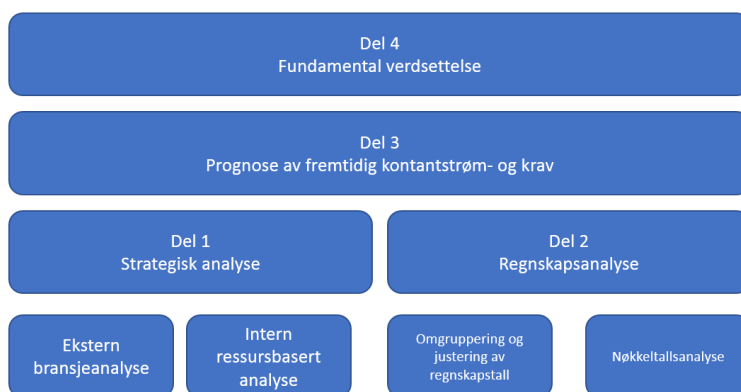
Naturgass dekker omtrent 25 % av verdens totale energietterspørsel, og er forventet å øke også i årene framover. Fordelen med gass er at den kan lagres og brukes i perioder hvor fornybar energi ikke er tilgjengelig. Dette gjør gassen til en god partner i kombinasjon med sol- og vindkraft. Sammenliknet med kull har naturgass i strømproduksjon halvparten av CO₂-utslipp med seg, og vil kunne bidra med betydelige utslippsreduksjoner av klimagasser. Omtrent 40 % av norske gassressurser er utvinnet pr 2022, med en forventning om stabil produksjon de neste 10-15 årene. Produksjonen kan øke avhengig av faktiske gjenværende ressurser (Norsk Petroleum 2023, eksport av olje og gass). Under vises norsk gasseksport sammenliknet med andre gassproduserende land i 2021. Norge dekker mellom 20 og 25 % av det totale gassforbruket i EU og Storbritannia. Største importerende land av norsk naturgass var i 2021 Frankrike, Storbritannia, Tyskland og Danmark.



Figur 5 - Netto gasseksport av gasseksporterende land (Norsk Petroleum 2023, eksport av olje og gass)

2 TEORI

I dette kapitlet vil jeg presentere de teoretiske rammeverkene som skaper grunnlaget for min fundamentale verdivurdering av Equinor ASA. Figuren under oppsummerer den stegvise prosessen.



Figur 6 - Stegvis prosess for fundamental verdivurdering.

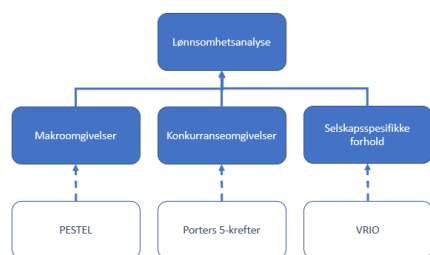
2.1 VERDIKONSEPT

En verdsettelse skal si noe om verdien til et selskap. Formålet med verdsettelsen i denne sammenhengen er å estimere Equinors underliggende verdier som vil være grunnlaget for resultatet, nemlig selskapets reelle aksjeverdi.

En aksje er en juridisk eierrett i et selskap. Det vil si at når en kjøper en aksje, kjøper man en eierandel av det gitte selskapet og dens aktiva. Hvis man kjøper aksjer til en bestemt pris uten at bedriftens eiendeler kan generere tilsvarende kontantstrømmer i fremtiden, har man i teorien overbetalt for aksjen (Thoresen, 2022). Det er en viktig presisjon at prisen for aksjen er det man betaler for eierretten, mens verdien er den økonomiske fordel/ulempen man oppnår ved å eie den.

2.2 DEL 1. STRATEGISK ANALYSE

I utarbeidelsen av kontantstrøm inngår det en strategisk analyse av makro- og konkurranseomgivelser, samt analyse av selskapsspesifikke forhold som potensielt kan gi Equinor varige konkurransefortrinn. Når vi skal utarbeide prognoser for et selskap er det essensielt å ha en idé om lønnsomhetspotensialet – både til selskapet som enhet, men også til bransjen som helhet.



Den strategiske analysen utføres i tre nivåer;

- 1) makroomgivelser,
- 2) konkurranseomgivelser, og
- 3) selskapsespesifikke omgivelser.

Figur 7 - Teoretisk rammeverk for strategisk analyse

2.2.1 Makroomgivelser

Makroomgivelser omfatter eksterne faktorer som berører en eller flere bransjer i større eller mindre grad. Faktorene kjennetegnes ved at de er ukontrollerbare, men som kan føre til konkurransefortrinn for de selskapene som klarer å tilpasse seg. Analysen har som formål å fange opp eventuelle kjente faktorer som kan påvirke fremtidig vekst for selskapet (Roos et al., 2021). Som basis for analysen av makroomgivelserne vil verktøyet PESTEL brukes.

PESTEL er en situasjonsanalyse av eksterne forhold som påvirker et marked, bransje eller bedrift, og er forkortelse for *political, economic, sociocultural, technological, environmental og legale* faktorer. PESTEL stammer fra det som i utgangspunktet var referert til som PEST, hvor da miljø- og juridiske faktorer ble tilført i senere tid. Det første konseptet av PESTEL blir ofte sitert å være fra Francis Aquilar, som i 1967 publiserte en bok som refererte til «ETPS» (Lucidity, u.å.).

2.2.2 Konkurransesomgivelser

Neste ledd i den strategiske analysen er å analysere bransjestruktur og tilhørende konkurransesituasjon. I motsetning til makroanalysen vil vi i dette steget ta for oss mer nærliggende forhold som i større grad har direkte innvirkning på selskapet (Roos et al., 2021). Verktøyet for analysen vil være Michael Porters fem-krefter-modell. Modellen ble publisert av Harvard professoren i 1979 med tittelen «How Competitive Forces Shape Strategy», med idéen om at ethvert selskap bør kjenne til deres viktigste kilder til konkurranseintensitet (referert til i Mindtools (u.å.)). Porter definerte 5 krefter som virker inn på konkurransesituasjonen i en bransje, 1) Potensielle nye aktører, 2) Leverandørers forhandlingsmakt, 3) Substitutter, 4) Kundernes forhandlingsmakt, og 5) Rivalisering blant eksisterende aktører.

2.2.3 Selskapsspesifikke forhold

Som siste ledd i den strategiske analysen vil vi gå nærmere inn på selskapsspesifikke forhold som eventuelt gir selskapet fordeler eller ulemper sett opp mot konkurrentene.

Innfallsvinkelen for denne analysen vil være fra et ressursbasert perspektiv, hvor vi vurderer selskapets interne ressurser som grunnlag for midlertidige eller varige konkurransefortrinn.

Til dette formålet skal jeg utføre en VRIO analyse, som er forkortelse for; 1) Valuable (hvor verdifull er ressursen), 2) Rare (er ressursen sjelden), 3) Imitable (er ressursen imiterbar), og 4) Organized (er ressursen organisert for utnyttelse) (Roos et al., 2021). Modellen stammer fra Jay B. Barney (1991), med formål om å kartlegge konkurransefortrinn fra et ressursperspektiv (Sander, 2023).

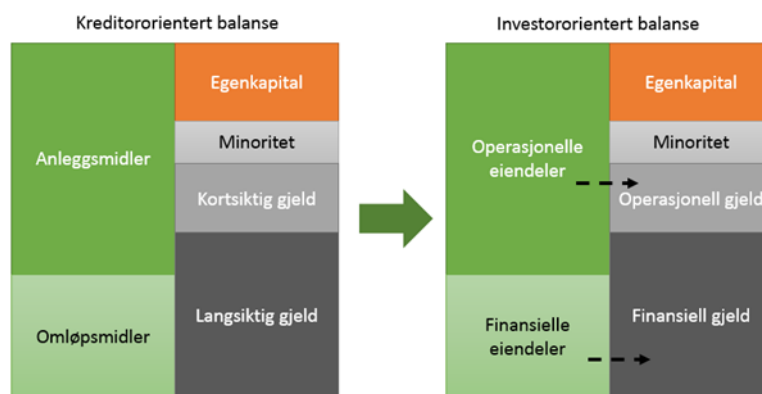
Basert på vurderingen skal vi kartlegge på hvilke områder selskapet har ulemper, paritet, og fordeler sammenliknet med bransjen.

2.3 DEL 2. REGNSKAPSANALYSE

Regnskapsanalysen har som formål å dra lærdom ut fra historisk informasjon, og er en øvelse i å klargjøre regnskapet for videre analyse.

Del 1 av regnskapsanalysen vil være en nøkkeltallanalyse av utvalgte nøkkeltall sett opp mot bransjen. Øvelsen synliggjør de økonomiske prestasjonene til Equinor sett opp mot utvalgte globale konkurrenter, som til sammen representerer «bransjen». For denne delen av analysen vil det bli benyttet standard regnskapsoppsett korrigert for engangsposter, med bakgrunn i oppgavens omfang og tid. I Del 2 av regnskapsanalysen vil fokus være omgruppering av Equinors avlagte regnskap som forarbeid til prognostisering av fremtidig kontantstrøm.

I kjernen av verdsettelsen ligger et ønske om å verdsette selskapets drift, altså de elementene av selskapet som inngår i den operasjonelle virksomheten. Dette ønsket fører til et behov for å omgruppere balansen fra et kreditororientert til et investororientert perspektiv. Ideologien fra kreditor- til investororientert balanse kan sees under.



Figur 8 - Kreditororientert til investororientert balanse.

Balanseregnskapet forteller oss hvordan eiendelene er finansiert i det øyeblikket regnskapet avlegges. Eiendelssiden forteller oss hvordan kapitalen til selskapet er anvendt, mens egenkapital- og gjeldssiden forteller oss hvordan kapitalen er anskaffet. Tradisjonell oppstilling av balansen er best egnet til å vurdere kredittrisiko, mens i et verdsettelsesperspektiv er det hensiktsmessig å omgruppere balansen for å finne selskapets virkelige verdi av egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016).

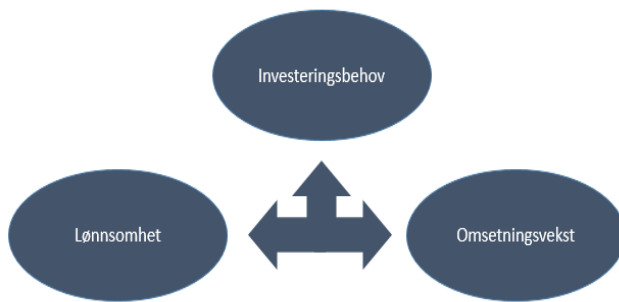
Med bakgrunn i at det er driften som analyseres framfor det finansielle, vil resultatoppsettet slik vi kjenner det ikke bli benyttet i framskrivningen av kontantstrømmen. Nedenfor er resultatoppsettet for verdsettelsen vist, med introduksjon av EBITDEA, EBIT og NOPLAT.

År	20xx	
		-
(-) Salgsinntekter	-	
(-) Driftskostnader	-	
EBITDEA	-	Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization (EBITDEA), er salgsinntekter fratrukket driftskostnader.
(-) Avskrivninger	-	
EBIT	-	Earnings before interest and taxes (EBIT), er driftsresultat fratrukket avskrivninger.
(-) Skatt på EBITA	-	
NOPLAT	-	Net operating profit less adjusted taxes (NOPLAT), er driftsresultat fratrukket den driftsmessige effektive skattesatsen til selskapet.
(+) Avskrivninger	-	
(-) CAPEX	-	
(-) Endring i arbeidskapital	-	
Fri kontantstrøm til total kapital	-	

Figur 9 - Resultatoppsett fremtidig kontantstrøm.

For introduksjon til CapEx og arbeidskapital gis det en teoretisk innføring til ethvert selskaps verdidrivere. Et selskaps kontantstrøm er kun summen av inn- og utbetalinger, men sier lite om hvordan selskapet skaper verdier. De viktigste verdidriverne til ethvert selskap er deres investeringsbehov, lønnsomhet, og deres mulige omsetningsvekst (Thoresen, 2022). Som

bildet under illustrerer må vi vurdere alle verdidriverne under ett, da de samspiller med hverandre.



Figur 10 - Hoveddrivere i et selskap (Thoresen, 2022).

CapEx (Capital Expenditures) er selskapets investering i kapital eller anleggsmidler for å anskaffe, vedlikeholde, eller forbedre allerede anskaffet anleggsmidler. CapEx vil være en sum av vedlikeholdsinvesteringer og nyinvesteringer. Jo større investeringsbehov selskapet har, jo mindre cash til totalkapitalen

og investorene (Thoresen, 2022).

Arbeidskapital angir hvor mye kapital som er tilgjengelig i selskapet på kort sikt, og består av differansen mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Ifra den investororienterte balansen vil betegnelsen være operasjonelle omløpsmidler fratrukket operasjonell gjeld (Thoresen, 2022). Positiv arbeidskapital kan for eksempel benyttes til vekst i form av innkjøp og investeringer, eller til å nedbetale gjeld. Ved negativ arbeidskapital overgår kortsiktige forpliktelser omløpsmidlene til selskapet, og reduserer fri kontantstrøm til investorene.

Når vi har en bedre forståelse av selskapets verdidrivere, samt en trend på historisk utvikling og økonomiske nøkkeltall - vil vi i større grad kunne vurdere dagens inntjeningsnivå og lønnsomhet. I kombinasjon med den strategiske analysen vil vi være bedre rustet til å prognostisere fremtidig kontantstrøm.

2.4 DEL 3. VERDSETTELSESMETODER

Det finnes flere metodikker for å fastsette verdien til et selskap. Kaldestad og Møller har summert de opp i boken «verdivurdering» på følgende vis;

2.4.1 Inntektsbasert tilnærming

Den inntektsbaserte tilnærmingen tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer selskapet er forventet å generere i tiden fremover, og verdien av selskapet vil være nåverdien av den fremtidige kontantstrømmen. Det er flere varianter tilhørende denne, blant annet fri kontantstrøms modell, dividende modell, og normalresultatmetoden. Videre i denne oppgaven vil fri kontantstrøms-modell bli benyttet.

2.4.2 Markedsbasert tilnærming

Den markedsbaserte tilnærmingen beregner verdi basert på prising av sammenliknbare selskaper. Tilnærmingen består av å sammenlikne selskapers multipler, eller nøkkeltall, for å kunne si noe om selskapets prising sammenliknet med markedet. Denne metodikken vil bli brukt i oppgavens komparative analyse. Den komparative analysen vil bli brukt som en rimelighetssjekk, samt bidra til en vektet aksjeverdi i resultatet.

Det finnes også kostbasert tilnærming, opsjonsbasert tilnærming, og en balansebasert tilnærming, hvor sistnevnte definerer verdien som eiendelenes salgsverdi minus gjeld..

2.4.3 Del 3.1. DCF – Discounted Cash Flow model

Som verdsettelsesmetode er det valgt diskontert kontantstrøms modell, eller «discounted cash flow model» på engelsk. I grove trekk går denne metoden ut på å;

1. Prognostisere fremtidige kontantstrømmen
2. Estimere investorens avkastningskrav
3. Diskontere fremtidig kontantstrøm til dagens verdi basert på avkastningskravet.

Kontantstrøm fra drift er det samme som kontantstrøm til totalkapitalen, både til egen- og fremmedkapital. Når det kommer til estimering av fremtidig kontantstrøm, kommer man ikke unna begrepet prediksjon av framtiden. Det er viktig i enhver verddivurdering å forstå hva som er til dels veldig predikerbart, hva som er til dels noe predikerbart, og hva som er til dels ikke predikerbart (Thoresen, 2022). Alle verdsettelse baserer seg til syvende og sist på subjektiv tolkning av data, men som understøttes av analytisk tilnærming og bruk av verktøy.

$$Verdi \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm}{(1 + avkastningskrav)^t}$$

Formelen for beregning av fremtidig kontantstrøm er vist over. Fremtidig kontantstrøm diskonteres fordi pengene mottas fram i tid, og hensyntar både tidsverdien og risikoen forbundet med kontantstrømmen. Diskonteringsrenten, eller avkastningskravet, er med andre ord investeringens alternativkostnad, som forteller oss hva fremtidige utbetalinger er verdt i dagens verdi. Thoresen påpeker i boken «verdsettelse av aksjer» at perioden for modelleringen av kontantstrømmen bør være på 10-20 år, som er typisk hva som kreves for at vekst og lønnsomhet er normalisert. I denne avhandlingen benyttes 10 år, hvor restverdien det tiende året vil bli brukt som terminalverdi, evigvarende kontantstrøm. Restverdien fastsettes ved bruk av Gordons formel.

$$\text{Restverdi} = \frac{\text{Siste \u00e5rets kontantstr\u00f8msbel\u00f8p}}{\text{Avkastningskrav} - \text{vekstfaktor}}$$

Thoresen beskriver terminalverdien som restledd, hvor vekstfaktor er byttet ut med inflasjonsledd. I praksis betyr dette at i terminalleddet for verdivurderingen benyttes realavkastningskrav, justert for inflasjon, med bakgrunn i at kontantstr\u00f8msbel\u00f8pet holdes konstant relativt til inflasjonen. I analysen benyttes nominelle verdier fram til \u00e5r 9, hvor det i restleddet benyttes reelle verdier.

