

Verdsettelse av Statoil ASA

Bjørn Harald Drangsholt

Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

Universitetet i Agder, mai 2011
Fakultet for økonomi og samfunnsvitenskap
Institutt for økonomi

Forord

Denne oppgaven representerer det avsluttende leddet i det femårige masterprogrammet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder. Oppgaven er skrevet på bakgrunn av en fordypning i finansiell økonomi, og utgjør 30 studiepoeng.

Det var kursene "Financial Statement Analysis and Equity Valuation" (BE-414) og "Corporate Finance" (BE-410) som inspirerte meg til å velge en verdsettelsesoppgave.

Da jeg skulle velge selskap var det viktig for meg å velge en bedrift som virket interessant, slik at det skulle bli lett å motivere seg til videre arbeid, valget falt til slutt på Statoil ASA. Grunnen til dette er at Statoil de siste 40 årene har vært en viktig del av norsk økonomisk historie, og betydd mye for Norges stadig økende rikdom

Arbeidet med oppgaven har vært en krevende, men samtidig lærerik prosess. Jeg har gjennom utarbeidelsen av verdsettelsesoppgaven fått en større innsikt i praktisk utførelse av strategi- og regnskapsanalyse, og kan ta med meg dette videre inn i arbeidslivet.

Til slutt ønsker jeg å rette en stor takk til min veileder, førsteamanuensis Leif Atle Beisland, for gode innspill og tilbakemeldinger gjennom hele prosessen.

Kristiansand, mai 2011

Bjørn Harald Drangsholt

Sammendrag

I løpet av denne oppgaven vil jeg utføre en fundamental verdsettelse av Statoil ASA basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Med utgangspunkt i en strategisk analyse og en regnskapsanalyse ønsker jeg å finne verdien av Statoil-aksjen.

Oppgaven innledes med en kort presentasjon av Statoil ASA, der det gis et innblikk i historie, forretningsområde og organisasjonsstruktur. Deretter følger en metodedel hvor jeg gir en rask innføring i verdsettelsesteori, samt gir en begrunnelse for mitt valg av verdsettelsesmetode.

Som første steg i den fundamentale verdsettelsen foretar jeg en strategisk analyse der jeg kartlegger styrker, svakheter, muligheter og trusler. Dette vil videre gi meg den innsikten i selskapet og bransjen jeg trenger for å kunne utarbeide et fremtidsregnskap.

Etter den strategiske analysen utfører jeg en regnskapsanalyse av selskapet. Poenget med regnskapsanalysen er å regne ut nøkkeltall for lønnsomhet, vekst og risiko, men før disse utregningene kan gjennomføres må finansregnskapet reformuleres for å tilpasses mitt investorperspektiv.

For å kunne gjennomføre verdsettelsen er det nødvendig med et avkastningskrav slik at jeg kan neddiskontere fremtidige verdier. Derfor bruker jeg WACC-modellen til å finne avkastningskravet på totalkapitalen. Så utarbeider jeg et fremtidsregnskap med utgangspunkt i regnskapsanalysen og den strategiske analysen, dette gjør jeg for å finne fremtidig verdiskapning i selskapet.

Jeg bruker den driftsrelaterte superprofittmodellen til å verdsette Statoil, og kommer frem til at verdien per aksje er 140 NOK mot en markedspris på 136,4 NOK (26. mai 2011). Avslutningsvis gjennomfører jeg en sensitivitetsanalyse for å avdekke hvordan estimert aksjepris reagerer på endringer i nøkkeltall.

Innholdsfortegnelse

FORORD	2
SAMMENDRAG	3
INNHALDSFORTEGNELSE	4
FIGUROVERSIKT	6
TABELLOVERSIKT	7
INNLEDNING	8
1. STATOIL ASA	9
1.1 HISTORIE	9
1.2 FORRETNINGSOMRÅDER	9
1.3 STYRING OG LEDELSE	10
1.4 DEN NORSKE STAT SOM AKSJEIEIER	11
2. VERDSETTELSESTEORI	12
2.1 MULTIPLIKATORANALYSE	12
2.2 BALANSEBASERT VERDSETTELSE	13
2.3 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	14
2.4 VALG AV VERDSETTELSESMETODE	14
3. STRATEGISK ANALYSE	16
3.1 EKSTERN ANALYSE	16
3.1.1 Porters fem konkurransekrefter	16
3.2 INTERN ANALYSE	20
3.2.1 VRIO-rammeverket	20
3.2.2 VRIO-rammeverket benyttet på Statoil	21
3.3 SWOT-ANALYSE	23
4. REGNSKAPSANALYSE	25
4.1 REFORMULERING AV EGENKAPITALOPPSTILLINGEN	25
4.2 REFORMULERING AV KONSERNBALANSEN	26
4.3 REFORMULERING AV RESULTATREGNSKAPET	28
4.4 REFORMULERING AV KONTANTSTRØMOPPSTILLINGEN	29
4.5 LØNNSOMHETSANALYSE	31
4.6 VEKSTANALYSE	35
4.7 RISIKOANALYSE	37
4.7.1 Likviditetsanalyse	37
4.7.2 Soliditetsanalyse	39
5. AVKASTNINGSKRAV	40
5.1 AVKASTNINGSKRAVET PÅ EGENKAPITALEN	40
5.2 AVKASTNINGSKRAVET PÅ FREMMEDKAPITALEN	41
5.3 AVKASTNINGSKRAVET PÅ TOTALKAPITALEN	42

6. FREMTIDSREGNSKAP	44
6.1 PROGNOTISERING AV KJERNE DRIFTSRESULTATET	44
6.2 PROGNOTISERING AV NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER	48
7. VERDSETTELSE	51
7.1 DEN DRIFTSRELATERTE SUPERPROFITTMODELLEN	51
7.2 LANGSIKTIG VEKST I ØKONOMIEN	52
7.3 VERDSETTELSE AV STATOIL	52
8. SENSITIVITETSANALYSE	54
9. MULTIPLIKATORANALYSE	56
10. KONKLUSJON	57
REFERANSELISTE	58
BØKER	58
ARTIKLER	59
NETTSIDER	59
ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER	60
VEDLEGG	61
VEDLEGG 1: STATOILS FINANSREGNSKAP	61
VEDLEGG 2: RISIKOANALYSE EXXONMOBIL OG BP	65
VEDLEGG 3: FULLSTENDIG FREMTIDSREGNSKAP	66
VEDLEGG 4: HISTORISK VOLUMENDRING I BNP	67

Figuroversikt

FIGUR 1: ORGANISASJONSKART	10
FIGUR 2: PORTERS FEM KONKURRANSEKREFTER.....	17
FIGUR 3: ANTATT ENERGIBEHOV FREM TIL ÅR 2030	19
FIGUR 4: LØNNSOMHETSANALYSE – DRIVERE	31

Tabelloversikt

TABELL 1: DE FIRE STØRSTE AKSJONÆRENE PER 10. FEBRUAR 2011	11
TABELL 2: VRIO-RAMMEVERKET	21
TABELL 3: OPPSUMMERING AV VRIO-RAMMEVERKET ANVENDT PÅ STATOIL.....	23
TABELL 4: REFORMULERT EGENKAPITALOPPSTILLING.....	26
TABELL 5: REFORMULERT KONSERNBALANSE.....	27
TABELL 6: REFORMULERT RESULTATREGNSKAP	28
TABELL 7: REFORMULERT KONTANTSTRØMOPPSTILLING	30
TABELL 8: LØNNSOMHETSANALYSE.....	32
TABELL 9: KJERNE DRIFTSREGNSKAPET	35
TABELL 10: VEKSTANALYSE.....	36
TABELL 11: RISIKOANALYSE	38
TABELL 12: VEKST I DRIFTSINNTEKTER.....	44
TABELL 13: PROGNOTISERT VEKST I DRIFTSINNTEKTER	45
TABELL 14: VEKST I DRIFTSKOSTNADER	46
TABELL 15: PROGNOTISERT VEKST I DRIFTSKOSTNADER.....	46
TABELL 16: PROGNOSE KJERNE DRIFTSREGNSKAPET.....	47
TABELL 17: VEKST I DRIFTSRELATERTE EIENDELER	48
TABELL 18: PROGNOTISERT VEKST I DRIFTSRELATERTE EIENDELER.....	48
TABELL 19: VEKST I DRIFTSRELATERT GJELD.....	49
TABELL 20: PROGNOTISERT VEKST I DRIFTSRELATERT GJELD	49
TABELL 21: PROGNOSE NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER	50
TABELL 22: VERDSETTELSE AV STATOIL	53
TABELL 23: SENSITIVITETSANALYSE: LANGSIKTIG VEKST I ØKONOMIEN OG AVKASTNINGSKRAVET.....	54
TABELL 24: SENSITIVITETSANALYSE: VEKST I OLJEINNTEKTER OG VAREKOSTNADER FOR 2011 OG 2012.....	55
TABELL 25: MULTIPLIKATORANALYSE	56

Innledning

Innledningsvis vil jeg kort si litt om begrunnelsen for valg av oppgave, målsetning for oppgaven og avgrensninger jeg setter for oppgaven.

Begrunnelse for valg av oppgave

Grunnen til at jeg ønsket å skrive en verdsettelsesoppgave var todelt. For det første virket det som et interessant tema, noe som var en viktig motivasjonsfaktor for videre arbeid. For det andre trodde jeg at det ville være lærerikt og relevant i forhold til fremtidige jobber, ettersom oppgaven går innom mange forskjellige temaer innen finansiell økonomi.

Målsetning for oppgaven

Formålet med verdsettelsen er å estimere en aksjeverdi, og ut i fra denne verdien kommet frem til en handlestrategi.

Avgrensning av oppgaven

Jeg skriver oppgaven med et investorperspektiv, altså fra utsiden, og jeg har derfor ingen informasjon utenom den offentlig tilgjengelige. Denne informasjonen kommer i all hovedsak fra Statoils årsrapporter og er ikke nødvendigvis helt objektiv, jeg er oppmerksom på dette og bruker all informasjon med et kritisk øye.

1. Statoil ASA

Følgende informasjon er hentet fra Statoil ASAs hjemmesider, samt Statoil ASAs årsrapport 2009.

Statoil ASA er et internasjonalt energiselskap med base i Norge og virksomhet i over 40 land. De største kontorene ligger i Stavanger, Bergen og Oslo, konsernet har rundt 29 000 ansatte. Statoil er det desidert største selskapet på Oslo Børs med en markedsverdi tilsvarende tre ganger nummer to på børsen (Telenor). Dette gjør Statoil til et meget viktig selskap i norsk økonomi og de er en av hovedårsakene til at Oslo Børs ofte refereres til som en "oljebørs", altså en børs med sterk korrelasjon til oljeprisen.

1.1 Historie

I dag er Statoil ASA en av verdens største leverandører av olje og gass, de har vokst i takt med den norske oljeindustrien fra den spe begynnelsen på begynnelsen av 70-tallet til dagens oljeeventyr. Det startet da Det norske stats oljeselskap AS, Statoil, ble opprettet i 1972 i forbindelse med oljefunn gjort i norske farvann. Nesten ti år senere, i 1981, ble Statoil det første norske selskapet som fikk operatøransvar for et felt, på Gullfaks i Nordsjøen.

2001 ble et skillepunkt for norsk oljepolitikk da Statoil, som frem til nå hadde vært heleid av staten, ble delprivatisert og børsnotert i Oslo og New York. Så 1. oktober 2007 fusjonerte Statoil ASA med Norsk Hydros olje- og gassvirksomhet. De ble hetende StatoilHydro frem til 1. november 2009 da de gikk tilbake til det gamle navnet Statoil ASA.

1.2 Forretningsområder

Statoils virksomhet delt inn i seks områder (Statoil ASA, 2011):

Undersøkelse og produksjon Norge: Letevirksomhet, feltutbygging og produksjonsvirksomhet på norsk sokkel. Cirka tre fjerdedeler av Statoils olje- og gassproduksjon skjer her.

Internasjonal undersøkelse og produksjon: Samme virksomhet som foregående, men utenfor norsk sokkel.

Naturgass: Avdelingen som har ansvaret for Statoils transport, prosessering og markedsføring av gass via rørledning og flytende naturgass nasjonalt og internasjonalt.

Foredling og markedsføring: Tar seg av foredling og salg av konsernets produksjon av råolje og våtgass, raffinerte produkter og detaljvirksomhet. Forretningsområdet markedsfører og selger også statens produksjon av olje og våtgass.

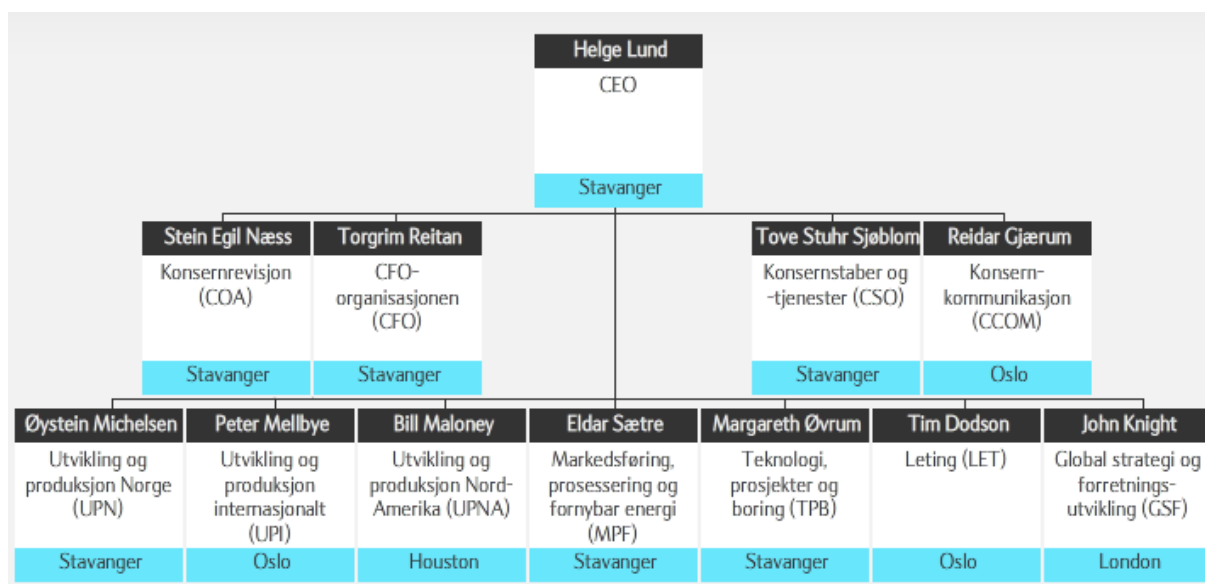
Teknologi og ny energi: Utvikler ny teknologi og fornybar energi.