2.4.4 Del 3.2. Avkastningskrav

Et selskap m\u00e5 gi avkastning p\u00e5 b\u00e5de egenkapital og til fremmedinvestorer p\u00e5 den innskutte kapitalen i bedriften. Avkastningen skal kompensere for b\u00e5de risiko, inflasjon og tidsverdi (Kaldestad & M\u00f8ller, 2016). Som metode for \u00e5 fastsette avkastningskravet er det benyttet «WACC» - Weighted, average cost of Capital - eller vektet, gjennomsnittlig avkastningskrav.

2.4.4.1 WACC

Et selskap kan finansiere dens virksomhet p\u00e5 ulike m\u00e5ter, hvor hver finansieringskilde b\u00e4rer ulik risiko, som igjen p\u00e5virker niv\u00e5et p\u00e5 avkastningskravet. N\u00e5r du som fremmedkapitalinvestor velger \u00e5 investere i et selskap med m\u00e5l om meravkastning, m\u00e5 avkastningen sees opp mot andre investeringsmuligheter med tilsvarende risiko. I den videre analyse er det gjort forutsetning om kun egenkapital og l\u00e5n som finansielle kilder, og vektet, gjennomsnittlig avkastningskrav (WACC) benyttes som m\u00e5l p\u00e5 avkastningskravet.

Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad er pr definisjon selskapets totalkapitalavkastningskrav. Med totalkapital menes selskapets sysselsatte kapital, som i prinsippet er selskapets totalkapital fratrukket selskapets rentefrie gjeld (Kaldestad & M\u00f8ller, 2016).

$$WACC = \frac{\sum_{i=1}^N R_i \times MV_i}{\sum_{i=1}^N MV_i}$$

Totalavkastningskravet er definert som summen av forventet avkastning p\u00e5 verdipapiret (R_i), multiplisert med markedsverdien p\u00e5 verdipapiret (MV_i). For \u00e5 unng\u00e5 komplisering av beregningen antar vi at finansieringskildene er egenkapital og l\u00e5n. F\u00f8lgelig blir vektet, gjennomsnittlig kapitalkostnad;

$$WACC = R_e \frac{E}{E+D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E+D}, \text{ hvor}$$

E = markedsverdi av egenkapital

D = markedsverdi av gjeld

R_e = Selskapets egenkapitalkostnad

R_d = Selskapets gjeldskostnad

t = nominell selskapsskatt

For å beregne avkastningskravet trenger vi derfor å estimere selskapets egenkapitalkostnad, gjeldskostnad, og vekte kostnadene basert på markedsverdi. Øvelsen i vekting av selskapets egenkapital og gjeld utføres fordi selskapets frie kontantstrøm skal betjene både kreditorer og eiere.

2.4.4.1.1 Egenkapitalkostnad

Modellen som er valgt brukt til å kartlegge egenkapitalkostnaden er CAPM (Capital Asset Pricing Model), utviklet av Sharpe, Lintner og Mossin på 60-tallet, med prinsipp om at investoren er diversifisert (Thoresen, 2022). Modellen tar høyde for at investoren skal kompenseres for markedets risikofrie rente, samt risikoen som følger med selve investeringen.

En svakhet ved kapitalverdimodellen er at den simplifiserer verdenen av finansielle markeder (Mullins, 1982). Blant annet hensyntar den ikke den bedriftsspesifikke risikoen, med antakelsen om at enhver investor handler etter rasjonalitet, og via rasjonaliteten er vel diversifisert (Kaldestad & Møller, 2016). Ved å bruke kapitalverdimodellen (CAPM) kan egenkapitalkostnaden beregnes slik:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f), \text{ hvor}$$

R_f = risikofri rente

β = selskapets egenkapitalbeta

$R_m - R_f$ = forventet meravkastning fra børs (markedets risikopremie)

2.4.4.1.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten symboliserer en avkastning med tilnærmet lik null risiko, og gir et minimumsmål på enhver risikobærende investering. Det er flere tilnærminger for å fastsette den risikofrie renten, hvor det i denne analysen er benyttet rentesats på 10 årig statsobligasjoner.

2.4.4.1.1.2 Beta

Selskapets beta er et mål på hvordan selskapet blir påvirket av den systematiske risikoen i markedet. Kaldestad og Møller presiserer at på grunn av en investors muligheter til å diversifisere investeringsporteføljen, inkluderes ikke usystematisk risiko i beregning av risikopremie (bedriftspesifikk risiko). Med andre ord forteller beta hvor sensitiv selskapet er i forhold til generelle markedssvingninger. En samvariasjon med markedet på 100 % tilsvarer en beta lik 1.

Et selskaps beta kan uttrykkes ved denne formelen;

$$\beta = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsindeks}}{\text{Varians markedsindeks}}, \text{ hvor}$$

samvariasjonen mellom aksjens og markedets avkastning deles på variansen i markedets avkastning. Betaen kan beregnes ut fra en regresjonsanalyse med daglige, ukentlige, månedlige eller årlige avkastningstall, hvor valgt datasett gir flere eller færre observasjoner og forskjellig resultat. Beta kan også finnes ved å sammenlikne andre selskaps beta i samme bransje.

Det finnes to ulike betaer som brukes i investeringsanalyse, levered beta (EK-beta) og unlevered beta (TK-beta). Totalkapitalbeta hensyntar 100% egenkapitalfinansiering, og brukes til å sammenlikne selskaper uavhengig av gjeldsgrad, og er dermed nyttig for å sammenlikne risiko tilknyttet sammenliknbare selskapers egenkapital. Et selskaps egenkapitalbeta vil øke i takt med en økende gjeldsgrad og vice versa. Dette fordi rentekostnader knyttet til rentebærende gjeld påvirker variansen i nettoresultatet (Kaldestad & Møller, 2016). I analyse av egenkapitalkravet brukes levered beta.

2.4.4.1.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen investorene i aksjemarkedet forventer å få ved å investere på børsen. Meravkastningen er et mål som beregnes etter selskapsskatt, men før investorskatt (Kaldestad & Møller, 2016). For å utarbeide et estimat på markedets risikopremie kan man benytte historisk meravkastning ved å se på avkastningen til en markedsindeks over en gitt periode, sammenliknet med avkastningen på statsobligasjoner for samme periode.

2.4.4.1.1.4 Skatt

Ordinær selskapsskatt på alminnelig inntekt i Norge er 22 %, og fremkommer av driftsinntekter fratrukket for alle relevante kostnader, knyttet til leting, forskning og utvikling,

finansiering og drift. Dette gjelder for de fleste aksjeselskap. Følgelig er det overskuddet som skal beskattes, evt. utbetaling ved skattemessig underskudd (Norsk Petroleum 2023, petroleumsskatt).

I tillegg til ordinær selskapsskatt er norsk petroleum underlagt petroleumsskatteloven, som er et særstilt skattesystem for undersjøiske petroleumforekomster. Loven ilegger petroleumsselskaper en særskatt som sammen med selskapsskatten utgjør 78 % beskatning av overskudd.

Fra inntektsåret 2022 ble det innført en kontantstrømskatt i særskatten, som medfører at det gis umiddelbare fradrag for investeringer i særskatten (Norsk Petroleum 2023, petroleumsskatt). Ved ordinær selskapsskatt blir investeringene avskrevet lineært over 6 år.

2.4.4.1.2 Gjeldskostnad

Som et ledd i å etablere WACC for neddiskontering av kontantstrøm må selskapets gjeldskostnad defineres. Det finnes ulike innfallsvinkler til å fastsette gjeldskostnaden, hvor det i denne analysen benyttes et vektet snitt av selskapets lånerente fra år 0 (2021).

2.4.4.1.3 Markedsverdi egenkapital og gjeld

Som estimat på markedsverdi av egenkapital benyttes Equinors aksjepris per 31.12.2021, multiplisert med antall utestående aksjer fra samme tidsrom, som i prinsippet er markedets prising av selskapets egenkapital.

For estimat av markedsverdien av gjelden benyttes bokført gjeld per 31.12.2021, som er ansett som en god tilnærming til markedsverdien av gjelden (Kaldestad & Møller, 2016).

2.4.5 Del 4. Fundamental verdsettelse

Som et siste ledd i analysen benyttes nåverdi av diskontert fremtidig kontantstrøm til å definere selskapets egenkapitalverdi. Da nåverdien av kontantstrømmen er til totalkapitalen er det nødvendig å trekke fra netto rentebærende gjeld for å definere verdien av selskapets egenkapital. Egenkapitalverdien fordeles på antall utestående aksjer, og gir således en aksjeverdi som kan sammenliknes mot daværende aksjekurs.

Resultatet av selskapets verdi fra DCF-metoden sammenstilles så mot aksjeverdien fra en komparativ analyse, hvor den vektete aksjeverdien fra metodene symboliserer oppgavens rettfærdige aksjeverdi. Den komparative analysen har utspring fra den tidligere nevnte tilnærmingen som er markedsbasert.

3 METODE

3.1 VITENSKAPELIG STÅSTED

Verdsettelse er ingen eksakt vitenskap, og krever i stor grad bruk av skjønn. Fra et teoretisk perspektiv har verdivurdering et bredt nedslagsfelt, da det er innom både finans- og regnskapsteori, bedriftsøkonomisk analyse, samt makro- og mikroøkonomi. I tillegg til de ulike økonomiske teoriene inneholder det en god dose psykologi, spillteori og atferdsteori. Kompleksiteten er slående, og det er også en av grunnene til at temaet er valgt for denne oppgaven. Kunnskap er som i livet generelt ens fremste våpen, og jakten på et best mulig estimat på virkelig verdi er ingen unntak. Som redskap på veien er det utviklet ulike verdsettelsesmodeller- og prinsipper som bidrar til å beregne et selskaps faktiske verdi, og som således tilbyr teoretisk støtte til egen verdivurdering.

Verdivurderinger kan brukes som beslutningsgrunnlag til kjøp og salg av virksomheter, aksjehandel, regnskaps- og skattemessige formål, og måling av verdiutvikling (Kaldestad & Møller, 2016).

3.2 FORSKNINGSDESIGN

Avhandlingen er en enkeltcasestudie, hvor Equinor som organisasjon er enheten og analyseperioden er studiets avgrensning i tid og rom. Studien er beskrivende da formålet er å kvantifisere underliggende verdier av selskapet. I oppgaven tar jeg et dypdykk i konsernet Equinor, og undersøker flere sider av selskapet. Således vil metode være av både kvalitativ- og kvantitativ art.

3.2.1 Datainnsamling og -analyse

Studien baserer seg på sekundærdata, offentlig tilgjengelig informasjon publisert eller gjort tilgjengelig av andre. Det vil være seg årsrapporter, regnskap, bedriftspresentasjoner, statistikker og medieoppslag publisert i det offentlige rom.

3.2.2 Validitet og reliabilitet

Validitet er av Dag Ingvar Jacobsen i boken *«hvordan gjennomføre undersøkelser»* definert som undersøkelsens grad av samsvar med virkeligheten, om de konklusjoner som trekkes representerer virkeligheten på en god måte. Jacobsen bruker også benevnelsen intern gyldighet om samme tema. Verdsettelsen baserer seg på prinsippet om begrenset informasjon, med andre ord vil den av natur ikke klare å fange opp et hvert kritiske element som spiller inn

på selskapets verdi. Hovedsakelig baseres oppgaven på offentlig tilgjengelig informasjon, blant annet årsrapporter, som er utarbeidet etter strenge krav og kontrollert av ekstern revisor. Anvendt data anses således som pålitelig, og basert på tilgjengelig informasjon er dette beste estimat på et rettmessig bilde av virkeligheten.

De kvalitative meninger som trekkes i den strategiske analysen, samt de ulike forutsetningene som legges til grunn i utarbeidelse av avkastningskrav og fremtidig kontantstrøm, vil svekke oppgavens validitet i den forstand at det brukes skjønn. Det betyr at jeg som forfatter på bakgrunn av selvdannet bilde av marked og selskap må benytte meg av- og anvende anskaffet informasjon etter beste evne. Det er så vidt meg bekjent ingen som kan forutse morgendagen, og der vil alltid være ukjente-ukjente. Dermed vil enhver verdsettelse implisitt være en øvelse i å treffe best mulig.

Usikkerheten er forsøkt å bøtes på ved å være kritisk til bruk av kilder, og ved å ha en realistisk tilnærming til kjente-kjente, og kjente-ukjente faktorer. Konklusjonen vil inneholde et pålitelighetsintervall på $\pm 10\%$, samt en sensitivitetsanalyse for å styrke oppgavens gyldighet.

4 RESULTAT

4.1 STRATEGISK ANALYSE

En bedrift som lykkes over tid, er en bedrift som evner å tilpasse seg sine omgivelser. «Lykkes» er pr definisjon en positiv kontantstrøm over tid, og mest mulig verdiskapning pr krone investert. For å bedre kunne prognostisere en fremtidig kontantstrøm for Equinor er det essensielt å vite om eksterne og interne forhold som kan spille inn på fremtidig resultat.

4.1.1 Makroomgivelser

4.1.1.1 Politiske forhold

Politikk er noe som forfatter mener burde holdes utenfor når en vurderer et selskaps evne til å overleve, men dessverre er det slik at politikken i mindre eller større grad spiller inn på fremtidig resultat. Regjeringens siste innføring av grunnrenteskatt i oppdrettsnæringen er et eksempel (Regjeringen 2022, grunnrenteskatt på havbruk). Det er spesielt tre ting som ønskes kastet lys på; 1) skattesats av undersjøiske petroleumsforekomster og fornybarenergi, samt regjeringens petroleumpolitikk, 2) Geopolitisk usikkerhet, og 3) Regjeringens incentivpolitikk til reduksjon av klimagassutslipp.

4.1.1.1.1 Petroleumsskatteloven

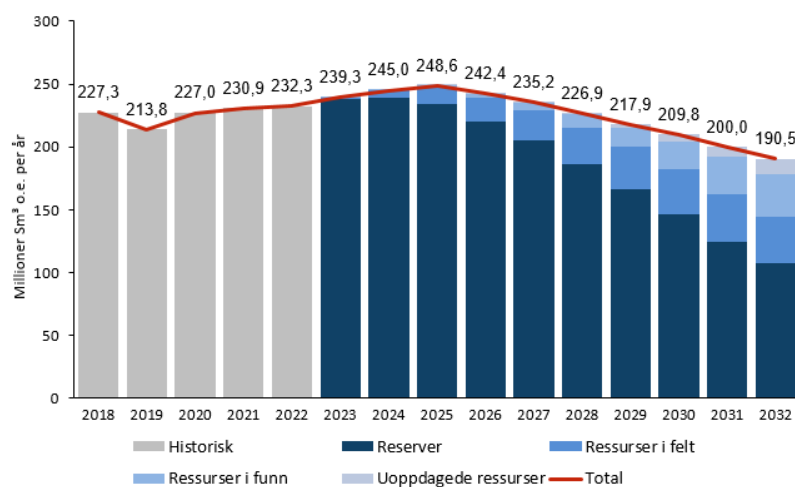
På bakgrunn av tidligere nevnte grunnrenteskatten på havbruk og næringens respons på denne, vil det være viktig for regjeringen å tilby norsk næringsliv forutsigbarhet. Næringslivet er avhengig av stabilitet, og sjokkbekatning som i havbruksnæringen svekker regjeringens integritet.

Tross endringen i skattelovgivningen fra 2022 vedrørende kontantstrømskatt i petroleumsskatteloven, **er det en forventning om en fremtidig stabil skattesats på 78 %, ettersom petroleumsskattesystemet etterstreber nøytralitet mellom inntekt til fellesskapet og lønnsomhet til eiere.**

Det ble desember 2022 sendt ut et høringsforslag om grunnrenteskatt på landbasert vindkraft i statens budsjettforslag for 2023 (Regjeringen 2022, høring om grunnrenteskatt på landbasert vindkraft), med en effektiv kontantstrømskatt på 40 %. Det er p.t. ikke klart om det blir å foreligge grunnrenteskatt på havvind.

4.1.1.1.2 Aktivitet norsk sokkel

Det er siden produksjonsstart på norsk sokkel i 1971 produsert olje og gass fra totalt 120 felt. Ved årsskifte 2022/23 var det 90 felt i produksjon. Som følge av høy utbyggingsaktivitet de siste årene er produksjonen forventet å stige fram mot 2025, og deretter være svakt fallende - med mindre det gjøres større investeringer på nye eller eksisterende felt. (Norsk Petroleum 2023, produksjonsprognoser). Produksjonsmiksen vil avvike fra et historisk dominerende oljeprodukt til en tilnærmet 50/50 blanding av gass- og oljeprodukt. I figuren under er produksjonsprognose fram til 2032 publisert fra Norsk Petroleum, i millioner Sm^3 oljeekvivalenter per år.