Prosjekter: Egen avdeling som har ansvaret for planlegging og gjennomføring av alle større utbyggings- og modifikasjonsprosjekter med en ramme på mer en 50 millioner kroner.

1.3 Styring og ledelse

Statoils styre består av medlemmer valgt av aksjonærene og de ansatte. Det er i alt ti styremedlemmer, ingen av dem har ledende stillinger i selskapet, men tre av dem representerer de ansatte. Svein Rennemo er styreleder, han har tidligere hatt forskjellige lederstillinger i Statoil konsernet. På Statoils hjemmesider står det oppgitt at styret skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten og samtidig ha ansvar for å etablere kontrollsystemer og sikre at virksomheten drives i samsvar med selskapers verdigrunnlag og etiske retningslinjer. Styret setter mål for finansiell struktur og vedtar selskapets planer og budsjetter. Saker av stor strategisk eller økonomisk betydning for virksomheten vil bli behandlet i styret, som også har ansvaret for de kvartalsvise regnskaper. (Statoil ASA, 2011)

Helge Lund er konsernsjef i Statoil, han kom til selskapet i august 2004 fra stillingen som konsernsjef i Aker Kværner ASA, Lund hadde sentrale lederstillinger i Aker RGI-systemet fra 1999. I figur 1 presenteres organisasjonskartet, med avdelinger og ledere.



Figur 1: Organisasjonskart per 9. februar 2011 (Statoil ASA, 2011)

1.4 Den norske stat som aksjeeier

18. juni 2001 ble Statoil delprivatisert og omdannet fra aksjeselskap til allmennaksjeselskap. I et Stortingsvedtak fra 2001 heter det seg at staten ønsker å ha en eierandel i Statoil på minst to tredjedeler. Som det kommer frem av tabell 1 eier den norske stat per i dag 67 prosent av Statoil gjennom Olje- og energidepartementet.

Nærings- og handelsdepartementets eierskaps-avdeling har i samarbeid med sentrale norske aktører utviklet "Norsk anbefaling for eierstyring og selskaps-ledelse". Og i Stortingsmelding nr. 22 (2001-2002) ble det lagt frem ti prinsipper for god eierstyring av selskaper med statlige eierandeler (Statoil ASA, 2011):

Statens 10 prinsipper for god eierstyring

1. Aksjonærer skal likebehandles.
2. Det skal være åpenhet knyttet til statens eierskap i selskapene.
3. Eierbeslutninger og vedtak skal foregå på generalforsamlingen.
4. Staten vil, eventuelt sammen med andre eiere, sette resultatmål for selskapene, styret er ansvarlig for realiseringen av målene.
5. Kapitalstrukturen i selskapet skal være tilpasset formålet med eierskapet og selskapets situasjon.
6. Styresammensetningen skal være kjennetegnet av kompetanse, kapasitet og mangfold ut fra det enkelte selskapets egenart.
7. Lønns- og insentivordninger bør utformes slik at de fremmer verdiskapningen i selskapene og fremstår som rimelige.
8. Styret skal ivareta en uavhengig kontrollfunksjon overfor selskapets ledelse på vegne av eierne.
9. Styret bør ha en plan for eget arbeid og arbeide aktivt med egen kompetanseutvikling. Styrets virksomhet skal evalueres.
10. Selskapet skal være bevisst sitt samfunnsansvar.

Navn	Prosent
Olje- og energidepartementet	67,00
Folketrygdfondet JP Morgan Chase Bank	3,13
Bank of New York MEL ADR Department	2,44
Clearstream Banking	1,58
Øvrige	25,85

Tabell 1: De fire største aksjonærene per 10. februar 2011 (Statoil ASA, 2011)

2. Verdsettelsesteori

Målet med denne oppgaven er å verdsette Statoil ASA, og det vil være naturlig å innlede med et spørsmål om hvorfor vi verdsetter selskaper. Kjøp og salg av bedrifter eller deler av bedrifter er den vanligste grunnen, men fusjoner, fisjoner, emisjoner, generasjonsskifte (arveoppgjør), kredittvurdering og bedriftens vurdering av egen verdiutvikling er andre grunner til å ville utføre en verdsettelse (Boye og Dahl, 1997).

Å verdsette et selskap er ingen eksakt vitenskap der man finner et "riktig" svar med to streker under. Verdien man kommer frem til vil være avhengig av om man legger et kjøper- eller selgersynspunkt til grunn, om man verdsetter strategiske poster eller full overtagelse av selskaper, og om synergieffekter inntreffer (Boye og Dahl, 1997). Den store usikkerheten rundt svarer tilsier også at man gjennomfører sensitivitetsanalyser rundt nøkkelparametere som avkastningskrav og vekstrater.

Det eksisterer flere verdsettelsesmetoder, fra de helt enkle til de meget komplekse. Når man skal velge metode blir det en avveining mellom enkle og billige mot omfattende og dyre. En akseptabel verdsettelsesmetode må ha fordeler som utveier kostnadene ved å gjennomføre den, og samtidig må den være kostnadseffektiv i forhold til andre teknikker (Boye og Dahl, 1997; Penman, 2010).

I litteraturen deles verdsettelsesmetodene opp i flere kategorier, jeg velger å følge Penmans (2010) inndeling. Han bruker 3 hovedmetoder: multiplikatoranalyse, balansebasert verdsettelse og fundamental verdsettelse.

2.1 Multiplikatoranalyse

En verdsettelsesmetode som blir mye brukt fordi den er billig og enkel, dette kommer av at den krever minimalt med inndata og utregninger. Metoden sammenligner multiplikatorverdier i selskaper som ligner på hverandre, disse multiplikatorverdiene er basert på nøkkeltall fra finansregnskapet. Eksempler på slike verdier er P/E ("price-earnings"), P/B ("price-book") og P/S ("price-sales"), altså markedsverdi delt på resultat, bokverdi eller salg (Penman, 2010; Boye og Meyer, 1998).

Penman (2010) deler multiplikatoranalysen opp i to hovedtyper, sammenligning og screening.

Sammenligning (The method of comparables)

Første steg ved denne metoden er å finne selskaper med likhetstrekk til selskapet man ønsker å verdsette. Steg nummer to er å regne ut relevante multiplikatorverdier for de selskapene man ønsker å bruke som sammenligningsgrunnlag. Til slutt må man regne ut snittverdien eller medianen av disse multiplikatorverdiene og bruke dem på selskapet som skal evalueres (Penman, 2010).

Dette er en metode som blir mye brukt fordi den er meget enkel og billig, den kan for eksempel brukes til å gi en følelse av rett pris for selskaper som ikke handles mye og derfor har en tvisom markedspris. Men man må alltid passe seg, da denne metoden er veldig lett å manipulere slik at analytikeren får den verdien han "vil" finne (Penman, 2010).

Screening (Screening on multiples)

Screening tar utgangspunkt i at lignende selskaper burde ha cirka samme multiplikatorverdier. Første punkt i analysen er å velge ut hvilken verdi som skal screenes etter, deretter rangerer man selskapene etter denne verdien. Selskapene med lavest multiplikatorverdi ("value stocks") er relativt billige og burde kjøpes, mens selskapene med høye verdier ("glamour stocks") er relativt dyre og burde selges (Penman, 2010). Dette er en rask og enkel metode som tar utgangspunkt i at multiplikatorverdiene kan si noe om over- og underprising. Penman (2010) noterer at en strategi som baserer seg på å investere i "value stocks" ofte vil ha høyere avkastning enn en strategi som investerer i "glamour stocks", men han sier også at dette kan være avkastning som er grunnet i høyere risiko, altså at "value stock" strategien kan ha høyere risiko.

Multiplikatoranalysen tar utgangspunkt i veldig lite data, og det vil alltid være en fare for at man går glipp av viktig informasjon eller at motparten sitter på bedre informasjon. Analysen er heller ikke forankret i fundamentale verdier og kan altså ikke si noe om prisen uavhengig av markedsprisene. Det vil si at selskapet man analyserer, fra et fundamentalt ståsted, gjerne vil bli overpriset i et bullmarked og underpriset i et bearmarked. Med denne innsikten kan man kanskje konkludere med at screening i større grad er en handlestrategi enn en verdsettelsesmetode.

2.2 Balansebasert verdsettelse

En metode som verdsetter et selskap ved å summere verdien av hver enkelt eiendel fratrukket gjeld og eventuelt utsatt skatt. Det er to måter å regne på; en metode, likvidasjonsmetoden, tar utgangspunkt i verdien av alle eiendelene om de hadde blitt solgt i dag. Den andre metoden baserer seg på erstatningsverdien til eiendelene, altså hva selskapet måtte betalt for å anskaffe alle eiendelene på nytt. Dette kan ved første øyekast se ut som en enkel og billig verdsettelsesteknikk, men faktum er at dette er en såpass vanskelig prosedyre at mange velger å styre unna (Boye og Dahl, 1997; Damodaran, 2002; Penman, 2010).

Problemet er at mange eiendeler er oppført med en nedskrevet verdi som ikke gjenspeiler den verdien eiendelen faktisk har for selskapet. I tillegg har mange selskaper immaterielle eiendeler som ikke nødvendigvis er oppført i finansregnskapet. Balansebasert verdsettelse krever altså at man først finner den faktiske verdien de oppførte eiendelene har, og at man deretter verdsetter de immaterielle eiendelene. Utfordringene er mange når dette skal utføres, ofte kan det være vanskelig nok å finne markedsverdien til visse eiendeler, men samtidig kan det hende at denne verdien ikke gjenspeiler verdien eiendelen har for dette spesifikke selskapet. En av grunnene til dette er synergieffekter som selskapet oppnår ved å kombinere flere av eiendelene (Penman, 2010).

Det er like fullt interessant å merke seg at Penman (2010) beskriver oljebransjen som en av bransjene der balansebasert verdsettelse ofte er nyttig. Dette er fordi oljeselskaper er å regne som eiendelsbaserte firmaer, der mye av selskapets verdi er knyttet til dets oljefelt.

2.3 Fundamental verdsettelse

En omfattende verdsettelse som baserer seg på underliggende fundamentale forhold. Fundamental verdsettelse prøver å kalkulere de fremtidige resultatene til et selskap basert på informasjon innhentet fra finansregnskapet, growth tall etc. Verdsettelsen kan deles opp i to hovedkategorier, egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden. Den førstnevnte verdsetter egenkapitalen direkte, mens den andre verdsetter hele selskapet for så å trekke fra gjelden (Penman, 2010; Damodaran, 2002).

Fundamental verdsettelse er en ressurskrevende prosess som Penman (2010) deler opp i fem steg.

Strategisk analyse

For å verdsette en bedrift må man først forstå den, analytikeren må vite hva som genererer verdi i selskapet før han kan si noe om selskapets verdi. Derfor begynner en fundamental analyse med å sette seg inn i bedriftens produkt, kunnskapsnivået, ledelsen, konkurrentene, lovverket som gjelder for bransjen og andre faktorer som kan ha betydning for bedriften.

Regnskapsanalyse

I denne delen må informasjonen vi har om selskapet analyseres. Finansregnskapet er normalt den viktigste kilden til informasjon, men det fins også andre "mykere" kilder som må utforskes. Eksempler på dette kan være forbruker preferanser og teknologiske endringer. I mylderet av informasjon må en god analytiker klare å skille den relevante informasjonen fra den uvesentlige.

Utarbeidelse av fremtidsregnskap

Informasjonen samlet i de to foregående punktene skal så brukes til å sette opp en prognose for kommende resultater. Før analytikeren kan sette opp selve fremtidsregnskapet må han bestemme seg for hvilken verdi han vil bruke som beregningsgrunnlag, kontantstrøm, profitt og dividende er eksempler verdier som kan legges til grunn.

Verdsettelse

Den verdien analytikeren valgte å bruke som beregningsgrunnlag må nå neddiskonteres (en verdi for hvert år) og summeres for å finne en nåverdi. Det må neddiskonteres både for tidsverdi og risiko.

Handlestrategi

Til slutt må investoren bestemme seg for om han vil kjøpe, selge eller holde aksjen. Det gjøres ved å sammenligne den estimerte verdien og markedsprisen.

2.4 Valg av verdsettelsesmetode

Det er flere faktorer som må vurderes når man skal velge verdsettelsesmetode, både knyttet til selskapet og til investoren.

Omsetteligheten av selskapets eiendeler, kontantstrømmens egenskaper og "unikhet" er selskapsmessige faktorer. Er eiendelene lett å omsette taler dette for bruk av balansebasert verdsettelse, mens en annen metode er å foretrekke hvis eiendelene er vanskelig å dele opp og selge. Hvis kontantstrømmen er noenlunde stabil vil en fundamental verdsettelse ta fordel av dette, stor usikkerhet knyttet til kontantstrømmen tilsier at man bruker en annen metode. Er selskapet "et

av mange" vil en investor ofte kunne bruke multiplikatoranalyse, men er det "one of a kind" vil fundamental verdsettelse være et bedre alternativ (Damodaran, 2002).

Tidshorisont og syn på markedet er faktorer knyttet til investoren. Har investoren kort tidshorisont vil balansebasert verdsettelse være naturlig, eksempelvis ved opphør av bedriften og salg av eiendelene (likvidasjonsmetoden). Fundamental verdsettelse fungerer best med lang tidshorisont da den har som utgangspunkt at prisen i markedet kan være feil, og at prisen vil korrigeres over tid. Multiplikatormetoden tar utgangspunkt i at markedet har rett i gjennomsnitt, men at individuelle selskaper kan være mispriset (Damodaran, 2002).

Jeg velger å utføre en fundamental verdsettelse av Statoil. Grunnen til dette er at jeg ønsker å gjøre en omfattende og langsiktig analyse av Statoil, og samtidig se om virkelig verdi avviker fra markedsverdien. I tillegg er Statoil et modent selskap med relativt stabil kontantstrøm og med en viss "unikhet". Det eksisterer flere metoder for fundamental verdsettelse; dividendemodellen (dividend discount model), fri kontantstrømmodellen (discounted cash flow model), superprofittmodellen (residual earnings model) og superprofittvekstmodellen (abnormal earnings growth), hvilken metode jeg velger å bruke vil jeg komme tilbake til senere i oppgaven (Penman, 2010).