Figur 11 - Produksjonsprognose norsk sokkel (Bilde er hentet fra Norsk Petroleum 2023, produksjonsprognoser)

Per 2023 er det totalt 11 reserver i felt under utbygging, hvor plan for utbygging og drift er godkjent av regjeringen (Norsk Petroleum 2023, aktivitetsnivå på feltene). Ut av disse er Equinor operatør på 6 av feltene. Reservene på utbyggende felt hvor Equinor er operatør er estimert et volum på 143,5 millioner Sm^3 oljeekvivalenter. Fra tabell 1 under kapittel om «felt» kan vi se at gjenværende reserver på felt i produksjon er estimert til omtrentlig 1 800 millioner Sm^3 oljeekvivalenter, tilsvarende 25 % av opprinnelige reserver.

Produksjonsprognosen vil være utgangspunktet for estimering av produksjonsvolum i den fremtidige kontantstrømmen.

4.1.1.1.3 Geopolitisk usikkerhet

I etterdønningen av en nedstengt verden under korona-pandemien - en periode med lave renter og økt pengetrykking for stimuli av økonomien, brøt Ukrainakrigen ut i 2022. Russland som angripende nasjon og stormakt forsvare deres posisjon mot en øst-utvidelse av NATO.

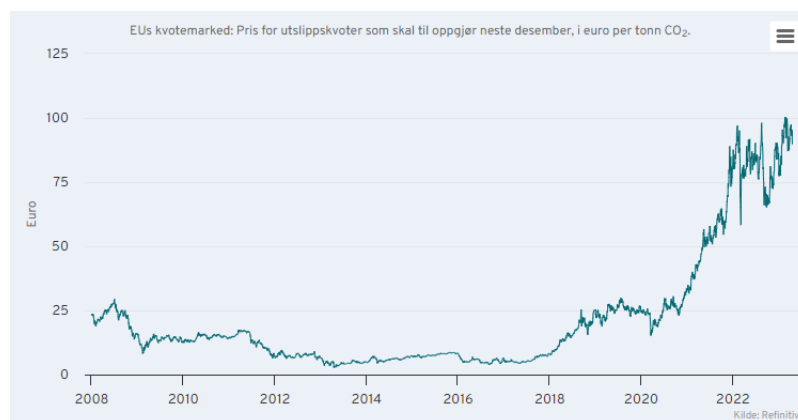
En eventuell oppslutning av et allerede splittet Ukraina til NATO ville gitt Russland besøk av USA på dørmatten. Konsekvensen er krig og elendighet, samt en høy etterspørsel etter olje. I tillegg avslutter flere EU land samarbeid med Russland, og eksport av russisk gass til det europeiske markedet stopper opp. Resultatet er en skyhøy gasspris grunnet nedgang på tilbudssiden av gass.

Denne ubalansen i tilbud og etterspørsel forventes ikke å vedvare, og at gassprisen normaliseres. Oljeprisen vil avhenge av global omstillingsgrad til grønn energi, men er forventet en normalisert pris de neste årene.

4.1.1.1.4 CO₂-pris

På regjeringens nettside kan man lese at Norge har forhøyet sitt klimamål i henhold til Parisavtalen, hvor målet er 55 % redusert utslipp innen 2030, med 1990 som basisår (Regjeringen 2022, nytt norsk klimamål på minst 55 %). Gjennom samarbeid med EU og Parisavtalen er Norge forpliktet til å redusere utslippet med 40 % innen 2030. På lengre sikt er målet å redusere utslippene med 90-95 % innen 2050. Som incentiv til reduksjon er Norske aktører med i EUs kvotemarkedssystem for CO₂-utslipp, EU ETS.

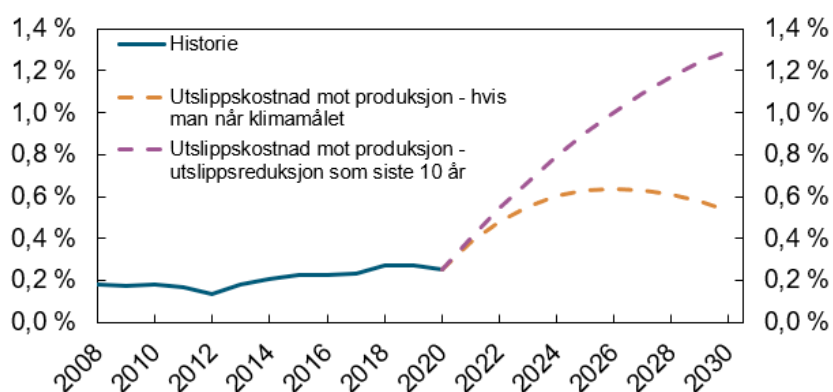
Norske aktører blir årlig tildelt utslippstillatelser og vederlagsfrie kvoter etter klimakvoteloven og forurensningsloven. Enhver kvotepliktig aktør kan søke om vederlagsfrie klimagasskvoter i henhold til CO₂-kompensasjonsordningen. Ved utslipp utover tildelte frikvoter må utslippskvoter handles på det europeiske kvotemarkedet, hvor én kvote tilsvarer utslipp på ett tonn CO₂ ekvivalenter. Pr januar 2022 var kvoteprisen på vel 84 euro, tilsvarende omtrentlig 840 kr. I skrivende stund (april 2023) er kvoteprisen på 95 euro (Energi og klima, 2023). Utviklingen av prisen kan sees i illustrasjonen under.



Figur 12- Utvikling EUs kvotemarked (Energi og klima, 2023)

Kvotestystemets tiltenkte funksjon er å tilføre utslipp en kostnad, slik at grønne investeringer blir mer attraktive. En bedrift i besittelse av kvoter utover sine egne utslipp kan også selge overskytende kvoter på markedet. Mekanismene i kvoteprisen er komplekse. Prisen styres blant annet av andel fornybar energi, energibehov- og effektivisering, økonomisk vekst, samt prisen på olje, gass og kull (Klimakur, 2020).

I tillegg til kvotestystemet må norsk industri forholde seg til en CO₂-avgift satt av regjeringen på utslipp av karbon fra fossilt brensel. Avgiften var i 2021 på kr 1,37 NOK pr Sm³ gass, og har økt til 1,89 kr i 2023. 1,37 kroner tilsvarte om lag 590 kr pr tonn CO₂-ekvivalenter i 2021 (Regjeringen 2023, avgiftssatser). Klima og miljødepartementet har i sin klimaplan for 2021-2030 en ambisjon om å øke avgiften på ikke-kvotepliktige utslipp til 2 000 kr pr tonn CO₂-ekvivalenter. En framskriving fra Norges bank på utslippskostnad i % av produksjonsverdi kan sees under.



Figur 13- Prognose av utslippskostnad som andel av produksjonsverdi, gitt avgift på 2 000 kr pr tonn CO₂ i 2030. (Bilde hentet fra: Norges bank, 2022. Avgifter på utslipp er fortsatt lave som andel av produksjonsverdi)

På grunn av regjeringens pressmiddel ovenfor næringene, CO₂-avgiften, er det sannsynlig at næringene til en viss grad vil kunne klare å gjøre nødvendige investeringer for å redusere CO₂-avtrykket, og på slik måte bli mer konkurransedyktige. Det er ikke dermed sagt at klimamålet nås. **Estimatet settes derfor til en gylden middelvei, med en økende avgift på ikke-kvotepliktige utslipp til 0,9 % av produksjonsverdi fram mot 2030.**

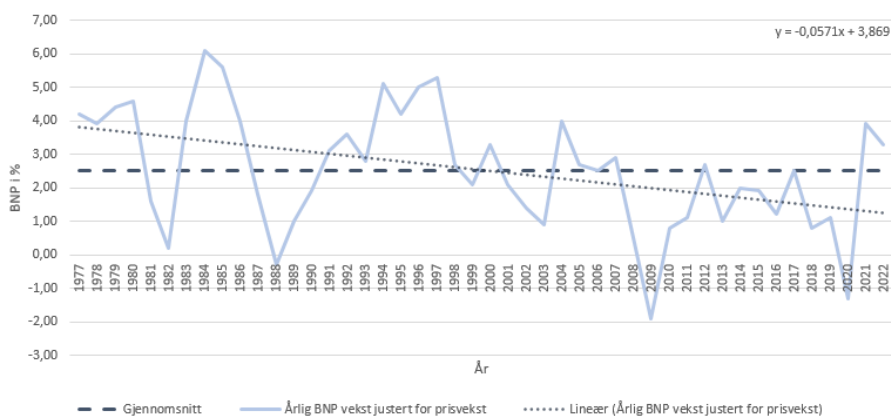
4.1.1.2 Økonomiske forhold

4.1.1.2.1 Økonomisk vekst basert på BNP

«BNP er lik summen av alle varer og tjenester som produseres i et land i løpet av et år, minus de varene og tjenestene som blir brukt under denne produksjonen»

(Sitat hentet fra: «Statistisk sentralbyrå 2023, hva er egentlig BNP»).

Thoresen hevder i boken «verdsettelse av aksjer» at omsetningsvekst til selskaper på lang sikt korrelerer med landets BNP vekst. Argumentet er at BNP som et mål på landets økonomiske totalomsetning tilfaller nasjonens selskaper som omsetningsvekst, både børsnoterte og ikke-børsnoterte selskaper. Dette illustreres med USA som eksempel. Thoresen mener også at BNP vekst er et produkt av befolkningsveksten og produktivitetsveksten i et land. Under er Norges historiske reelle BNP vekst illustrert, korrigert for prisvekst.



Figur 14- Reell BNP vekst Norge (Statistisk sentralbyrå 2023, norsk økonomi).

Gjennomsnittlig BNP vekst i perioden var 2,53 %. Likevel viser regresjonslinjen en negativ trend med 0,06 % pr år.

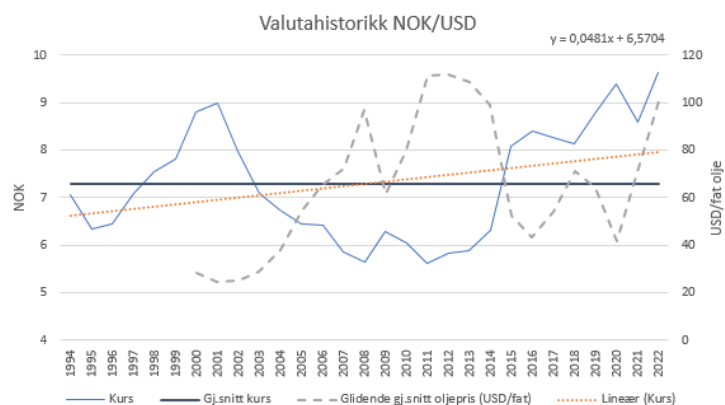
For fremtidig omsetningsvekst i analysen velger jeg å benytte meg av en vekstfaktor på 2,33 % som basis-omsetningsvekst for Equinor. Vekstfaktoren settes noe under gjennomsnittlig historisk BNP vekst basert på regresjonstrend, samt over det langsiktige inflasjonsmålet til Norges bank på 2 %. Befolkningstallet er av statistisk sentralbyrå estimert å øke fra 5,4 millioner til 6 millioner mot 2050, før befolkningsveksten deretter flater ut. Andelen eldre er forventet å øke, men også fremtidig pensjonsalder er forventet å øke på grunn av lavere pensjonsutbetalinger (Solheim og Vatne, 2021).

4.1.1.2.2 Valuta

Equinor som internasjonalt selskap og eksportør av olje og gass er påvirket av valutasvingninger i markedet. Bransjens handelsvaluta er amerikanske dollar. I og med at Equinors regnskap avlegges i amerikanske dollar, vil valutakursen NOK/USD påvirke verdsettelsen fra dollar til norske kroner.

En svak krone resulterer i en høy eksportverdi målt i norske kroner, siden produktene selges i amerikanske dollar. En sterk krone vil gi lavere eksportverdi. I en artikkel fra Tom

Bernhardsen og Øistein Røisland fra år 2000, «*hvilke faktorer påvirker kronkursen*», påpekes det at på lang sikt er kronkursen et produkt av oljepris og relativt prisnivå mot utlandet. Økt prisnivå innenlands fører til en svakere krone, og en økning i oljepris fører til en sterkere krone. På kort sikt påvirkes kursen av internasjonal finansuro, oljepris og rentedifferansen til ulike land (Bernhardsen & Røisland, 2000). Vi ser i figuren under samspillet mellom oljepris og kronkurs mot handelsvaluta USD.



Figur 15 - Valutahistorikk NOK/USD (Norges bank 2023, valutakurser). Oljepris hentet fra Norsk Petroleum 2023, oljepris og aktørbilde 2000-2022)

Siden 1994 viser regresjonslinjen en svekket kronkurs med vel 0,5 øre pr år, fra en kronkurs på 6,6 pr USD. Samtidig ser vi en svært volatil oljepris, med et spenn fra 25 dollar fatet til 100 dollar fatet. Det er også verdt å merke seg at i år 2021/-22 er første gang på vel 30 år du ser en høy oljepris i kombinasjon med tilsvarende svak krone. **For verdsettelsen benyttes gjeldende valutakurs på verdsettelsestidspunkt 31.12.2021, kr 8,84 NOK/USD.**

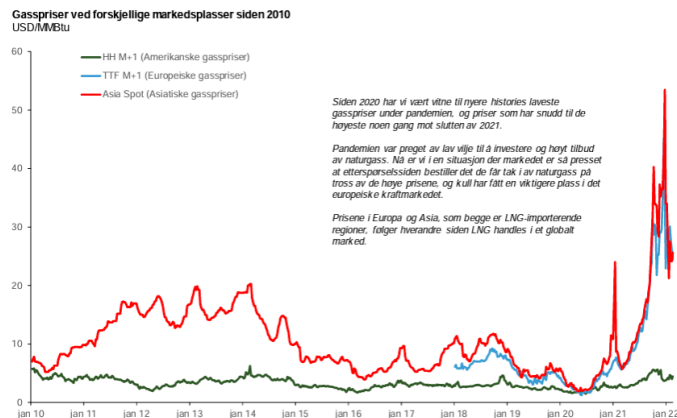
4.1.1.2.3 Historisk olje- og gasspris

Som et viktig ledd i verdsettelsen er det nødvendig å fastsette normaliserte verdier på salgspris av olje- og gass, som vil være direkte utslagsgivende på én av hoveddriverne presentert i teorikapittelet, *lønnsomhet*.



Figur 16 - Historisk oljepris (Norsk Petroleum 2023, oljepris og aktørbilde 2000-2022)

Historisk gjennomsnittlig oljepris fra år 2000 fram til år 2022 er 65 USD per fat. **Det er forventet en nedgang i oljepris fram tid terminalleddet i verdsettelsen, hvor normalisert pris er noe under historisk gjennomsnitt, 60 USD pr fat.**



Figur 17 – Historisk gasspris (Rystad Energy, 2022)

Som estimat på normalisert gasspris benyttes oversikt fra Rystad Energy's rapport, hvor historisk gasspris er oppgitt i USD/MMBtu (hvor MMBtu er britisk enhet for varmeenergi). Som vi kan lese av tabellen er historisk lav europeisk gasspris mellom 3-4 USD/MMBtu, med en historisk topp i 2021/-22 på 30-40 USD/MMBtu.

Det er forventet en nedgang i gasspris fram tid terminalleddet i verdsettelsen, hvor normalisert pris er noe over historisk gjennomsnitt, 7 USD pr MMBtu. En økning mot historisk snittpris er med bakgrunn i gassens grønne oppside mot eksempelvis kull og olje.

4.1.1.3 Sosiokulturelle forhold

4.1.1.3.1 Energietterspørsel

For mine antakelser i den globale energietterspørselen belager jeg meg på International Energy Agency's årlige rapport, «*World Energy Outlook*» fra 2022. Rapporten sier at fram mot 2030 vil global energietterspørsel øke med 1 % årlig, og at økningen vil bli møtt med fornybare energikilder.

For denne oppgaven antas det at Equinor vil beholde deres nåværende markedsposisjon, og møte økt energibehov gjennom oppkjøp og nyvinning av fornybar energi. Equinor har allerede gjort oppkjøp av danske BeGreen, en ledende utvikler av solenergi (Equinor 2023, Equinor kjøper danske BeGreen – en ledende utvikler av solenergi prosjekter), og eier over 16 % av solenergiselskapet Scatec (Lier & Nilsen, 2023).

Med dette som utgangspunkt tilføres det årlig brutto 1 % omsetningsvekst i fremtidig inntjening.

På grunn av bransjens omstilling mot grønnere energi, og regjeringens pressmiddel i form av høyere CO₂-avgifter, vil bransjen under omstillingsperioden tvinges til å foreta investeringer og oppkjøp med marginale marginer.

4.1.1.4 Teknologi

Teknologiske fremskritt innenfor sikkerhet, avkarbonisering, fornybarenergi, og digitalisering er alle relevante for Equinor. Sikkerhet er relatert til både miljø og personsikkerhet, begge essensiell for å opprettholde opparbeidet integritet. Robotisering av høyrisiko operasjonelle aktiviteter er et eksempel, bruk av droner er et annet (Equinor 2023, droner og roboter).

Avkarbonisering innenfor olje og gass er i henhold til Equinor deres første steg mot et nullutslipp i 2050, med mål om å forsyne energi til verden med så lavt karbonavtrykk som mulig. Bruk av droner kan redusere bruk av marine fartøy, samt teknologi innen karbonfangst kan redusere utslipp.