3. Strategisk analyse

Det første steget i den fundamentale verdsettelsen er strategisk analyse. Som nevnt tidligere må man forstå hva som genererer verdi i selskapet før man kan utføre en verdsettelse. Strategiske valg et selskap gjør vil ha betydning for hvordan selskapet presterer sammenlignet med andre selskap i samme bransje. Formålet med en strategi er å realisere et eller flere av selskapets mål, hvis strategien medfører høyere lønnsomhet, i gjennomsnitt, enn konkurrentene har de et konkurransefortrinn i kraft av sin strategi (Hill og Jones, 2004).

Den strategiske analysen er kvalitativ og tar sikte på å beskrive både negative og positive sider ved selskapet. For å gjøre dette vil jeg ta utgangspunkt i en såkalt SWOT-analyse, altså analysere styrker (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats). Jeg vil først utføre en ekstern analyse som fokuserer på muligheter og trusler i bransjen. Deretter vil jeg foreta en intern analyse hvis fokus er styrker og svakheter internt i selskapet (Hill og Jones, 2004).

3.1 Ekstern analyse

En forståelse av bransjen og konkurranseforholdene som selskapet må forholde seg til er viktig for å forstå mulighetene og truslene som presenterer seg. Muligheter oppstår når et selskap utnytter seg av forhold i markedet for å forbedre lønnsomheten, mens trusler oppstår når endringer i markedet setter profitabiliteten i fare (Hill og Jones, 2004). For å analysere de eksterne forhold som påvirker Statoil vil jeg basere meg på Michael Porters modell for de fem konkurransekraftene.

3.1.1 Porters fem konkurransekrefter

Porters modell tar for seg fem krefter som styrer konkurransen innenfor enhver industri. Disse fem kreftene er:

1. Risikoen for at nye konkurrenter etablerer seg – potensielle inntrengere
2. Intensivering av konkurransen fra allerede etablerte konkurrenter
3. Kundens forhandlingsmakt
4. Leverandørens forhandlingsmakt
5. Substitutt produkter

En grafisk fremstilling av de fem kreftene er presentert på neste side.

Porter hevder at jo sterkere disse kreftene er, jo større er konkurransen, og desto vanskeligere er det for et selskap å drive lønnsomt. Sterke konkurransekrefter er altså trusler, mens svake konkurransekrefter er muligheter. Gjennom å tilpasse sine strategiske valg har selskapet mulighet til å svekke konkurransekraftene og dermed skape muligheter, eller minske trusler (Hill og Jones, 2004; Porter, 1980; Reve, 1992).



Figur 2: Porters fem konkurransekrefter (Porter, 1980)

Potensielle inntrengere

I et lønnsomt marked vil det alltid være fare for at nye firmaer ønsker å etablere seg for å ta del i overskuddet. Dersom antall bedrifter øker vil konkurransen skjerpes, og kampen om kundene vil bli hardere. Altså utgjør potensielle inntrengere en trussel for lønnsomheten i bransjen.

Det er etableringshindringene i markedet som avgjør hvor stor denne trusselen er. Slike hindringer, også kalt inngangsbarrierer, er faktorer som avgjør hvor kostbart inntreden i det bestemte markedet er. Lave barrierer vil øke sannsynligheten for dannelse av nyetableringer, og er dermed en trussel for de etablerte selskapene. Høye barrierer vil derimot avskrekke potensielle inntrengere, og gi mulighet for høy avkastning i bransjen. Slike barrierer kan for eksempel være høyt kapitalbehov, avansert teknologi og juridiske/politiske krav. Et stadig mer åpent verdensmarked gjør internasjonale inntrengere til en av de viktigste konkurransekraftene (Hill og Jones, 2004; Reve, 1992; Roos, Krogh og Roos, 1996).

Offshore olje- og gassbransjen er en meget kapitalintensiv bransje, der store mengder kapital må investeres for å kunne starte opp. Samtidig er det en kunnskapsintensiv bransje som setter høye krav til de ansatte. Dette må regnes som høye barrierer som altså svekker trusselen fra potensielle inntrengere. Størstedelen av Statoils produksjon skjer i norske farvann, her er inntreden begrenset av norske myndigheter gjennom juridiske og politiske bestemmelser, dette er en klar fordel for Statoil.

Men det må samtidig nevnes at den norske stat dekker 78 % av leteknostnadene for selskaper som driver med letevirksomhet på den norske sokkelen. Dette har i de senere år gitt en stor oppblomstring av små leteselskaper (oljemygger). Svært få av disse vil utvikle seg til

utvinningselskap, og jeg vurderer trusselen fra disse som lav (Bertelsen og Endresen, 2011). Alt i alt vil jeg konkludere med at trusselen fra potensielle inntrengere er lav.

Eksisterende konkurrenter

I senter av Porters konkurransemodell ligger eksisterende konkurrenter, her er det graden av konkurranse i markedet som er tema. Vi ønsker altså å vite noe om hvor sterk kampen om markedsandelene er mellom de allerede etablerte bedriftene, fordi stor rivalisering skviser profitten.

Tre viktige faktorer som er med å bestemme intensiteten i konkurransen er, industristrukturen, total etterspørsel i markedet og avviklingshindringer. Industristrukturen vil ligge et sted mellom monopol og fullkommen konkurranse. I en monopolsituasjon er det ingen konkurranse og bedriften kan profittmaksimere, mens det under fullkommen konkurranse er så stor rivalisering at profitten blir (tilnærmet) null. Hvis den totale etterspørselen i markedet synker vil det skape intensivert konkurranse, fordi ingen aktører ønsker å miste markedsandeler. Skulle den totale etterspørselen derimot øke vil det være mulig å vokse uten å stjele kunder fra konkurrentene. Økonomiske-, strategiske- eller andre hindringer som gjør at bedrifter ikke vil forlate en bransje vil gi en "kunstig" høy konkurranse og kan dermed være en trussel for profitten (Hill og Jones, 2004; Reve, 1992; Roos et al., 1996).

Statoils hovedkonkurrenter er store olje- og gasselskaper som BP og ExxonMobil, men også nye oppadstormende nasjonale oljeselskaper. Den kanskje største årsaken til konkurranse mellom disse aktørene ligger i oljens natur, det finnes kun en begrenset mengde, og selskapene må konkurrere om lisenser for oljeutvinning. I tillegg er det snakk om en kapitalintensiv bransje med store avviklingshindringer, renseanlegg etc., dette vil også intensivere konkurransen. Jeg anser konkurransen innad i markedet som stor.

Kundens forhandlingsmakt

Kunder som har makt til å forhandle frem lavere priser eller høyere kvalitet og service er en trussel for selgers lønnsomhet. Kunde- og produsentstruktur er nøkkelfaktorer i maktforholdet mellom kjøper og selger. Fragmentert kundestruktur og konsentrert tilbyderstruktur vil skyve maktforholdet i selgers favør og vice versa. Viktige (store) kunder, lave byttekostnader for kunden og standardiserte produkter vil også være med på å skape kundemakt (Hill og Jones, 2004; Reve, 1992).

Olje- og gasselskaper er relativt store sammenlignet med mange av kundene de selger til, noe som svekker kundemakten. Men olje er et meget homogent produkt som ikke lar seg spesialisere, og samtidig er det lave byttekostnader i forbindelse med å bytte oljeleverandør. Statoil oppgir at de ikke har driftsinntekter fra transaksjoner med enkeltkunder som utgjør 10 % eller mer av samlede driftsinntekter. Dette betyr at ingen kunder har kundemakt i kraft av sin posisjon hos Statoil. Min konklusjon er at kundene må innfinne seg med den oljeprisen som er i markedet, dermed sitter kundene med liten eller ingen forhandlingsmakt.

Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandører som har en reell mulighet til å ta høyere priser, eller redusere kvaliteten, på sine produkter og tjenester er en trussel for selskapet. Tilstedeværelsen av denne muligheten er avhengig av leverandørens forhandlingsmakt. Det er de samme faktorene som gjelder her som under analysen av kundenes forhandlingsmakt, men her er utgangspunktet for selskapet som analyseres at de selv er

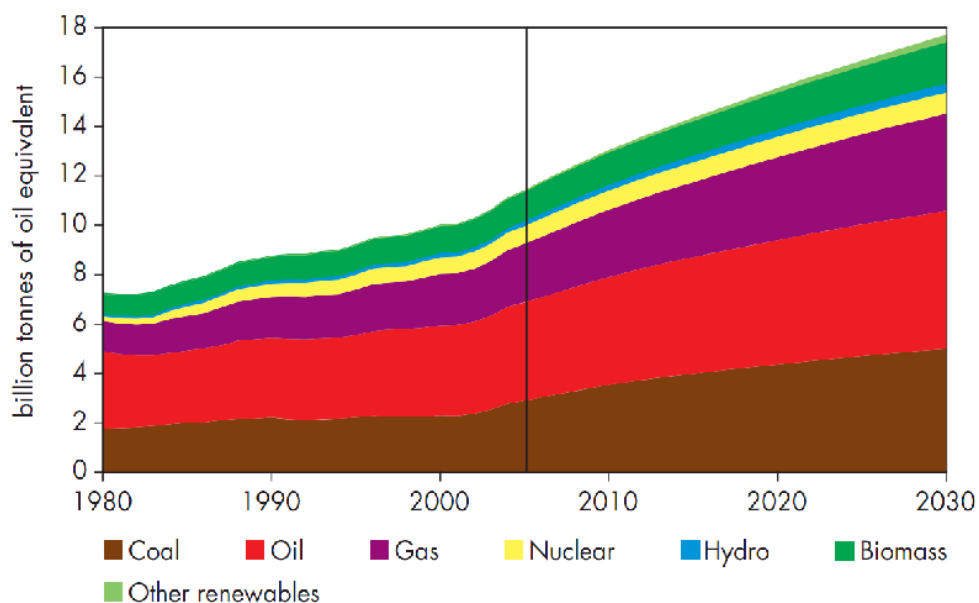
kunden. Selskapet vil ha mulighet til å utnytte leverandørene med liten makt, men samtidig må man huske på at selskapet ofte er avhengig av gode og konkurransedyktige leverandører for å selv være konkurransedyktige (Hill og Jones, 2004; Reve, 1992).

Statoils hovedleverandører er riggselskaper og OSV-selskaper (offshore supply vessel), og det er i all hovedsak snakk om leieavtaler, og altså ikke kjøp. Oljeselskapene er få og store mens leverandørene i større grad er små og fragmenterte, dette skulle tilsi at leverandørene har liten makt. Men maktforholdet er i stor grad knyttet til oljeprisen; når oljeprisen er høy, og etterspørselen etter rigger og skip er på topp, kan oljeservice-selskapene kreve høye rater. Ved lav oljepris vil det være motsatt. Altså skifter maktbalansen mellom Statoil og leverandørene med jevne mellomrom, og jeg konkluderer med at trusselen er middels.

Substitutter

Substitutter er produkter, tjenester og teknologi som kan fylle behovet kunden har etter den aktuelle bransjens produkt. Noen substitutter foretrekkes på grunnlag av pris, mens andre blir valgt i styrke av sin kvalitet. Substitutter er altså en trussel da de letter etterspørselen etter selskapets produkter og dermed senker prispresset i markedet (Hill og Jones, 2004; Reve, 1992; Roos et al., 1996).

Olje og gass fyller i all hovedsak behovet for energi. Alternative kilder til energi som kull-, sol-, vind-, vann- og atomkraft er substitutter for Statoils produkter. Men det produseres fortsatt ikke tilstrekkelig med alternativ energi slik at det utgjør en seriøs trussel for olje- og gassnæringen. Etterspørselen etter olje og gass vil nok fortsatt være høy i mange år fremover, dette kommer godt frem på hjemmesidene USAs energidepartement: "Oil is the lifeblood of America's economy. Currently, it supplies more than 40% of our total energy demands and more than 99% of the fuel we use in our cars and trucks" (U.S. Department of Energy, 2011). International Energy Agency (IEA) anslår også at behovet for olje vil øke i årene fremover (figur 3). Trusselen fra substitutter må sies å være veldig lav i mange år fremover.



Figur 3: Antatt energibehov frem til år 2030 (IEA, 2007)

3.2 Intern analyse

Den eksterne analyse tok for seg trusler og muligheter i bransjen, gjennom en intern analyse vil jeg nå se på styrker og svakheter internt i selskapet. Denne analysen tar utgangspunkt i å identifisere ressurser, og evner, som kan skape konkurransefortrinn for selskapet. Ressursene kan deles inn i fire grupper: finansielle, fysiske, menneskelige og organisatoriske. I min analyse av de indre styrkene og svakhetene i Statoil, vil jeg bruke VRIO-rammeverket (Barney og Hesterly, 2008; Roos et al., 1996).

3.2.1 VRIO-rammeverket

Målet med VRIO-rammeverket er å undersøke om bedriftens ressurser og evner har potensialet til å skape vedvarende konkurransefortrinn. For å svare på dette stilles fire spørsmål angående verdi (value), sjeldenhet (rarity), imiterbarhet (imitability) og organisering (organization) (Barney og Hesterly, 2008; Roos et al., 1996).

Spørsmål om verdi

En ressurs, eller evne, er kun verdifull dersom den styrker bedriftens konkurransedyktighet. Analytikeren må derfor spørre om ressursene og evnene presterer å utnytte eksterne muligheter eller dempe eksterne trusler. Et positivt svar vil ses på som en styrke, mens et negativt svar er en svakhet (Barney og Hesterly, 2008).

Spørsmål om sjeldenhet

Ressurser og evner med verdi er ikke nok for å skape konkurransefortrinn. En ressurs/evne som er tilgjengelig for alle vil per definisjon ikke kunne gi konkurransefortrinn. Altså må analytikeren stille spørsmål om hvor mange av selskapets konkurrenter som har tilgang på samme ressurs/evne. Skal det skapes konkurransefortrinn må den være sjelden (Barney og Hesterly, 2008).

Spørsmål om imiterbarhet

Verdifulle og sjeldne ressurser/evner skaper konkurransefortrinn, men skal fortrinnet vedvare så må det være vanskelig for konkurrentene å kopiere eller substituere selskapets ressurser/evner. Kostnaden som inntreffer når en konkurrent prøver å imitere selskapets ressurs/evne blir derfor tredje punkt analytikeren må undersøke. Hvis denne kostnaden er høy vil grunnlaget for et vedvarende konkurransefortrinn være lagt (Barney og Hesterly, 2008).

Spørsmål om organisering

Hvis en ressurs/evne er verdifull, sjelden og kostbar å imitere ligger forholdene til rette for å skaffe seg et varig konkurransefortrinn. Men for å kunne utnytte det potensielle konkurransefortrinnet fullt ut må selskapet være organisert riktig. Avslutningsvis må altså analytikeren stille spørsmål angående selskapets organisering i forhold til å ta maksimalt utbytte av sitt konkurransefortrinn. Hvis selskapet er organisert slik at det utnytter sine ressurser og evner maksimalt, vil det forsterke konkurransefortrinnet (Barney og Hesterly, 2008).