Sent i år 2022 gjorde kunstig intelligens sitt framtog (AI), med ChatGPT som eksempel (Nettavisen, 2023). Mulighetene digitaliseringen tilbyr er blant annet å erstatte manuelle oppgaver med digitale, etablere strømlinjede arbeidsprosesser, og bedre robotisering og fjernstyring.

For oppgaven antas det at Equinor vil være med på de teknologiske fremskrittene, og vil på sikt kunne dra ut nytte av potensialet. Når det er sagt, så krever en organisasjon tid til tilpasning for nye metoder å jobbe på. **Ny teknologi forventer å redusere driftskostnader med 0,5 % årlig fram mot terminalledd.**

4.1.2 Konkurransesituasjoner

4.1.2.1 Porters 5-krefter modell

Porter 5 krefter-modell har til hensikt å analysere konkurransesituasjonen Equinor står ovenfor i energi-/olje- og gassektoren. Porter mente der var 5 avgjørende krefter som spilte inn på et selskaps forhandlingsmakt, som ved analyse kan gi en pekepinne på selskapets konkurransekraft i markedet.

4.1.2.1.1 Rivaler

Etablerte konkurrenter til Equinor er mellomstore og store lete- og produksjonsselskaper på norsk sokkel og internasjonalt. Ved årsskiftet 2022/23 var det totalt 39 lete- og

produksjonsselskaper på norsk sokkel, hvorav 18 som operatør og 21 som rettighetshavere, ref. kapittel om introduksjon til bransjen. Equinors historie og kompetanse på norsk sokkel som et statlig oljeselskap gir de et varig konkurransefortrinn på norsk sokkel, med en operatørrolle på 35 flere felt enn Aker BP som nest største aktør. Øvrige konkurrenter er Vår Energi, Wintershall og DNO. Utenfor norsk sokkel er Equinor å betrakte som en mellomstor/stor bedrift med moderat konkurranseevne.

4.1.2.1.2 Substitutter

Som levetidssyklusen på fossilt brennstoff tilsier kan det oppfattes som at markedet er i en metthetsfase, med et enormt globalt press på energiomstilling til fornybare energikilder. Trusselen til fossilt brennstoff er dermed andre mer miljøvennlige energikilder, som hydrogen, vind- og solkraft, og kjernekraft. Equinors publiserte strategi tar høyde for å nøytralisere denne trusselen ved å gradvis transformere seg mot en mer miljøvennlig produksjon av energi.

4.1.2.1.3 Leverandører

En artikkel på Equinors hjemmeside forteller at selskapet i 2020 handlet varer og tjenester for 150 milliarder kroner fra rundt 8 500 leverandører på verdensbasis, hvor en stadig større andel er fra leverandører med norsk-registrert fakturaadresse (Equinor 2021, Kjøpte mer fra leverandører i Norge for tredje år på rad). På grunn av Equinors posisjon på den norske sokkel, og omfang på bestilte varer og tjenester fra leverandørindustrien, antas det at Equinor har stor forhandlingsmakt ovenfor leverandørene.

4.1.2.1.4 Kunder

Equinor har etablert seg som en solid energileverandør til spesielt Europa og Storbritannia, men eksporterer også til blant annet Nord-Amerika og Asia. Da prisen for olje- og gass er selvregulert via markedet, er maktforholdet mellom Equinor og kundene mer avhengig av leveransesikkerhet enn pris. Etter en strupet import av gass fra Russland i kjølvannet av Ukraina-krigen er inntrykket at Equinor har vist stor integritet gjennom pålitelig levering av energi til Europa, noe som på sikt kan bedre samarbeidet og styrke Equinors posisjon mot markedet. Samarbeidet med det tyske energiselskapet RWE er et eksempel på dette (Equinor 2023, RWE samarbeid).

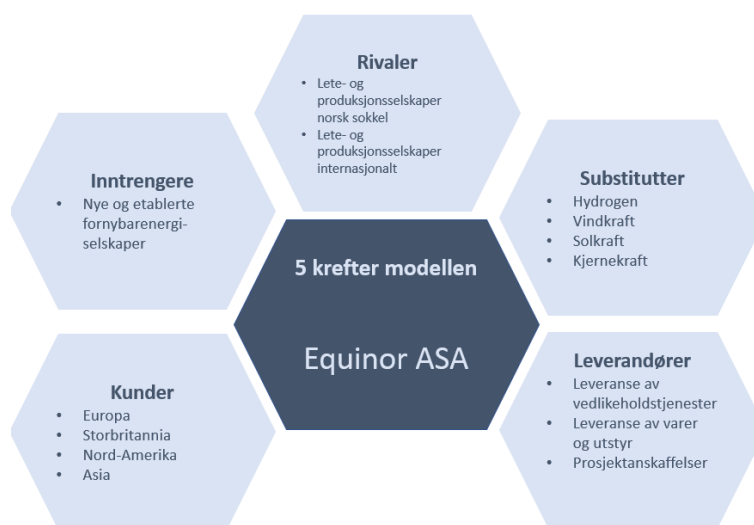
4.1.2.1.5 Inntrengere

I en kapitaltung industri som petroleumsbransjen er inngangsbarrierene høye. Også med tanke på tidsaspektet av den rettslige prosessen fra et funn gjøres til det tildeles lisenskontrakter.

Man kan lese på Norsk Petroleum at der er en miks mellom erfarne og mindre erfarne leteselskaper på sokkelen (Norsk Petroleum 2023, selskap). På grunn av statens incentiv og juridiske rett til valg av operatør på et felt, er trusselen fra inntrengere på den norske sokkelen ansett som lav.

I et fornybarperspektiv er bildet annerledes, et marked hvor Equinor vil kjempe om en markedsposisjon mot nyetablerte- og etablerte fornybarselskaper.

Oppsummering fra konkurranseomgivelsene kan sees under.



Figur 18 - Porters fem krefter modell, Equinor ASA

4.1.3 Selskapsspesifikke forhold

For å analysere selskapsspesifikke forhold benyttes VRIO (valuable, rare, imitable, organized). Ressurskategoriene som er valgt er finansielle, fysiske, humane, organisatoriske, og immaterielle, hvor ressursstyrken vurderes opp mot bransjen.

Ressurser		V R I O				Konkurransemessig implikasjoner	Økonomiske implikasjoner
		Verdifull	Sjelden	Ikke-Imiterbar	Effektivt Organisert		
Finansielle	Konter	Ja	Nei	Nei	Nei	Konkurranseparitet	Normal
	Egenkapital	Ja	Nei	Nei	Nei	Konkurranseparitet	Normal
Fysiske	Prosesanlegg	Ja	Nei	Nei	Nei	Konkurranseparitet	Normal
	Lokasjon	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefordel	Over normal
	Produkt	Ja	Nei	Nei	Nei	Konkurranseparitet	Normal
Humane	Infrastruktur	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn	Over normal
	Kompetanse	Ja	Nei	Nei	Nei	Konkurranseparitet	Normal
Organisatoriske	Ferdigheter	Ja	Nei	Nei	Nei	Konkurranseparitet	Normal
	Relasjoner	Ja	Ja	Nei	Nei	Konkurranseparitet	Over normal
Immaterielle	Merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn	Over normal

Figur 19 - VRIO, Equinor ASA

For de finansielle ressursene «kontanter» og «egenkapital» er regnskapsanalysen Del 1 benyttet. Kontantbeholdning mot eiendeler, samt egenkapitalandel mot total kapital er noe under bransjesnittet. Selskapet vurderes likevel til god soliditet og likviditet, og finansielle ressurser settes til konkurranseparitet.

For fysiske ressurser er det kartlagt to varige konkurransefortrinn. Tatt i betraktning Equinors posisjon på norsk sokkel og det faktum at konsernet er statseid, har Equinor et varig konkurransefortrinn på norsk sokkel. Således er infrastrukturen til selskapet på norsk sokkel også vurdert til varig konkurransefortrinn, med forsyningskjeder, oljerigger, og etablerte landanlegg.

Humane ressurser er en vanskelig ressurs og bedømme. I et selskap med lang historie og over 20 000 ansatte er det klart at der finnes humankapital. Spørsmålet er i hvor stor grad Equinor klarer å kapitalisere denne kapitalen. Utenfor Norden er det som i regnskapsanalysen viser selskap med langt flere ansatte som opererer innenfor samme bransje som Equinor - som også er årsaken til at humane ressurser settes til konkurranseparitet.

Equinors immaterielle ressurs «merkevare» er gitt varig konkurransefortrinn. Scoren er gitt med bakgrunn i Brand Finances sin merkevarerapport fra 2019 (Brand Finance, 2019).

4.2 REGNSKAPSANALYSE

I regnskapsanalysen er formålet å analysere historisk informasjon av regnskapet sett opp mot bransjen. Elementer som vil bli sett nærmere på er lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet. Analyseperiode er begrenset til å være fra 2016 – 2021. Ideelt sett bør analysen inneholde en full syklus for bransjen (minimum 10 år), men på grunn av oppgavens omfang er perioden begrenset til 6 år.

Der det finnes hensiktsmessig sammenliknes selskapet mot «bransjen», bestående av Total Energies, British Petroleum, og Royal Dutch Shell. Regnskapstallene til respektive selskap er korrigert på lik linje som Equinor for best mulig sammenlikningsgrunnlag. Selskapene er valgt på bakgrunn av deres virke som fullintegrerte, internasjonale petroleums- og energiaktører – tilsvarende Equinor.

Som innledning til analysen er det greit med en pekepinne på størrelsen av de respektive selskaper. Selskaper som representerer bransjen, er 3-5 ganger så stor som Equinor målt i ansatte. Dette synliggjør kanskje den største generelle utfordringen ved sammenlikning mot en bransje, nemlig spørsmålet om hvor lik selskapene faktisk er (Kaldestad & Møller, 2016).

Valget falt på globale aktører da sammenliknbare selskaper internt i Norge ble for små sett opp mot Equinor.

Tabell 4 - Størrelse på sammenliknbare selskaper i antall ansatte.

	Equinor ASA	Toral Energies	British Petroleum	Shell
Ant. Ansatte	20 000+	100 000+	66 000+	90 000+

4.2.1 Regnskapskvalitet

Før jeg begir meg ut på analyse av regnskapstallene er det nødvendig å vurdere regnskapets kvalitet, og hvorvidt regnskapet gir et riktig bilde av virkeligheten og selskapenes økonomi. For å best mulig kunne lese ut selskapets realøkonomi er det nødvendig å kartlegge regnskapenes grad av støy.

4.2.1.1 Regnskapsreglenes utforming

Alle selskap i analysen avlegger regnskap etter IFRS (International Financial Reporting Standards). IFRS sine regnskapsregler kjennetegnes ved at tilnærmingen er balanseorientert. Førsteprioriteten ligger i å måle eiendeler og gjeld på en best mulig måte, og basert på endringene i balansen kan man utrede periodens resultat (Langli, 2020).

Equinors regnskap er avlagt i samsvar med forenklet anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder etter regnskapsloven §3-9, hvorav utarbeidelsen av årsregnskapet til konsernet er etter IFRS. I perioden 2016-2021 var revisjon de første år utført av KPMG, og de senere årene utført av Ernst & Young. Det er ingen påpekte uenigheter fra revisors sider i denne perioden.

4.2.1.2 Usikkerhet om fremtiden

Alle årsberetninger har en grundig gjennomgang av revisor på estimert gjenvinnbart beløp fra olje- og gasseiendeler, samt nedstengnings- og fjerningsforpliktelser, da disse i stor grad er basert på skjønn og påvirker fremtidig kontantstrøm.

4.2.1.3 Regnskapsprodusentenes rapporteringsstrategi

Det er ikke gjort funn av mulig regnskapsmanipulasjon i avlagte årsregnskap til konsernet.

4.2.2 Analyse av historisk informasjon – Del 1

For å få et mer riktig bilde av underliggende inntjening korrigeres konsernresultatet for engangseffekter og poster som ikke vil gjenta seg. Jeg har valgt å ekskludere annen inntekt da

den er forbeholdt inntekter som ikke tilhører kundekontrakter, som er per definisjon utenfor den operasjonelle driften (Årsregnskap, xxxx).

Nedskrivninger er også korrigeret for, da det er en estimatbasert regnskapsøvelse etter beste praksis av Equinors ledelse, i et forsøk på å speile verdi av eiendelens fremtidige kontantstrøm. Vice versa vil nedskrivningen reverseres ved endrede utsikter på gjenvinnbart beløp fra reservoarene. Og følgelig er nedskrivningen tilsvarende korrigeret i balansen på henholdsvis varige driftsmidler og goodwill. Korrigeret resultatregnskap for konsernet er illustrert under.

Tabell 5 - Korrigeret resultatregnskap Equinor

[millioner USD]	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Salgsinntekter	45 688	60 971	78 555	62 911	45 753	88 744
Resultatandel investeringer regnskapsført etter EK-metoden	-119	188	291	164	53	259
Sum inntekter	45 569	61 159	78 846	63 075	45 806	89 003
Varekostnad	21 505	28 212	38 516	29 532	20 986	35 160
Øvrig perosnalkostnader	2 576	3 818	4 052	3 955	3 707	4 152
Andre driftskostnader	6 449	4 945	4 711	4 808	5 056	4 611
Salgs- og administrasjonskostnader	762	738	758	809	706	780
Letekostnader	2 952	1 059	1 405	1 854	3 483	1 004
EBITDA	11 325	22 387	29 404	22 117	11 868	43 296
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	9 257	9 781	9 564	9 111	8 178	10 280
EBIT	2 068	12 606	19 840	13 006	3 690	33 016
Finanskostnader	258	351	1 263	1 450	1 392	2 080
Finansinntekter				1 443	556	-
Resultat før skatt	1 810	12 255	18 577	12 999	2 854	30 936
Skattekostnad	2 724	8 822	11 335	7 441	1 237	23 007
Årsresultat	-914	3 433	7 242	5 558	1 617	7 929

4.2.2.1 Historiske nøkkeltall sett opp mot bransjen

4.2.2.1.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet er selskapets evne til å tjene penger gitt hvilke ressurser de rår over. Rentabilitet i den forstand er målt lønnsomhet ved hjelp av regnskapsinformasjon (Langli, 2020).

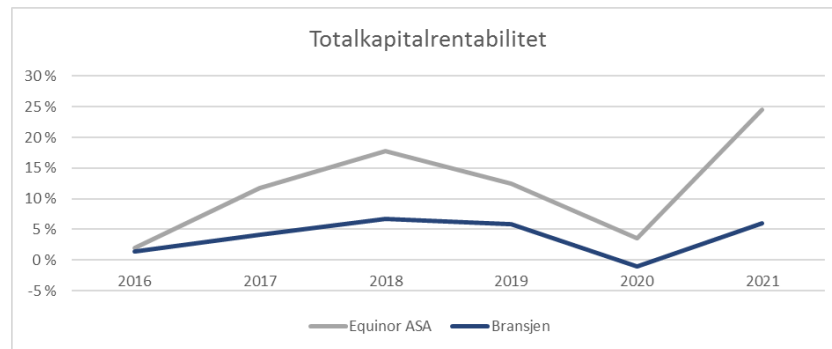
Nøkkeltall som er valgt å se på i denne sammenhengen er totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet, og resultatgrad. Bransjetall er et gjennomsnitt av utvalgte selskaper.

4.2.2.1.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten forteller oss hvordan virksomheten har anvendt dens totale kapital for oppnåelse av lønnsomhet. Med andre ord hvor mye verdiskapning eiendelssiden har generert i den gitte perioden. Rentekostnader er med i teller for å synliggjøre hva som kan fordeles mellom alle parter på egenkapital- og gjeldssiden. TKR bør være positiv og over selskapets lånerente (Langli, 2020).

$$TKR = \frac{(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader})}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} \times 100 \%$$

For å vurdere lønnsomheten generert av eiendelene er det valgt å sammenlikne avkastning på total kapital mot gjennomsnittlig avkastning på total kapital for bransjen. Resultatet er presentert under.



Figur 20 - Total kapitalrentabilitet, Equinor ASA og bransjen

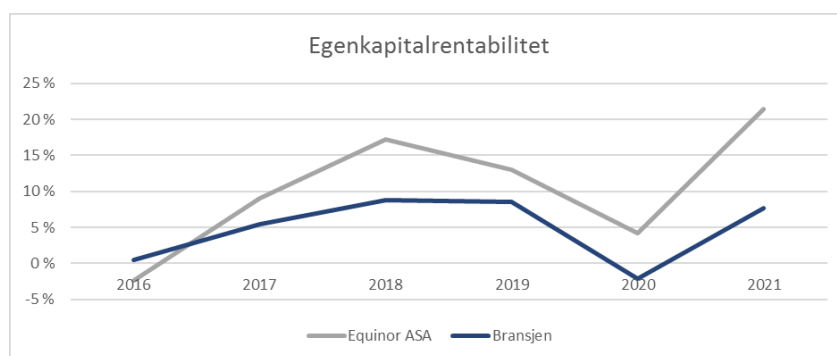
Siden 2016 har Equinors eiendeler jevnt over generert høyere avkastning på total kapital enn sammenliknbare selskaper. I praksis betyr det at for hver krone investert på eiendelssiden generes et høyere overskudd før skatt. Årsaken for differansen kan sees i resultatregnskapene til de respektive selskapene, hvor Equinor har en betydelig bedre EBITDEA margin enn øvrige selskap. Et underforbruk på varekostnader sett opp mot bransjen er en signifikant bidragsyter til den positive kurven. Videre ser vi at med unntak fra 2016 har Equinor levert høyere rentabilitet enn selskapets gjennomsnittlige lånerente på 3,2 %.