Ressurs/evne	Verdifull?	Sjelden?	Kostbar å imitere?	Utnyttet ved organisering?	Konkurransemessig betydning	Økonomisk prestasjon
#1	Nei	-	-	Nei	Konkurransemessig ulempe	Under normal (svakhet)
#2	Ja	Nei	-	Ja/nei	Konkurransemessig paritet	Normal (styrke)
#3	Ja	Ja	Nei	Ja/nei	Midlertidig konkurransefortrinn	Over normal (styrke +)
#4	Ja	Ja	Ja	Ja/nei	Varig konkurransefortrinn	Over normal (styrke ++)

Tabell 2: VRIO-rammeverket (Barney og Hesterly, 2008; Barney og Clark, 2007)

I denne tabellen er VRIO-rammeverket oppsummert, det er verdt å legge merke til at utnyttelse ved organisering ikke er en definerende, men en forsterkende, faktor.

3.2.2 VRIO-rammeverket benyttet på Statoil

Jeg vil nå bruke VRIO-rammeverket i en analyse av finansielle, fysiske, menneskelige og organisatoriske ressurser, og evner, hos Statoil. Målet er å identifisere styrker og svakheter internt i selskapet.

Finansielle ressurser

Olje- og gassbransjen er en kapitalintensiv bransje som krever at deltagerne har store finansielle ressurser i form av egenkapital og gjeld. Uten denne finansielle styrken blir det vanskelig å skulle ta på seg store og kostbare utvinningsprosjekter. Samtidig er dette en bransje der kapital til forskning og utvikling er meget viktig for å holde seg på toppen også i fremtiden (Statoil ASA, 2009).

Statoils egenkapitalandel er på 35 %, og det har den vært i flere år, dette mener Statoil selv er hensiktsmessig i forhold til strategi og risikoprofil. Den store konkurrenten BP har også 35 % egenkapitalandel, mens hos ExxonMobil utgjør egenkapitalen hele 50 %. Statoil er fortsatt et relativt lite selskap sammenlignet med de største aktørene i bransjen, som for øvrig er noen av verdens største selskaper, dette er en utfordring når store prosjekter skal konkurreres om (Statoil ASA, 2011; BP plc, 2010; Exxon Mobil Corporation, 2009).

Statoils finansielle ressurser er definitivt verdifulle, da finansielle muskler er viktig i olje- og gassbransjen. Men de største konkurrentene har like gode finansielle forutsetninger og de finansielle ressursene kan dermed ikke betegnes som sjeldne. I følge VRIO-rammeverket er dette dermed en konkurransemessig paritet.

Fysiske ressurser

De viktigste fysiske ressursene i olje- og gassbransjen er selvsagt olje- og gassfeltene hvor utvinningen finner sted, men også teknologien som gjør utvinningen mulig. Olje er ikke en fornybar ressurs og det blir stadig mer utfordrende å finne nye felter som kan utvinnes, samtidig gjør dette at teknologien som skal maksimere utnyttelsen av feltene blir enda viktigere (Statoil ASA, 2009).

Statoil har klart å øke gjenvinningsgraden, av oljereserver, fra 73 % i 2009 til 87 % i 2010, og de tror at denne veksten vil fortsette i kommende år. Et viktig ledd for fortsatt økt oljeutvinning er

utviklingen av dypvannsfelt i umodne områder og arktiske strøk, ettersom de modne feltene på norsk sokkel gradvis tømmes. Statoil er også blant de i petroleumsbransjen med høyest utvinningsgrad, dette har de klart ved å kombinere høy teknisk kompetanse og bruk av ny teknologi (Statoil ASA, 2009; Statoil ASA, 2010).

Statoils olje- og gassfelt er meget verdifulle, men feltene er ikke unike for Statoil, konkurrentene har også tilgang på olje og gass, derfor velger jeg å ikke klassifisere feltene som sjeldne. Men Statoil er ledende innen teknologi for oljeutvinning i vanskelige farvann, kombinert med deres høye utvinningsgrad vil dette kunne gi Statoil et konkurransemessig fortrinn i kampen om stadig minkende ressurser.

Menneskelige ressurser

Offshorebransjen er en høyteknologisk og kunnskapsintensiv bransje der de menneskelige ressursene har betydelig verdi for selskapene som er involvert. Dermed blir det viktig å rekruttere og videreutvikle dyktige ansatte.

Rekruttering og kompetanseutvikling står sentralt hos Statoil, og de er blant annet kåret til Norges mest attraktive arbeidsplass av studenter innenfor økonomi og tekniske fag (Statoil ASA, 2011). Det er altså grunn til å tro at Statoil står i en særstilling når det kommer til rekruttering av dyktige medarbeidere i Norge. Men de andre store aktørene i bransjen er også på jakt etter dyktige rekrutter, og utenfor Norges grenser tror jeg større selskaper som ExxonMobil og Shell har større tiltrekningskraft på fagpersonell.

De menneskelige ressursene og evnene er altså i stor grad verdifulle for Statoil. Og det kan også argumenteres for at det, på norsk sokkel, er en sjelden ressurs som andre selskaper vil ha vanskeligheter med å imitere. Men Statoil jobber med å utvide utenfor norsk sokkel, og i det internasjonale markedet vil ikke Statoil ha noen rekrutteringsfordel ovenfor de større selskapene i bransjen. Som en "mindre" bedrift vil de kanskje ha en ulempe i kampen om høyt utdannet arbeidskraft. Jeg konkluderer med at Statoil har et varig konkurransefortrinn i Norge, men kun har konkurransemessig paritet internasjonalt.

Organisatoriske ressurser

Selskapets rykte og merkenavn regnes som organisatoriske ressurser (Barney og Hesterly, 2008). I kampen om lete- og utvinningslisenser, ved kapital anskaffelse og ved rekruttering er et godt rykte og sterkt merkenavn viktige faktorer.

Statoil vil beskytte og forbedre sitt rykte som del i arbeidet med å nå sine strategiske mål, og sterke relasjoner til interessenter og media er en viktig del av dette. Blant annet gjennom relasjonsbygging med myndigheter og ved å vise sosialt ansvar (Statoil ASA, 2011). Men andre aktører i bransjen har også forstått viktigheten av å ha godt omdømme, så Statoil er ikke alene om å bruke store midler på PR. ExxonMobil har for eksempel en egen filantropisk organisasjon, ExxonMobil Foundation, som tar for seg alt fra skoleprogrammer til menneskerettigheter (ExxonMobil, 2011).

Igjen vil jeg dele ressursene opp i nasjonale og internasjonale. I Norge forbindes Statoil med oljemilliarder og høyteknologi, mens konkurrentene fortsatt huskes for Exxon Valdez og BP-ulykken. Jeg tror altså at Statoil har et varig konkurransefortrinn i kraft av sine organisatoriske ressurser i

Norge. Men internasjonalt tror jeg ikke Statoil har et sjeldent godt rykte og de har dermed kun konkurransemessig paritet.