4.2.2.1.1.2 Egen kapitalrentabilitet

Egen kapitalrentabilitet er et måltall for å beregne den regnskapsmessige avkastningen på kapital som eierne har skutt inn i selskapet (Langli, 2020). Formelen inkluderer ordinært resultat etter skatt for perioden, delt på gjennomsnittlig egen kapital. Gjennomsnittlig egen kapital er inkludert eventuelt avsatt utbytte oppført som kortsiktig gjeld for inneværende år (Langli, 2020).

$$EKR = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnittlig egen kapital}} \times 100\%$$

Forutenom 2016 har selskapet levert en høyere avkastning på egen kapitalen sammenliknet med bransjen. Også her ser vi at avkastningen samsvarer med bransjens overordnede syklus, men dog med bedre marginer.

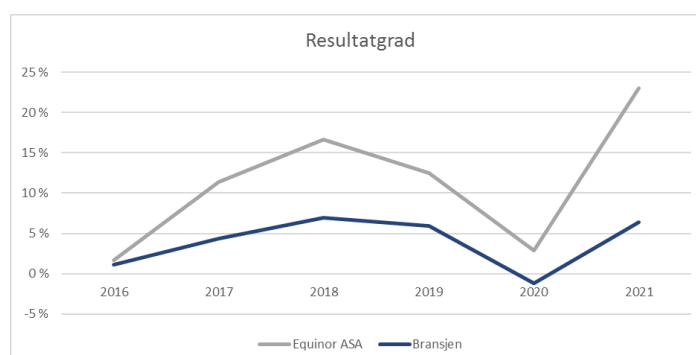


Figur 21 - Egenkapitalrentabilitet, Equinor ASA og bransjen

4.2.2.1.1.3 Resultatgrad

Resultatgraden viser et selskaps evne til å distansere deres driftskostnader fra salgsinntektene. Formel for resultatgraden er vist under (Visma, 2023).

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{driftsresultat} + \text{finansinntekter}}{\text{salgsinntekter}} \times 100 \%$$



Figur 22 - Resultatgrad, Equinor ASA og bransjen

Resultatgraden viser at Equinor for hver krone i salgsinntekter oppnår i gjennomsnitt 11 øre i driftsresultat (inkl. finansinntekter). Dette er 7 øre høyere enn bransjen.

Driftskostnadene kan deles inn i øvrige regnskapsposter for å bryte ned hvilke kostnadsdrivere som gir størst bidrag til kurvenes differanse. I dette tilfelle kommer det tydelig frem at Equinors vareforbruk er langt lavere enn bransjen sett opp mot selskapenes salgsinntekter. Dette underforbruket er også en underliggende årsak til Equinors bedre lønnsomhet sett opp mot bransjen. Dermed er det naturlig å videre se på eiendelenes omløpshastighet, da spesielt varelageret.

4.2.2.1.1.3.1 Varelagerets omløpshastighet

I et forsøk på å finne underliggende årsaker til selskapets evne til å overprestere mot utnevnt bransje, velger jeg å se nærmere på varelagerets omløpshastighet. Måltallene viser hvor effektiv bedriftens styring av varelageret er, sammenliknet mot bransjen.

Tabell 6 - Varelagerets omløpshastighet, Equinor og bransjen

Oml.hast. varelager	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gj.snitt
Equinor ASA	6,7	8,3	18,0	8,8	6,8	10,4	9,8
Bransjen	6,8	8,1	11,7	7,2	4,9	5,6	7,4

Equinors omløpshastighet på varelageret varierer fra 6,7 i 2016 til 18 i 2018, med en gjennomsnittlig omløpshastighet på 9,8. Dvs. at selskapet i snitt de 6 siste år har hatt en gjennomsnittlig lagringstid av varer på 37 dager, sammenliknet mot bransjens 49 dager. Måltallet kan indikere at Equinor har en mer effektiv styring av varelageret sammenliknet med bransjen.

4.2.2.1.2 Likviditet, soliditet og finansiering

For vurdering av virksomhetens likviditet, soliditet og finansiering har jeg valgt å se på finansieringsgrad, likviditetsgrad, gjeldsgrad og egenkapitalandel over respektive perioder.

Tabell 7 - Nøkkeltall likviditet, soliditet og finansiering. Equinor og bransjen

Finansieringsgrad 1	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gj.snitt
Equinor ASA	89 %	90 %	89 %	94 %	88 %	78 %	0,88
Bransjen	93 %	91 %	94 %	95 %	93 %	91 %	0,93
Likviditetsgrad 1							
Equinor ASA	1,58	1,49	1,65	1,33	1,65	1,62	1,55
Bransjen	1,25	1,31	1,21	1,18	1,26	1,25	1,24
Gjeldsgrad							
Equinor ASA	1,92	1,74	1,57	1,81	2,56	2,71	2,05
Bransjen	1,36	1,28	1,29	1,43	1,63	1,62	1,43
Egenkapitalandel							
Equinor ASA	34 %	37 %	39 %	36 %	28 %	27 %	33 %
Bransjen	43 %	44 %	45 %	42 %	38 %	39 %	42 %

Finansieringsgraden forteller hvor mye av selskapets anleggsmidler som er finansiert med langsiktig kapital (Norian, 2023). Måltallet bør ligge under 1, som betyr at anleggsmidlene ikke er finansiert med kortsiktig gjeld. Equinor har i sammenlikning mot bransjen i større grad finansiert omløpsmidler med langsiktig kapital, med en gjennomsnittlig finansieringsgrad på 0,88, mot bransjens 0,93. Selskapets lave måltall i 2021 skyldes reduserte anleggsmidler samt en økning i egenkapital fra året før.

For likviditetsgraden er det ønskelig med et måltall over 1, som indikerer at omløpsmidlene er større enn kortsiktig gjeld. Måltallet sier noe om selskapet er i stand til å betale for seg når

forpliktelsene forfaller (Langli, 2020). Også her ser vi en sterkere likviditetsgrad sammenliknet med bransjen, med et gjennomsnitt på 1,55 mot bransjens 1,24.

Gjeldsgraden forteller hvor mange kroner selskapet har i gjeld per krone i egenkapital (Langli, 2020). I utgangspunktet betyr en lavest mulig gjeldsgrad bedre soliditet til å tåle krisesituasjoner, gjennom en lavere rentebelastning på eksternt kapital. Equinor ligger noe høyere enn bransjen med en gjennomsnittlig gjeldsgrad på 2,05, med en økende trend.

Egenkapitalandelen viser hvor mye av eiendelene som er finansiert med egenkapital (Langli, 2020). Jo større måltallet er jo bedre soliditet har selskapet, med bakgrunn i hvor mye eiendelene kan tape seg i verdi før kreditorenes krav kommer i fare (Langli, 2020). Equinor ligger også her noe under bransjesnitt, på 33 % mot bransjens 42 %.

4.2.2.2 Oppsummering regnskapsanalyse del 1

Analysen viser at Equinor virker å ha høy rentabilitet og resultatgrad sammenliknet med lignende aktører. Samtidig viser omløpshastigheten på varelageret at Equinor kan ha et mer effektivt lagersystem eller høyere relativ omsetning i forhold til varelager enn bransjen.

Likviditetsgraden for selskapet er også høy. Sett fra et investorperspektiv kan dette være gode indikatorer på et effektivt og lønnsomt selskap.

4.2.3 Omgruppering - Del 2

I denne delen av regnskapsanalysen vil formålet være omgruppering av balansen for verdsettelsesformål, samt kartlegge selskapets effektive driftsskattesats. Begge operasjonene er nødvendig for verdiberegning av fremtidig kontantstrøm.

4.2.3.1 Balanseregnskapet

Med bakgrunn i illustrasjonen fra teorikapittel er avlagt balanse omgruppert i bildet under, hvor operasjonelle- eiendeler og gjeld er sammenstilt, og finansielle- eiendeler og gjeld er sammenstilt.

Tabell 8 - Omgruppert balanse, Equinor

År	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Immaterielle eiendeler	9 243	8 621	9 672	10 738	8 148	6 452
Utsatt skattefordel	2 195	2 441	3 304	3 881	4 974	6 259
Varige driftsmidler	61 849	62 500	64 947	74 046	72 729	63 514
Egenkapitalkonsoliderte investeringer	2 245	2 551	2 863	1 442	2 262	2 686
Forskuddsbetalinger og finansielle fordringer	195	196	688	800	150	104
Sum driftsmessige anleggsmidler	75 727	76 309	81 474	90 907	88 263	79 015
Varelager	3 227	3 398	2 144	3 363	3 084	3 395
Kundefordringer og andre fordringer	7 839	9 425	8 998	8 233	8 232	17 927
Betalingsmidler	5 090	4 389	7 555	5 177	6 757	14 126
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	537	1 369	-	-	1 362	676
Sum driftsmessige omløpsmidler	16 693	18 581	18 697	16 773	19 435	36 124
Sum driftsmessige eiendeler	92 420	94 890	100 171	107 680	107 698	115 139
Pensjonsmidler	839	1 306	831	1 093	1 310	1 449
Finansielle derivater	2 311	1 762	1 350	1 943	3 362	6 396
Finansielle investeringer	10 555	11 289	9 496	11 026	15 948	24 592
Forskuddsbetalinger og finansielle fordringer	698	716	345	414	711	983
Sum finansielle eiendeler	14 403	15 073	12 022	14 476	21 331	33 420
Sum eiendeler	106 823	109 963	112 193	122 156	129 029	148 559
Aksjonærs egenkapital	37 365	38 724	42 655	45 232	40 930	40 449
Minoritetsinteresser	27	24	19	20	19	14
Skyldig utbytte	712	729	766	859	357	582
Sum egenkapital	38 104	39 477	43 440	46 111	41 306	41 045
Utsatt skatt	6 427	7 654	8 671	9 410	11 224	14 037
Betalbar skatt	2 184	4 057	4 654	3 699	1 148	13 119
Leverandørgjeld	9 666	9 737	8 369	10 450	10 510	14 310
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg	55	-	-	1	318	132
Sum driftsmessige forpliktelser	18 332	37 005	37 646	41 511	42 931	61 497
Pensjonsforpliktelser	3 380	3 904	3 820	3 867	4 292	4 403
Avsetninger	13 406	15 557	15 952	17 951	19 731	19 899
Finansiell gjeld	27 999	24 183	23 264	21 754	29 118	27 404
Finansielle derivater	1 928	1 303	1 559	1 635	2 386	5 376
Leieavtaler	-	-	-	4 339	4 405	3 561
Finansiell gjeld	3 674	4 091	2 463	2 939	4 591	5 273
Sum finansielle forpliktelser	50 387	49 038	47 058	52 485	64 523	65 916
Sum kapital	106 823	109 963	112 192	122 156	129 029	148 559

I den omgrupperte balansen er forskuddsbetalinger og finansielle fordringer splittet mellom operasjonelle og finansielle eiendeler, i henhold til noter i regnskapet de respektive årene. Videre er skyldig utbytte behandlet som egenkapital, samt anleggsmidler er korrigert for nedskrivningssatsen inneværende år.

På grunn av oppgavens omfang er pensjonsforpliktelsene behandlet som finansiell gjeld, selv om deler av pensjonen i realiteten består av operasjonelle forpliktelser.

Ved å trekke fra finansielle eiendeler fra finansielle forpliktelser får vi en netto rentebærende gjeld på 32 496 mill. USD i år 2021. Netto rentebærende gjeld vil bli benyttet i kontantstrøms-modellen for å finne nåverdi av egenkapitalen.

4.2.3.2 Gjennomsnittlig driftsskattesats

Skattekostnaden i resultatet er en sum av betalbar skatt og endring utsatt skatt. I og med at det kun er betalbar skatt fra underliggende drift som påvirker kontantstrømmen, kan vi estimere hvor mye den betalbare skatten i regnskapet blir redusert av finanskostnadene, og legger skattefordelen til den oppgitte betalbare skatten i regnskapet (Kaldestad & Møller, 2016). Denne effektive skattesatsen fra den underliggende driften vil være skattesatsen i beregningen av fremtidig fri kontantstrøm.

Tabell 9 - Gjennomsnittlig effektiv driftsskattesats, Equinor

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gj.snitt
Nominell selskapsskattesats	0,24	0,24	0,24	0,24	0,23	0,22	0,22	0,22	
EBIT	15 287	7 612	2 068	12 606	19 840	13 006	3 690	33 016	
Netto finans	20	-1 311	-258	-351	-1 263	-7	-836	-2 080	
Betalbar skatt fra regnskapet	13 993	6 579	4 027	7 805	10 773	7 822	802	21 299	
Betalbarskatt underliggende drift	13 998	6 264	3 965	7 721	10 483	7 820	618	20 841	
Effektiv skattesats underliggende drift %	91,6 %	82,3 %	191,7 %	61,2 %	52,8 %	60,1 %	16,8 %	63,1 %	69 %

Beregning av effektiv skattesats er eneste del av regnskapsanalysen som inneholder år pre 2016, på bakgrunn av stor variasjon i skattesats. **Ved å ekskludere år 2016 og 2020 med unormale skattesatser er gjennomsnittlig effektiv skattesats relatert til driften 69 %.**

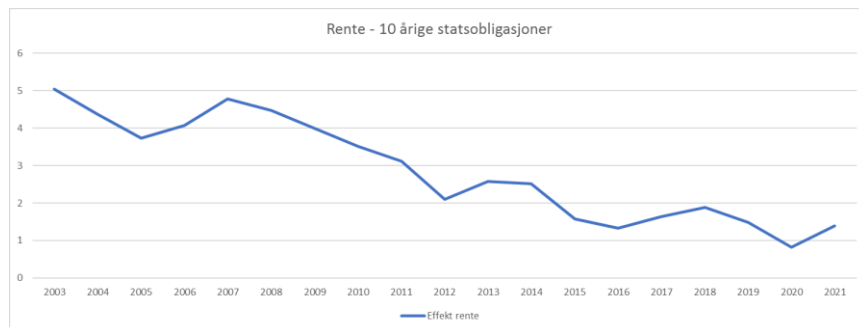
Årsaken til at den effektive skattesatsen er under den nominelle satsen på 78 % kan skyldes den kapitalintensive driften, hvor skattemessige avskrivninger på eiendelene er høyere enn de regnskapsmessige avskrivningene (Kaldestad & Møller, 2016).

4.3 AVKASTNINGSKRAV

I teorikapittel ble CAPM introdusert som metode for å beregne egenkapitalkostnad, som et ledd i å kartlegge totalavkastningskravet - WACC.

4.3.1 Risikofri rente

Med bakgrunn i tidsaspekt og ressurser legger jeg til grunn effektiv rente på 10 årig statsobligasjoner fra Norges bank.



Figur 23 - Rentesats 10 årig statsobligasjoner (Norges Bank 2023, syntetiske renter. Norges bank 2023, generiske renter)

Effektiv rente på 10 årig statsobligasjon var på årssnitt i 2021 pålydende 1,4 % (Norges bank, 2023).

På grunn av lave renter post pandemi benyttes gjennomsnittlig effektiv rente på 10 årig statsobligasjoner siste 15 år, pålydende 2,5 %.

4.3.2 Beta

I et kost/nytte perspektiv har jeg valgt i denne oppgaven å bruke beta publisert av Infront analytics. På grunn av stor usikkerhet knyttet til utregning av beta, både ved regresjonsanalyse og bransjespesifikk beta, og fordi et selskaps finansiering til stadig endrer seg, anses estimatene fra Infront som tilfredsstillende. Beta er 3 årig, sett opp mot Oslo børs.

Tabell 10 - Beta - Equinor ASA (Infront analytics, 2023)

Equinor ASA	
Levered beta	Unlevered beta
1,32	1,41

På grunn av Equinors posisjon som største aktør på Oslo Børs er det naturlig å tenke at beta skal være over 1. Som et dominerende selskap er de i stor grad med på å diktere indeks, og følgelig vil utslag på Equinors kurs dra en oljetunget indeks som Oslo Børs i samme retning. Fra beta ser vi at i gode tider vil Equinor bevege seg høyere enn indeks, samt lavere enn

indeks i dårligere tider. Dette samsvarer med ideen om at kursen i stor grad er drevet av olje- og gassprisen. Kaldestad og Møller hevder i boken «verdivurdering» at et selskap med svært høy samvariasjon med markedet har en levered beta på rundt 1,25. Et argument for en beta høyere enn dette kan være risikoen forbundet med «brune selskaper» i dagens klimaomstilling. Ved å ikke justere ned beta fra Infront anses det derfor som at «brun risikopremie» er bakt inn i egenkapitalkravet.

Levered beta for egenkapitalkostnad er satt til 1,32.

4.3.3 Markedets risikopremie

På bakgrunn av oppgavens omfang har jeg valgt å benytte meg av PWC's årlige spørreundersøkelse for kartlegging av risikopremien.

PWC's rapport fra 2021 viser at det norske markedet for 2021 opererte i gjennomsnitt med en markedsrisikopremie på 5 % (PWC, 2023).

4.3.4 Gjeldskostnad

Som metode for å fastsette gjeldskostnaden i analysen benyttes selskapets lånerente i 2021, uthentet fra årsregnskapet. Årsaken til bruk av valgt metode er selskapets langvarige kredittrating på henholdsvis AA- og Aa2 fra kredittratingselskapene S&P (Standard & Poor's Investment grade) og Moody's (Equinor 2023, our debt and credit ratings). På grunn av selskapets historie og posisjon er det en forventning om at lånebetingelsene vil vedvare, og dermed vurderes selskapets betalende rente til å være et godt estimat på markedsrenten.

<i>Rentesats lån (fra årsrapporter)</i>			
Usikrede obligasjonslån	Vektet gj.snittlig rentesats	Andel	Vektet snitt lånerente Equinor [%]
Amerikanske dollar	3,88	17 451	2,46
Euro	1,42	7 925	0,41
Britiske pund	6,08	1 852	0,41
Norske kroner	4,18	340	0,05
Sum		27 568	3,32

Figur 24 - Gjennomsnittlig vektet rentesats Equinor ASA

Med hensyn på oppgitte lånebetingelser fra årsrapport 2021 benyttes en vektet gjennomsnittlig gjeldskostnad på 3,32 %.

Følgelig blir Equinors avkastningskrav på egenkapitalen;

$$R_e = 2,5 \% + (1,32 \times 5 \%) = 9,6 \%$$

4.3.5 WACC

For å finne markedsverdi av Equinors egenkapital er det benyttet aksjekurs pr 31.12.2021, multiplisert med antall utestående aksjer på samme tidspunkt. Aksjekurs i USD på daværende tidspunkt er estimert til 26,33 USD (Nordnet, 2023), og antall utestående aksjer var 3 232 mill. Markedsverdi av egenkapitalen tilsvarende dermed 85 102 mill. USD.

Markedsverdi av gjelden er antatt å være tilsvarende som bokført gjeld pr 31.12.2021, 108 096 mill. USD. Gitt at særskatten er ekstraordinær og knyttet til driftsresultatet bruker vi den ordinære inntektsskatten på 22 % i beregning av gjeldskostnaden.

Avkastningskrav på totalkapitalen til Equinor blir følgende;

$$WACC = 9,6 \% \frac{85\ 102}{85\ 102 + 108\ 096} + 3,32\% * (1 - 0,22) \frac{108\ 096}{85\ 102 + 108\ 096} = \mathbf{5,68 \%}, \text{ som vil være diskonteringsrenten av fremtidig kontantstrøm.}$$

4.4 PROGNOTISERING AV FREMTIDIG KONTANTSTRØM

I analysen av makroomgivelser tidligere i avhandlingen ble produksjonsprognose av Norsk Petroleum presentert. Denne produksjonsprognosen vil være utgangspunktet for estimering av framtidig omsetning for Equinor. Fra Equinors egne uttalelser (samt årsrapporter), står selskapets produksjon på norsk sokkel for 70% av selskapets totale produksjon. I estimatet om framtidig omsetning antas det at produksjonen på selskapets lokaliteter utenfor Norge følger samme profil som på norsk sokkel.

Videre forutsettes det at Equinor beholder sin posisjon som ledende aktør på norsk sokkel, med 73% av sokkelens totale produksjon. Markedsandelen er basert på historisk produksjon fra 2018-2021 fra produksjonsprognose nevnt ovenfor. Se tabell under.

Tabell 11 - Markedsandel Equinor på norsk sokkel (1 fat tilsvarende 0,159 standard kubikkmeter. Ref. årsrapport 2021)

År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt
Equinors olje- og gassvolum fra salg (mfoe)	1 420	1 477	1 521	1 445	1 472	1 455	
mfoe til mill Sm3oe	226	235	242	230	234	231	
mill Sm3 oljeekvivalenter prod. i Norge (70%)	152	161	159	148	187	165	
Produksjonsprognose (Norsk Petroleum, 2023)			227,3	213,8	227	230,9	
Markedsandel Equinor, på norsk sokkel			70 %	69 %	82 %	71 %	73 %

4.4.1 Estimat salgsinntekter

Basert på antakelsene ovenfor er den totale fremtidige petroleumproduksjonen til Equinor vist i tabellen under (1 fat oljeekvivalenter tilsvarende 0,159 standard kubikkmeter).

Tabell 12 - Estimert produksjonsvolum Equinor

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Produksjonsvolum	Produksjonsprognose norsk sokkel [mSm3oe]	232	239	245	249	242	235	227	218	210	200
	Markedsandel Equinor Norge	73 %	73 %	73 %	73 %	73 %	73 %	73 %	73 %	73 %	73 %
	Equinors estimerte olje- og gassvolum fra salg norsk sokkel (mSm3oe)	170	175	179	181	177	172	166	159	153	146
	Andel drift i Norge av Equinors totale drift	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
	Equinors estimerte olje- og gassvolum fra salg totalt (mSm3oe)	220	227	233	236	230	223	215	207	199	190
	Equinors estimerte olje- og gassvolum fra salg (mfoe)	1 386	1 428	1 462	1 484	1 447	1 404	1 354	1 301	1 252	1 194

For å videre finne basis-salgsinntekter er det nødvendig med et estimat på normalisert olje- og gasspris, og evt. hvilket år normaliseringen oppnås. For brent olje er det forventet en fremtidig redusert pris som følge av kjølning av krig, og redusert etterspørsel etter økt inflasjon. Det internasjonale pengefondet anslår en reduksjon på 16 % i oljepris i 2023 (Ogre & Høgseth, 2023), tilsvarende 75-80 USD pr fat. Med en gjennomsnittlig pris fra 2001 til 2022 på 65 dollar fatet, estimeres det et lineært fall i oljepris fra 2023 fram til en normalisert pris på 60 dollar nås i 2031. Nedgangen fra gjennomsnittlig pris symboliserer fremtidig etterspørsel av fornybarenergi.

Gassprisen er forventet å normalisere seg etter rekordhøye nivåer, men er antatt å holde seg over historisk bunnivå på grunn av dens grønne oppside sammenliknet med olje. I Rystads Energys rapport om gassmarkedet fra 2022 (Rystad Energy, 2022) kan man se et historisk bunnivå i europeiske gasspriser på 3-4 USD pr MMBtu. Fra dagens nivåer antas det en reduksjon i gasspris fram til 2030 med en normalisert pris på 7 USD pr MMBtu, hvor 1 MMBtu tilsvarer 0,17 fat oljeekvivalenter. Fra år 2025 antas det en gradvis større dominans i salgsvolum av gass.

Tabell 13 - Estimert fremtidig olje- og gasspris

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
	Andel salgsvolum olje	50 %	50 %	50 %	49 %	48 %	47 %	46 %	45 %	44 %	43 %
	Andel salgsvolum gass	50 %	50 %	50 %	51 %	52 %	53 %	54 %	55 %	56 %	57 %
Pris	Estimat oljepris [USD pr fat]	90	76	74	72	70	68	66	64	62	60
	Estimat europeisk gasspris [USD/MMBtu]	20	15	14,0	13,0	12,0	11,0	10,0	9,0	8,0	7,0
	Estimat europeisk gasspris [USD pr fat oe], hvor 1 MMBtu = 0,17 foe	118	88	82	76	71	65	59	53	47	41

Basert på anslagene ovenfor kan vi presentere fremtidige salgsinntekter. I tillegg er det nødvendig å ta hensyn til eventuelle andre makro- og selskapsspesifikke anslag fra den strategiske analysen som kan påvirke fremtidige driftsinntekter. Generell økonomisk vekst i samfunnet samt speilet økt energietterspørsel legges på basisinntektene. I restledd får vi en normalisert salgsinntekt på 60 561 mill. USD.

Tabell 14 - Estimert fremtidige salgsinntekter

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Produksjonsvekst	Generell økonomisk vekst	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
	Økt energietterspørsel globalt	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
	Sum vekst i basisinntekter	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
	Sum salgsinntekter [mill USD]	148 680	120 897	117 822	113 585	104 817	95 832	86 677	77 591	69 168	60 561

4.4.2 Estimert driftskostnader

For estimering av fremtidige driftskostnader vil jeg ta utgangspunkt i estimert fremtidig produksjonsvolum i kombinasjon med historiske forholdstall av driftskostnader mot produksjonsvolum. I tabellen under ser vi at for hvert million fat oe produsert siste 5 år (eksklusivt år 2020), generes 28,5 millioner USD i driftskostnader ekskl. avskrivninger. Gjennomsnittlig forholdstall er ekskludert år 2020 som er definert som ikke-normalt år.

Tabell 15 - Driftskostnader i forhold med produksjonsvolum

Driftskostnader pr produsert mfoe	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt
Varekostnad	15,14	19,10	25,32	20,44	14,26	24,16	20,8
Øvrig personalkostnader	1,81	2,58	2,66	2,74	2,52	2,85	2,5
Andre driftskostnader	4,54	3,35	3,10	3,33	3,43	3,17	3,5
Salgs- og administrasjonskostnader	0,54	0,50	0,50	0,56	0,48	0,54	0,5
Letekostnader	2,08	0,72	0,92	1,28	2,37	0,69	1,1
Sum driftskostnader	24,12	26,25	32,51	28,34	23,06	31,41	28,5

Produsert volum [mill. fat oe]	1 420	1 477	1 521	1 445	1 472	1 455
--------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

I regnskapsanalysen del 1 kunne vi konstatere en større omløpshastighet av varelageret sammenliknet mot bransjen. Likevel må det antas at mengde slitedeler vil øke i takt med levetiden på produksjonsutstyr. Derfor settes driftskostnader pr mfoe likt forholdstall for 2021, 31,4 mill. USD. Basert på fremtidig estimert salgsvolum får vi følgende framskrivning av driftskostnadene, med utgangspunkt i kostnader pr produserte mfoe.

Tabell 16 - Estimerte fremtidige driftskostnader

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftskostnader	Produsert volum/driftskostnader [historisk forhold]	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4
	Klima og miljøforpliktelser (i % av produksjonsverdi)	0,4 %	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %
	Økt kostnader tilknyttet økt energietterspørsel	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %
	Ny teknologi	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %
	Sum økning driftskostnader	0,8 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
	Sum driftskostnader	44 236	45 561	46 708	47 449	46 309	44 967	43 402	41 692	40 099	38 177

Tallene er også justert for faktorer relatert til driftskostnader funnet i den strategiske analysen. Basert på Norges Banks framskrivning av utslippskostnader fram mot 2030 gjøres det et gradvis påslag i miljøforpliktelser fram mot 2030, opp til 0,9 % av produksjonsverdi. Det er i likhet med hensynet om økt energietterspørsel i salgsinntekter antatt økte kostnader tilknyttet etterspørselsøkningen. Kostnadsøkningen er satt til 0,9 %, som gir energietterspørselen netto

0,1 % vekst. Det godskrives 0,5 % kostnadsreduksjon tilknyttet ny teknologi. Normalisert nivå av driftskostnader i år 2031 er 38 177 mill. USD.

4.4.3 Estimert avskrivninger

Avskrivninger er estimert ut fra historiske nivåer, med en antakelse om at de holdes noenlunde stabil også framover de neste årene. Gjennomsnittlige avskrivninger i årene 2016-2021 (ekskl. år 2020) er 9 600 mill. Det forventes at fornybar prosjekter på sikt erstatter olje- og gassinvesteringer, og dermed brukes historisk snitt som fremtidig avskrivnings-sats.

Ved å hensynte tidligere funnet effektiv driftsskattesats fra kontantstrømanalysen, ender vi opp med følgende resultat fra driften etter skatt. I framstillingen er NOPLAT presentert (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes). NOPLAT viser fortjenesten fra driften etter skatt, når inntekter og kostnader fra ikke-operasjonelle eiendeler er trukket ut.

Tabell 17 - NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)

År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Salgsinntekter	148 680	120 897	117 822	113 585	104 817	95 832	86 677	77 591	69 168	60 561
Driftskostnader	44 236	45 561	46 708	47 449	46 309	44 967	43 402	41 692	40 099	38 177
EBITDEA	104 444	75 336	71 113	66 136	58 508	50 866	43 276	35 899	29 069	22 384
Avskrivninger	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600
EBIT	94 844	65 736	61 513	56 536	48 908	41 266	33 676	26 299	19 469	12 784
Skatt på EBITA (69 %)	65 442	45 358	42 444	39 010	33 746	28 473	23 236	18 146	13 434	8 821
NOPLAT	29 402	20 378	19 069	17 526	15 161	12 792	10 439	8 153	6 035	3 963

4.4.4 Estimert CAPEX og arbeidskapital

CapEx (Capital Expenditures) finnes i kontantstrømoppstillingen under investeringsaktiviteter.

Tabell 18 - Estimert fremtidig investeringsaktivitet

CapEx	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Kontantstrøm til investeringsaktiviteter							
Investeringer i varige driftsmidler og andre balanseførte eiendeler	-12 191	-10 755	-11 367	-10 204	-8 476	-8 040	
Kontantstrøm benyttet til investeringsaktiviteter	-12 191	-10 755	-11 367	-10 204	-8 476	-8 040	-10 511

Som et beste estimat på fremtidig kapitalkostnad benyttes historisk investeringsnivå som basisgrunnlag. I gjennomsnitt fra 2016-2021 ekskl. år 2020 brukte Equinor 10 511 mill. USD i investeringer av ny eller gamle installasjoner. Da flere av installasjonene nærmer seg forbrukt levetid, samt omstillingsfasen energisektoren gjennomgår fram mot null-utslipp i 2050, legges det til grunn en fremtidig investeringsaktivitet på **11 500 mill. USD**. Oppgangen er basert på et økt vedlikeholdsbehov av allerede etablerte installasjoner, samt nyinvesteringer i fornybarsektoren. Økningen symboliserer en netto økning sammenliknet med nye olje- og

gassinvesteringer de siste år. I restledd i år 2031 estimeres det ytterligere investeringsaktivitet på 12 000 mill. USD., med antakelse om økt investeringer fram mot null-utslipp 2050.

Arbeidskapital er et mål på selskapets evne til å dekke dens kortsiktige betalingsforpliktelser. Under er en framstilling av Equinors driftsmessige arbeidskapital, hvor finansielle omløpsmidler og forpliktelser er trukket ut, med utgangspunkt i den omgrupperte investororienterte balansen. Det er interessant å se et så likvid selskap med negativ operasjonell arbeidskapital. Tilsynelatende skyldes den negative arbeidskapitalen den norske særskatten.

Tabell 19 - historisk arbeidskapital i % av salgsinntekter

[millioner USD]	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt
Varelager	3 227	3 398	2 144	3 363	3 084	3 395	
Kundefordringer og andre fordringer	7 839	9 425	8 998	8 233	8 232	17 927	
Betalingsmidler	5 090	4 389	7 555	5 177	6 757	14 126	
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	537	1 369	-	-	1 362	676	
Driftsmessige omløpsmidler	16 693	18 581	18 697	16 773	19 435	36 124	
Utsatt skatt	6 427	7 654	8 671	9 410	11 224	14 037	
Betalbar skatt	2 184	4 057	4 654	3 699	1 148	13 119	
Leverandørgjeld	9 666	9 737	8 369	10 450	10 510	14 310	
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg	55	-	-	1	318	132	
Kortsiktige driftsmessige forpliktelser	18 332	21 448	21 694	23 560	23 200	41 598	
Arbeidskapital	-1 639	-2 867	-2 997	-6 787	-3 765	-5 474	
Endring i arbeidskapital		-1 228	-130	-3 790	3 022	-1 709	
i % av salgsinntekter	-4 %	-5 %	-4 %	-11 %	-8 %	-6 %	-6 %

Basert på antakelsen om et presset energimarked, hvor Equinor på likhet med andre konkurrenter vil forsøke å tyne mest mulig produksjonsvolum ut fra installasjonene i en tid hvor markedspris og etterspørsel av energi er høy – forventes det økt slitasje på utstyrspark, som igjen fører til et økt behov av slitedeler på varelager, samt en økning i leverandørgjeld. Tilsvarende forventes det en økning i kundefordringer og utsatt- og betalbar skatt i tråd med speilet salgsinntekter og driftsresultat.

Arbeidskapitalen settes lik historisk snitt på -6 % av driftsinntekter. På grunn av rekordåret i 2022 forverres arbeidskapitalen med -3 447 mill. USD, etterfulgt av en positiv trend på grunn

av fallende inntekter. Det kan virke ulogisk med svekket arbeidskapital i år med god inntjening, men som vi ser i tabellen over utgjør skatt en god del av endringen.

Tabell 20 - Estimert fremtidig arbeidskapital

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Arbeidskapital	Forholdstall driftsmessig arbeidskapital/salgsinntekter	-6,0 %	-6,0 %	-6,0 %	-6,0 %	-6,0 %	-6,0 %	-6,0 %	-6,0 %	-6,0 %	-6,0 %
	Arbeidskapital	-8 921	-7 254	-7 198	-7 078	-6 678	-6 259	-5 821	-5 378	-4 971	-4 537
	Endring i arbeidskapital	-3 447	1 667	56	119	400	419	438	443	408	434

4.5 FRI KONTANTSTRØMS-METODE TIL TOTALKAPITALEN

Ved å sette opp de estimerte framskrivningene ovenfor kan vi etablere den fremtidige frie kontantstrømmen til totalkapitalen, med fokus på driften.

Tabell 21 - Resultatoppsett for fremtidig kontantstrøm til totalkapital

År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Salgsinntekter	148 680	120 897	117 822	113 585	104 817	95 832	86 677	77 591	69 168	60 561
Driftskostnader	44 236	45 561	46 708	47 449	46 309	44 967	43 402	41 692	40 099	38 177
EBITDEA	104 444	75 336	71 113	66 136	58 508	50 866	43 276	35 899	29 069	22 384
Avskrivninger	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600
EBIT	94 844	65 736	61 513	56 536	48 908	41 266	33 676	26 299	19 469	12 784
Skatt på EBITA (69 %)	65 442	45 358	42 444	39 010	33 746	28 473	23 236	18 146	13 434	8 821
NOPLAT	29 402	20 378	19 069	17 526	15 161	12 792	10 439	8 153	6 035	3 963
Avskrivninger	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600
CAPEX	-11 500	-11 500	-11 500	-11 500	-11 500	-11 500	-11 500	-11 500	-11 500	-12 000
Endring i arbeidskapital	-3 447	1 667	185	254	526	539	549	545	505	516
Fri kontantstrøm til totalkapital	24 055	20 145	17 354	15 880	13 787	11 431	9 089	6 798	4 641	2 079

År 2022 er i analysen det eneste året med positiv økning i salgsinntekter sammenliknet med foregående år. Resultatet av det ser vi i endring av arbeidskapital, hvor økte skatteforpliktelser reduserer den driftsmessige arbeidskapitalen. De resterende årene faller de kortsiktige forpliktelsene i tråd med reduserte salgsinntekter, som gir en positiv økning i driftsmessig arbeidskapital mot året før.

4.6 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE EQUINOR

I år 10 i diskonteringsanalysen er det benyttet reelt avkastningskrav til totalkapitalen for neddiskontering, med bakgrunn i at kontantstrømsbeløpet holdes konstant relativt til veksten i økonomien. Som fast vekstfaktor er det benyttet 2,33 %, tilsvarende tidligere etablert generell økonomisk vekst. Kaldestad og Møller presiserer at fremtidig vekstfaktor ikke bør være høyere enn landets BNP (2,53 %), og sjelden høyere enn inflasjonen. For å beregne fremtidig inntjening og nåverdi fra år 10 og til evigheten benyttes Gordons vekstformel, siden kontantstrømmen antas å holdes konstant.

$$\text{Restverdi} = \frac{\text{Siste årets kontantstrømsbeløp}}{\text{Avkastningskrav} - \text{vekstfaktor}}$$

Ved å benytte Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016) i restleddet ender vi opp med en restverdi i år 10 på 62 070 mill. USD, med en nåverdi på 35 724 mill. USD. Ved å summere nåverdi av restledd med nåverdi av fremtidig kontantstrøm får vi en diskontert verdi til total kapital på kr 135 990 mill. USD. For å finne nåverdien av egenkapitalen trekkes netto finansiell gjeld fra år 0 ifra nåverdi av total kapital, som resulterer i en egenkapitalverdi på kr 103 494 mill. USD. Basert på antall utestående aksjer ender vi opp med en aksjeverdi på 32 USD, og en oppside fra daværende pris på 22 %.

Tabell 22 - Diskontert kontantstrøms-modell

Kontantstrøm til total kapital - diskontert kontantstrømsmodell											Restledd
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Fri kontantstrøm fra drift	Data	24 055	20 145	17 354	15 880	13 787	11 431	9 089	6 798	4 641	2 079
Diskonteringsfaktor	5,68 %	1,06	1,12	1,18	1,25	1,32	1,39	1,47	1,56	1,64	1,74
Vekstfaktor	2,33 %										
Nåverdi fremtidig kontant	100 266	22 762	18 038	14 703	12 732	10 460	8 206	6 174	4 369	2 823	
Restverdi i år 10	62 070										
Nåverdi av restverdi	35 724										
Diskontert verdi total kapi	135 990										
Netto finansiell gjeld år 0	32 496										
Verdi Egenkapital	103 494	mill. USD									
Antall utestående aksjer (3 232	mill.									
Verdi pr aksje 31.12.2021	32	USD									
Faktisk aksjekurs pr 31.12..	26										

Oppside aksjepris	22 %
-------------------	------

4.7 SENSITIVITETSANALYSE

Ved enhver verdsettelse vil det være faktorer og antakelser som i sum kan utgjøre stor usikkerhet for resultatet. Det er derfor viktig å være seg bevisst at selv små justeringer i beregningene/antakelsene kan utgjøre store utslag i verdsettelsen. En sensitivitetsanalyse vil synliggjøre hvor sensitiv verdsettelsen av Equinor er for de valgte variablene.

Det er valgt å gjøre en sensitivitetsanalyse av det vektete, gjennomsnittlige avkastningskravet, samt vekstfaktoren i restverdiåret, da disse er essensielle for den fastsatte verdien.

4.7.1 Endring i WACC og vekstfaktor

Med et intervall på 0,5 % er det i tabellen under synliggjort verdi pr aksje med et spenn i avkastningskravet til total kapital fra 4,18 % til 7,18 %. Sammensetningen av avkastningskravets verdi er kombinert med et spenn i inflasjonsleddet på pluss/minus 0,6 % fra benyttet verdi på 2,33 %.

Tabell 23 - Sensitivitetsanalyse av vekstfaktor og avkastningskrav

Verdi pr aksje [USD]							
Vekstledd/WACC	4,18 %	4,68 %	5,18 %	5,68 %	6,18 %	6,68 %	7,18 %
1,73 %	40	36	33	30	28	27	25
1,93 %	42	37	33	31	29	27	26
2,13 %	43	38	34	31	29	27	26
2,33 %	46	39	35	32	30	28	26
2,53 %	49	41	36	33	30	28	26
2,73 %	52	43	37	34	31	28	26
2,93 %	57	45	39	34	31	29	27

Tabellen viser at 0,5 % økning i avkastningskrav fra nåværende verdi på 5,68 % resulterer i en redusert markedsverdi av egenkapitalen tilsvarende 2 USD per aksje. Tilsvarende reduksjon i avkastningskrav gir en markedsverdi av egenkapitalen tilsvarende 35 USD per aksje. Aksjens attraktivitet er i så grad avhengig av fastsatt avkastningskrav til investorene. Det er viktig å understreke at selv med store utslag på små marginer, så er både valgt WACC og vekstledd begrunnet tidligere i oppgaven.

I skrivende stund (6. okt. 2023) er Equinor priset til 31,51 USD på NYSE, som også styrker verdsettelsen.

5 KOMPARATIV VERDSETTELSE

I sensitivitetsanalysen er det presentert usikkerheten knyttet til subjektive estimater i den fundamentale verdsettelsen. For å ytterligere styrke påliteligheten av verdiesimatet gjennomføres en rimelighetssjekk ved bruk av en multiplanalyse. Multipler er nøkkeltall som i praksis forteller hvordan aksjen er priset relativt til en verdiindikator i selskapet (Thoresen, 2022).

Fordelen med metoden er at den er tidssparende, og man unngår mange av de subjektive tolkningene sammenliknet fra den frie kontantstrøms metoden. Nedsiden er som med andre verdsettelsesmetodikker, problematikken rundt det å finne sammenliknbare selskaper. I denne komparative analysen vil de mest kjente multiplene analyseres mot konkurrentene brukt tidligere i oppgaven, altså British Petroleum, Shell og Total Energies. I analysen er ukorrigerede regnskap fra 2021 benyttet for alle selskap, samt valuta er korrigert til USD med gjeldende valutatasats per 31.12.2023.

5.1 P/E – PRICE/EARNINGS

«Pris per fortjeneste», eller «price-to-earning» forteller oss markedets prediksjon på den normaliserte fortjenesten pr aksje i overskuelig framtid. Den verdsetter ikke nuet, men en fremtid som i all evighet er lik nuet (Thoresen, 2022).

Tabell 24 - Pris til fortjeneste, Equinor og bransjen 2021

Price to earnings	Equinor	British Petroleum	Shell	Total Energies	Snitt
Pris per aksje	26,33	26,07	21,81	50,88	
Antall utestående aksjer	3 232	3 377	3 903	2 647	
Netto resultat	8 576	5 490	10 369	30 365	
P/E	9,92	16,04	8,21	4,44	9,65

Vi ser Equinor er priset noe over gjennomsnittet på 9,69. Det forteller oss at markedet forventer en noe høyere fremtidig inntjening enn bransjesnittet, med en markedsverdi av aksjeprisen som er relativt høy sammenliknet med inntjening per 2021.

5.2 P/B – PRICE TO BOOK

Price-to-book forteller oss markedsverdien av egenkapitalen sammenliknet med den bokførte egenkapital. Ved en P/B lik 1 verdsettes aksjekursen lik den bokførte egenkapitalen i selskapet. Antall utestående aksjer er i millioner.

Tabell 25 - Pris til bok, Equinor og bransjen 2021

Price to book	Equinor	British Petroleum	Shell	Total Energies	Snitt
Pris per aksje	26,33	26,07	21,81	50,88	
Antall utestående aksjer	3 232	3 377	3 903	2 647	
Bokført egenkapital	39 024	90 439	175 376	114 999	
P/E	2,18	0,97	0,49	1,17	1,20

Equinor ligger godt over bransjesnittet på pris til bok, med nesten dobbelt så høy multiplere som bransjesnittet. Dette indikerer at markedet forventer en dobling i fremtiden av selskapets egenkapital.

5.3 EV/EBITDEA

Enterprise Value (EV) er selskapsverdien inkludert gjeld, fratrukket kontanter. Intuisjonen er at om man kjøper et helt selskap, så overtar man også selskapets betalingsforpliktelser til kreditorer. Disse betalingsforpliktelsene kan igjen betales ned med selskapets kontantbeholdning. Ved å dele selskapsverdien på EBITDEA for man en ratio som bestemmer verdien til selskapet (Zakamulin, 2020).

Tabell 26 - EV/EBITDEA, Equinor og bransjen 2021

EV/EBITDEA	Equinor	British Petroleum	Shell	Total Energies	Snitt
Markedsverdi	85 102	88 050	89 760	131 650	
Bokført gjeld	108 096	196 833	229 053	178 459	
Kontanter	14 126	33 709	36 970	21 342	
Enterprise value	179 072	251 174	281 843	288 767	
EBITDEA	45 382	29 309	53 301	36 061	
EV/EBITDEA	3,9	8,6	5,3	8,0	6,45

Equinor har en EV/EBITDEA på 3,9, som er under bransjesnittet på 6,45. Dette indikerer ofte at selskapet er underpriset i forhold til sine konkurrenter, vice versa for høy multiplere.

5.4 OPPSUMMERING KOMPARATIV ANALYSE

Under er Equinors aksjepris relativ til bransjesnittet presentert. Ved å ta gjennomsnitt av aksjepris for alle tre multiplene får vi en gjennomsnittlig aksjepris på 30,96 USD. Analysen indikerer dermed en underprising av aksjen per 31.12.2021. Den komparative analysen viser en stor variasjon mellom selskapene, som synliggjør problematikken ved å finne «sammenliknbare selskaper».

Tabell 27 - Gjennomsnittlig pris Equinor ved bruk av multipler fra bransjesnitt 2021

Equinor	Aksjepris [USD]	
Gj.snitt P/E	9,65	25,61
Gj.snitt P/B	1,2	15
<i>Multippel</i>		6,45
<i>EV</i>		292 714
<i>Bokført gjeld</i>		108 096
<i>Kontanter</i>		14 126
<i>Egenkapital</i>		170 492
<i>Antall utestående aksjer</i>		3 232
Gj.snitt EV/EBITDEA		52,75
Gj.snitt pris pr aksje		30,96

5.5 VEKTET AKSJEVERDI

Som et siste ledd i verdsettelsen utføres en vekting av aksjeverdi funnet i den diskonterte kontantstrøms-modellen og den komparative analysen. Vektingen er gitt fordelingen 90/10.

Tabell 28 - Vektet aksjeverdi Equinor

Vektet verdi pr aksje	USD	Vekting
DCF-metoden	32,02	90 %
Komparativ metode	30,96	10 %
Aksjeverdi Equinor ASA	31,91	100 %
Verdi egenkapital	103 146 mill. USD	
Pålitelighetsintervall [aksjeverdi]		
+ 10 %	35,11 pr aksje	
- 10 %	28,72 pr aksje	

Endelig underliggende verdi av Equinors egenkapital blir dermed 103 146 mill. USD, tilsvarende en aksjeverdi på 31,92 pr aksje. Gitt et pålitelighetsintervall på +/- 10 er aksjens verdi et sted mellom 35,11 og 28,72 USD pr aksje.

6 DISKUSJON

Metoden for verdsettelsen er generelt vel brukt for verdivurdering av et selskap. Sårbarheten ved verdsettelsen kan relateres til metoden i seg selv, samt forfatters subjektive tolkninger av data.

Verdien tar utgangspunkt i forfatters subjektive tolkninger av innsamlet data, hvor de store linjene er økt investeringsbehov relatert til fornybar energiproduksjon, samt en normalisert olje- og gass pris tilnærmet likt historisk nivå. Det er også hensyntatt stabile markeder fra dagens nivå.

CAPM (kapitalverdimodellen) er en forenklet modell for å fastsette avkastningskravet i en investering. Den tar utgangspunkt i at enhver investor er vel diversifisert og rasjonell. Dette trenger ikke alltid å være tilfelle, og kan redusere relevansen til modellen. Tross kritikken står metoden høyt i bruk, blant annet på bakgrunn av at den er vel kjent, med kjente svakheter og styrker.

Det fremtidige globale energimarkedet er i utgangspunktet komplisert, men er ytterligere komplisert med tanke på overgangen markedet er inne i nå – fra fossilt til fornybar. Faktorer som fornybarvekst, elektrifisering, politikk, energieffektivitet og energisikkerhet, gjør framskrivning av kontantstrøm mer sårbar. Graden av kjente-ukjente, og eventuelt ukjente-ukjente er høye.

Videre antas det i terminalleddet i kontantstrøms modellen en uendelig rekke med lik kontantstrøm. Dette er også en forenkling av den virkelige verdenen, men kan dog understøttes med bruk av normaliserte verdier.

Et interessant element i verdsettelsen av et selskap som opererer med en annen handelsvaluta enn landets handelsvaluta på børs, er effekten av valutakurs og hvordan den påvirker prissettingen. I skrivende stund (13.11.2023) er aksjen priset til 33 USD, men på grunn av en svak krone på 11 NOK/USD prises selskapet til 365 NOK på Oslo Børs.

7 KONKLUSJON

Underliggende verdier i Equinor ASA pr 31.12.2021 er estimert til 31,91 USD pr aksje, vektet 90/10 mellom diskontert kontantstrøms-metode og multippelanalyse.

Sett opp mot daværende aksjepris på 26,33 USD gir estimatet en oppside på 21 %. 1 USD var på verdsettelsestidspunkt tilsvarende 8,84 NOK, som følgelig setter verdien til NOK 282 pr aksje på Oslo Børs, mot daværende pris på 233 NOK. Underliggende verdier for Equinor ASA iht. analysen er dermed en egenkapitalverdi på 911,4 milliarder. NOK.

Pålitelighetsintervallet på 10 % gir aksjen et mulig verdispenn mellom 28,7-35,1 USD, tilsvarende 254-310 NOK gitt daværende valutakurs. Oppsummering kan sees under.

Tabell 29 - Underliggende verdier pr aksje Oslo Børs, Equinor ASA 2021

	31.12.2021	Verdiestimat	Oppside
Aksjeverdi i USD	26,33	31,91	21 %
Aksjeverdi i NOK (Oslo Børs)	233	282	21 %

	Pålitelighetsintervall	Verdiestimat	Oppside
Aksjeverdi i NOK (Oslo Børs)	+ 10 %	310	33 %
Aksjeverdi i NOK (Oslo Børs)	- 10 %	254	9 %

Brytningspunkt mellom verdiestimat og daværende aksjekurs i form av valutakurs vil være 7,3 NOK pr USD. Med valutakurs på 7,3 vil verdiestimat på 31,91 USD tilsvare daværende aksjekurs på Oslo Børs, 233 NOK. Smerteterskelen for kjøpsanbefaling i lys av valuta er dermed en kroneverdi tilsvarende 7,3 NOK pr USD eller svakere. Fram til en slik styrking av kronen vil anbefaling være kjøp.

8 REFERANSELISTE

- Allmennaksjeloven (1999) *Lov om allmennaksjeselskaper*. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45/> (Lest: 20.09.2023)
- Bernhardsen, T., Røisland, Ø. (2000) *Hvilke faktorer påvirker kronkursen?* Tilgjengelig fra: <https://norges-bank.brage.unit.no/norges-bank-xmlui/handle/11250/2480484> (Lest: 05.10.2023)
- Brand Finance (2019) *Equinor forsvarer tittelen som Norges sterkeste merkevare etter omprofileringen*. Tilgjengelig fra: <https://brandfinance.com/press-releases/equinor-forsvarer-tittelen-som-norges-sterkeste-merkevare-etter-omprofileringen> (Lest: 22.10.2023)
- British Petroleum (2023) *Annual reports*. Tilgjengelig fra: <https://www.bp.com/en/global/corporate/investors/results-reporting-and-presentations/annual-report.html> (Lest: 07.09.2023)
- Brønnøysundregisteret (2023) *Årsregnskap Equinor ASA (2014-2021)*
- Claes, D.H. (2023) *OPEC, i Store norske leksikon*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/OPEC> (Lest: 27.05.2023)
- Companies Market Cap 2023. Tilgjengelig fra: <https://companiesmarketcap.com/> (Lest: 20.10.2023)
- Den norske bank (2023) *Generiske statsrenter*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/> (Lest: 17.06.2023)
- Den norske bank (2023) *Markets – historiske valutakurser*. Tilgjengelig fra: <https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valutakurser-og-renter/HistoriskeValutakurser/Hovedvalutaerdaglig/Historikk/2021.html> (Lest: 16.08.2023)
- Energi og klima (2023) *Kvotemarked: EU og verden*. Tilgjengelig fra: <https://energiogklima.no/klimavakten/kvotemarked-eu-og-verden/> (Lest: 23.05.2023)
- Equinor (2023) *Den norske stat som aksjonær*. Tilgjengelig fra: <https://www.equinor.com/no/om-oss/den-norske-stat-som-aksjonaer> (Lest: 15.02.2023)
- Equinor (2023) *Droner og roboter*. Tilgjengelig fra: <https://www.equinor.com/no/energi/droner-og-roboter> (Lest: 17.02.2023)
- Equinor (2023) *Eierstyring og selskapsledelse*. Tilgjengelig fra: <https://www.equinor.com/no/om-oss/eierstyring-og-selskapsledelse> (Lest: 22.02.2023)
- Equinor (2023) *Felt og plattformer*. Tilgjengelig fra: <https://www.equinor.com/no/energi/felt-og-plattformer> (Lest: 01.03.2023)
- Equinor (2023) *Hvor vi er*. Tilgjengelig fra: <https://www.equinor.com/no/hvor-vi-er> (Lest: 01.03.2023)
- Equinor (2023) *Organisasjonen vår*. Tilgjengelig fra:

- <https://www.equinor.com/no/om-oss/organisasjon> (Lest: 15.02.2023)
Equinor (2021) *Kjøpte mer fra leverandører i Norge for tredje år på rad*. Tilgjengelig fra:
<https://www.equinor.com/no/news/archive/20210215-increased-purchases-suppliers-norway> (Lest: 04.03.2023)
- Equinor (2023) *Equinor kjøper danske BeGreen – en ledende utvikler av solenergiprojekter*.
Tilgjengelig fra:
<https://www.equinor.com/no/nyheter/2022-solenergi-begreen> (Lest: 04.03.2023)
- Equinor (2023) *Our debt and credit ratings*. Tilgjengelig fra:
<https://www.equinor.com/investors/debt-and-credit> (Lest: 15.03.2023)
- Equinor (2023) *Kort fortalt om Equinor*. Tilgjengelig fra:
<https://cdn.equinor.com/files/h61q9gi9/global/c7d271a85db5bf8aec2fad0739d8ac2bb6064ae3.pdf?22104-kort-fortalt-om-equinor-2023.pdf> (Lest: 15.03.2023)
- Equinor (2023) *RWE samarbeid*. Tilgjengelig fra:
<https://www.equinor.com/no/nyheter/20230105-equinor-rwe-samarbeid> (Lest: 17.03.2023)
- Equinor (2023) *Strategi*. Tilgjengelig fra:
<https://www.equinor.com/no/om-oss/strategi> (Lest: 04.03.2023)
- Equinor (2023) *Et ledende selskap i det grønne skiftet på vei mot klimanøytralitet*. Tilgjengelig fra:
<https://www.equinor.com/no/om-oss/strategi-detallier#why-we-are-changing> (Lest: 04.03.2023)
- Equinor (2023) *Styrende organer*. Tilgjengelig fra:
<https://www.equinor.com/no/om-oss/styrende-organer> (Lest: 23.02.2023)
- Equinor (2023) *Vår historie*. Tilgjengelig fra:
<https://www.equinor.com/no/om-oss/var-historie> (Lest: 23.02.2023)
- Gundersen, N., Lundberg, N.H., Norsk Oljemuseum (2022) *Petroleum, i Store norske leksikon*.
Tilgjengelig fra:
<https://snl.no/petroleum> (Lest: 28.02.2023)
- Haug, K.D., Reiakvam, L., Solheim, H. (2022) *Avgifter på utslipp er fortsatt lave som andel av produksjonsverdi*. Tilgjengelig her: <https://www.norges-bank.no/bankplassen/arkiv/2022/avgifter-pa-utslipp-er-fortsatt-lave-som-andel-av-produksjonsverdi/> (Lest: 04.09.2023)
- Heimly, F.S. (u.å). *Hva årsregnskapet sier*, BED-3071 Universitetet i Tromsø.
- International Energy Agency (2022). *World Energy Outlook 2022*. Tilgjengelig fra:
<https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2022> (Lest: 01.06.2023)
- Infront analytics (2023) *Levered/Unlevered Beta of Equinor ASA (EQNR / NOR)*. Tilgjengelig fra:
<https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/91210SN/Statoil-ASA/Beta> (Lest 03.06.2023)
- Jacobsen, D.I. (2021) *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. 3 utg. Cappelen Damm.
- Jacobsen, D.I. & Thorsvik, J. (2021) *Hvordan organisasjoner fungerer*. 5 utg. Fagbokforlaget.

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2 utg. Fagbokforlaget.

Klimakur (2020) *Vurdering av fremtidige kvotepriser: En rapport fra etatsgruppen Klimakur 2020*. Tilgjengelig fra: <https://www.miljodirektoratet.no/globalassets/publikasjoner/klif2/publikasjoner/2545/ta2545.pdf> (Lest: 20.06.2023)

Klimakvoteloven (2005) *Lov om kvoteplikt og handel med kvoter for utslipp av klimagasser*. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2004-12-17-99> (Lest: 07.09.2023)

Kontohjelp (2023) *Valutakalkulator*. Tilgjengelig fra: <https://kontohjelp.no/valutakalkulator> (Lest: 07.09.2023)

Langli, J.C. (2020) *Årsregnskapet*. 10 utg. Gyldendal akademisk.

Lier, T., Nilsen, A., A. (2023) *Equinor kjøper seg opp i Scatec*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/8jX05d/equinor-kjoeper-seg-opp-i-scatec> (Lest: 17.04.2023)

Lucidity (u.å.) *Pestle Analysis: How to use this Practical Technique Successfully*. Tilgjengelig fra: <https://getlucidity.com/strategy-resources/introduction-to-pestle-analysis/> (Lest: 01.11.2023)

Macrotrends (2023) *Shares outstanding*. Tilgjengelig fra: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/BP/bp/shares-outstanding> (Lest: 10.10.2023)

Mataf (2023) *History of daily rates GBX /USD since Sunday, 15 November 2015*. Tilgjengelig fra: <https://www.mataf.net/en/currency/converter-GBX-USD/data> (Lest: 22.10.2023)

Miljødirektoratet (2023) *CO2-kompensasjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/klima/co2-kompensasjon/> (Lest: 20.06.2023)

Mindtools (u.å.) *Porter's Five Forces - The Framework Explained*. Tilgjengelig fra: <https://www.mindtools.com/at7k8my/porter-s-five-forces> (Lest: 05.10.2023)

Mullins, D.W. (1982) *Does the Capital Asset Pricing Model Work?* Tilgjengelig fra: <https://hbr.org/1982/01/does-the-capital-asset-pricing-model-work> (Lest: 20.09.2023)

Nettavisen (2023) *ChatGPT: Kunstig intelligens skaper begeistring og bekymring*. Tilgjengelig fra: <https://www.nettavisen.no/nyheter/chatgpt-kunstig-intelligens-skaper-begeistring-og-bekymring/s/5-95-866146> (Lest: 28.06.2023)

NITO (2023) *Stolt av å jobbe på Norges mest attraktive ingeniørarbeidsplass*. Tilgjengelig fra: <https://www.nito.no/medlemsfordel/case/juridisk-og-lonn/stolt-av-a-jobbe-pa-norges-mest-attraktive-ingeniorarbeidsplass/> (Lest: 15.10.2023)

Nordnet (2023) *Equinor*. Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105420-equinor> (Lest: 04.02.2023)

Norges bank (2023) *Generiske statsrenter*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/> (Lest: 02.09.2023)

Norges bank (2023) *Statsrenter – syntetiske renter*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/syntetiske-renter/> (Lest: 02.09.2023)

Norges bank (2023) *Valutakurser*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=USD> (Lest: 12.10.2023)

Norian (2023) *Finansieringsgrad 1*. Tilgjengelig fra:
<https://norian.no/finansieringsgrad-1/> (Lest: 01.11.2023)

Norsk Petroleum (2023) *Aktivitetsnivå på feltene*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norskpetroleum.no/utbygging-og-drift/aktivitetsniva-pa-feltene/> (Lest: 16.05.2023)

Norsk Petroleum (2023) *Felt*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norskpetroleum.no/fakta/felt/> (Lest: 16.05.2023)

Norsk Petroleum (2023) *Funn*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norskpetroleum.no/fakta/funn/> (Lest: 16.05.2023)

Norsk Petroleum (2023) *Eksport av olje og gass*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norskpetroleum.no/produksjon-og-eksport/eksport-av-olje-og-gass/> (Lest: 16.05.2023)

Norsk Petroleum (2023) *Leteaktivitet*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norskpetroleum.no/leting/leteaktivitet/> (Lest: 16.05.2023)

Norsk Petroleum (2023) *Oljepris og aktørbilde 2000-2022*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norskpetroleum.no/wp-content/uploads/56-Oljepris-og-aktorbidde-2000-2022-09012023-2.xlsx> (Lastet ned: 17.05.2023)

Norsk Petroleum (2023) *Produksjonsprognoser*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norskpetroleum.no/produksjon-og-eksport/produksjonsprognoser/> (Lest: 17.05.2023)

Norsk Petroleum (2023) *Petroleumsloven og konsesjonssystemet*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norskpetroleum.no/rammeverk/rammeverkkonsesjonssystemet-petroleumsloven/> (Lest: 07.03.2023)

Norsk petroleum (2023) *Selskap*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norskpetroleum.no/fakta/selskap-utvinningstillatelse/> (Lest: 17.04.2023)

Norsk Petroleum (2023) *Petroleumsskatt*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norskpetroleum.no/okonomi/petroleumsskatt/> (Lest: 15.04.2023)

Ogre, M., M.H.Høgseth (2023) *IMF venter kraftig oljeprisfall*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/internasjonaoekonomi/i/q1kXQL/imf-venter-kraftig-oljeprisfall> (Lest: 18.09.2023)

Oljedirektoratet (2017) *Aktører på norsk sokkel*. Tilgjengelig fra: <https://www.npd.no/fakta/publikasjoner/rapporter/ressursrapporter/ressursrapport-2017/utvinning-mye-a-ta-fatt-i/aktorer-pa-norsk-sokkel/> (Lest: 16.04.2023)

Oljedirektoratet (u.å.) *Energibehovet*. Tilgjengelig fra: <https://www.npd.no/fakta/publikasjoner/norsk-sokkel/norsk-sokkel-nr.-1---2020/energibehovet/> (Lest: 24.04.2023)

OPEC (2023) *Member Countries*. Tilgjengelig fra: https://www.opec.org/opec_web/en/about_us/25.htm (Lest: 04.05.2023)

Petroleumsskatteloven - *Lov om skattlegging av undersjøiske petroleumsforkomster mv. Jf. tidligere lov 11 juni 1965 nr. 3. Jf. også lov 22 des 1983 nr. 76. Lovens tittel endret ved lov 17 juni 2016 nr. 36*.
Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1975-06-13-35> (Lest: 20.09.2023)

PWC (2023) *Risikopremie I det norske markedet*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (Lest: 21.06.2023)

Regjeringen (2023) *Avgiftssatser 2023*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/avgiftssatser-2023/id2929584/> (Lest: 03.03.2023)

Regjeringen (2022) *Høring om grunnrenteskatt på landbasert vindkraft*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/horing-om-grunnrenteskatt-pa-landbasert-vindkraft/id2951732/> (Lest: 19.06.2023)

Regjeringen (2018) *NOU 2018:12. Energiaksjer i en global aksjeportefølje*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2018-12/id2609038/?ch=8> (Lest: 22.06.2023)

Regjeringen (2022) *Nytt norsk klimamål på minst 55 prosent*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nytt-norsk-klimamal-pa-minst-55-prosent/id2944876/> (Lest: 11.04.2023)

Regjeringen (2022) *Grunnrenteskatt på havbruk*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/> (Lest: 12.06.2023)

Roos, G., Krogh V.G., Roos, J. (2021) *Strategi – en innføring (7 utg.)*. Fagbokforlaget.

Ryggvik, H., Tollaksen, T.G., Solbakken, M.S., (2023) *Equinors historie, i Store norske leksikon*.
Tilgjengelig fra: https://snl.no/Equinors_historie (Lest: 28.02.2023)

Rystad Energy (2022) *Gassmarkedet I 2021 og naturgass i Europa mot 2025*. Tilgjengelig fra: [Chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://offshorenorge.no/contentassets/c1bebef15a774edf8d8de84bdc96c3f2/20220329-gassmarkedet-i-2021-og-naturgass-i-europa-mot-2035-bilder-endelig-versjon-1.pdf](https://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://offshorenorge.no/contentassets/c1bebef15a774edf8d8de84bdc96c3f2/20220329-gassmarkedet-i-2021-og-naturgass-i-europa-mot-2035-bilder-endelig-versjon-1.pdf) (Lest: 14.08.2023)

Røtnes, R., Steen, J., Kordt, A.H. & Flatval, V.S. (2020) *Verdikjeder i Norge. Rapport 16-2020 fra Samfunnsøkonomisk analyse AS*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/4c45ce92ef804c01ba63982c005c9f6b/r16-2020-verdikjeder-i-norge.pdf> (Lest: 07.03.2023)

Sander, K. (2023) *SVIMA/VRIO – analyse (ressursanalyse)*. Tilgjengelig fra: <https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/> (Lest: 15.10.2023)

Shell Global (2023) *Annual publications download centre and archive*. Tilgjengelig fra: <https://www.shell.com/about-us/annual-publications/annual-reports-download-centre.html> (Lest: 29.09.2023)

Solheim, H., Vatne, B.H. (2021) *Fremtidens pensjonister vil ha lavere pensjon og høyere gjeld – så de må spare mer eller jobbe lenger*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/bankplassen/arkiv/2021/fremtidens-pensjonister-vil-ha-lavere-pensjon-og-hoyere-gjeld-sa-de-ma-spare-mer-eller-jobbe-lenger/> (Lest: 17.05.2023)

Statistisk Sentralbyrå (2023) *Befolkningen – hvor mange bor det i Norge?* Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/befolkning/faktaside/befolkningen> (Lest: 20.06.2023)

Statistisk Sentralbyrå (2021) *Hva er egentlig BNP?* Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/statistikk/nasjonalregnskap/artikler/hva-er-egentlig-bnp> (Lest: 17.06.2023)

Statistisk Sentralbyrå (2023) *Norsk økonomi*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi> (Lest: 03.08.2023)

Thoresen, O. (2022) *Verdsettelse av aksjer: Verdiinvesteringer for erfarne aksjeinvestorer og verdsettelsesteknikk for profesjonelle verdsettere*. Hegnar Media.

Total Energies (2023) *Results and reports*. Tilgjengelig fra: <https://totalenergies.com/investors/publications-and-regulated-information/reports-and-publications> (Lest: 04.09.2023)

Visma (2023) *Resultatgrad i %*. Tilgjengelig her: https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-profit-margin.htm (Lest: 01.11.2023)

Zakamulin, D. (2020) *Enterprise Value og EV/EBITDA*. Tilgjengelig her: <https://www.nordnet.no/blogg/enterprise-value-og-ev-ebitda/> (Lest: 29.10.2023)

9 VEDLEGG

VEDLEGG A – DISKONTERT FRI KONTANTSTRØMS-MODELL EQUINOR ASA

VEDLEGG B – REGNSKAPSANALYSE DEL 1

VEDLEGG C – MULTIPPELANALYSE