Ressurs/evne	Verdifull?	Sjelden?	Kostbar å imitere?	Utnyttet ved organisering?	Konkurransemessig betydning	Økonomisk prestasjon
Finansielle	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet	Normal
Fysiske						
Natur	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet	Normal
Teknologi	Ja	Ja	ja	Ja	Varig konkurransefortrinn	Over normal
Menneskelige						
Norge	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn	Over normal
Internasjonalt	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet	Normal
Organisatoriske						
Norge	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn	Over normal
Internasjonalt	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet	Normal

Tabell 3: Oppsummering av VRIO-rammeverket anvendt på Statoil

I tabellen ovenfor gir jeg en oversikt over de forskjellige ressursene og evnenes konkurransemessige betydning.

3.3 SWOT-analyse

Som nevnt i begynnelsen av kapittelet var utgangspunktet å finne styrker, svakheter, muligheter og trusler som preger Statoil og bransjen de driver i. Etter å ha foretatt en ekstern og intern analyse kan jeg nå kjapt oppsummere hva jeg fant.

Intern analyse: Styrker

- Egenkapitalandel på bransjenivå
- Økt gjenvinningsgrad
- Høy teknologisk kompetanse
- Høy tiltrekningskraft på kompetanse i Norge
- Statoil har godt omdømme i Norge

Intern analyse: Svakheter

- Relativt små i forhold til de største konkurrentene
- Mindre enn 100 % gjenvinningsgrad (minkende ressurser)
- Ikke samme tiltrekningskraft på kompetanse internasjonalt (paritet eller svakhet)

Ekstern analyse: Muligheter

- Høye inngangsbarrierer
- Kundene har lav forhandlingsmakt
- Muligheter for stor fortjeneste ved oppgangskonjunkturer
- Olje vil være en av de viktigste energikildene i mange år fremover

Ekstern analyse: Trusler

- Statlig støtte til oljemygger (lav trussel)
- Stor konkurranse blant eksisterende bedrifter
- Stadig minkende ressurser (olje og gass)
- Leverandørene har mye forhandlingsmakt når oljeprisen er høy

Kort oppsummert kan det konkluderes med at Statoils utsikter på norsk sokkel ser lovende ut, mens det er større utfordringer på internasjonal sokkel der Statoil ønsker å ekspandere. Såfremt Statoil makter å opprettholde sitt teknologiske forsprang har de gode muligheter til å posisjonere seg sterkt i det krevende dyptvanns segmentet. Når jeg senere skal prognostisere et fremtidsregnskap vil jeg bruke informasjonen fra den strategiske analysen som et hjelpemiddel til å anslå fremtidig vekst. God kunnskap om selskapet er også viktig når jeg i neste kapittel skal skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede poster/aktiviteter.

4. Regnskapsanalyse

Det neste steget i den fundamentale verdsettelsen er regnskapsanalysen. Når en bedrift skal analyseres vil hovedkilden til informasjon normalt være finansregnskapet, det finnes også andre kilder til informasjon, men finansregnskapet utgjør den klart viktigste. Det er store mengder data i regnskapene og skal en analytiker/investor ha nytte av informasjonen må han klare å skille den relevante informasjonen ut fra den mindre relevante. Dette er ikke nødvendigvis en lett oppgave da finansregnskapet, etter regelverket, er fremstil på en måte som tar større hensyn til kreditorer enn eiere og fremtidige eiere (investorer). For en investor er skillet mellom driftsrelaterte og finansielle poster mer sentralt enn skillet mellom anleggs- og omløpsmidler og mellom kortsiktig og langsiktig gjeld. Grunnen til at skillet går mellom drifts- og finansposter er at det forutsettes at finansieringsaktiviteter ikke genererer merverdi, og dermed er ikke denne delen like interessant (Modigliani-Miller teoremet). I tillegg er det en normal forutsetning at finansposter er bokført til virkelig verdi i det ordinære regnskapet (Berk og DeMarzo, 2007). Derfor vil investoren i en reformulering av finansregnskapet skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler, og mellom driftsrelatert og finansiell gjeld. Formålet med reformuleringen er å senere kunne bruke disse tallene til å utarbeide et fremtidsregnskap for å kunne verdsette selskapet (Gjesdal, 2007). Jeg ser på Statoil som et modent og stabilt selskap og velger derfor en femårig analyseperiode.

4.1 Reformulering av egenkapitaloppstillingen

Egenkapitaloppstillingen blir ikke sett på som den viktigste delen av finansregnskapet, men en reformulering av egenkapitaloppstillingen gjør det mulig å finne brudd på kongruensprinsippet. Brudd på kongruensprinsippet eller "dirty surplus" vil si at inntekter/kostnader rapporteres direkte mot egenkapitalen og derfor ikke blir inkludert i resultatregnskapet. Dette er problematisk fordi man da ikke får et fullstendig bilde av lønnsomheten i bedriften man analyserer, og dermed ikke får en fullverdig verdianalyse (Penman, 2010; Gjesdal, 2007; Kristoffersen 2005).

Reformuleringen viser hvordan egenkapitalen endrer seg som et resultat av fullstendig nettoresultat og transaksjoner med aksjonærene. Transaksjoner med aksjonærene består i hovedsak av utbytte og utstedelse av nye aksjer, mens "dirty surplus" poster og nettoresultat til sammen utgjør fullstendig nettoresultat (comprehensive income) (Penman, 2010).

For å finne alminnelig egenkapital (common shareholders' equity) må minoritetsinteresser trekkes fra egenkapitalen. Den alminnelige egenkapitalen er den delen av egenkapitalen en normal investor tar del i, og derfor den delen jeg senere ønsker å verdsette.

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
Egenkapital IB	156 385	169 407	179 067	216 055	200 118
<i>Transaksjoner med aksjonærer</i>					
Endring egne aksjer (netto etter fordelte aksjer)	-3 562	-182	-230	-267	-108
Kontantutbetalinger (til) fra minoritetsaksjonærer	-748	-327	179	421	5 489
Fusjonsrelaterte justeringer (Norsk Hydro ASA 2006)	-11 768	143	-	251	-
Utbytte	-17 756	-25 694	-27 082	-23 085	-19 095
Sum transaksjoner med aksjonærer	-33 834	-26 060	-27 133	-22 680	-13 714
<i>Fullstendig nettoresultat</i>					
Årets resultat	51 847	44 641	43 270	17 715	37 647
Inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen	-5 052	-9 033	20 771	-11 254	2 231
Aksjebaserte betalinger ført mot egenkapitalen (netto etter fordelte aksjer)	61	112	80	282	113
Sum fullstendig nettoresultat	46 856	35 720	64 121	6 743	39 991
Egenkapital UB	169 407	179 067	216 055	200 118	226 395
Minoritetsinteresser	1 574	1 792	1 976	1 799	6 853
Alminnelig egenkapital (CSE)	167 833	177 275	214 079	198 319	219 542

Tabell 4: Reformulert egenkapitaloppstilling

Kommentarer til den reformulerte egenkapitaloppstillingen:

- Som det kommer frem i reformuleringen er to poster ført direkte mot egenkapitalen og derfor ikke er med i resultatregnskapet. Disse to postene faller dermed inn under "dirty surplus" kategorien og tas med i fullstendig nettoresultat.
- Posten fusjonsrelaterte justeringer var spesielt stor i 2006 som resultat av fusjonen med Norsk Hydro.

4.2 Reformulering av konsernbalansen

Som nevnt skiller normalt finansregnskapet mellom anleggs- og omløpsmidler og mellom kortsiktig og langsiktig gjeld. I en reformulering av balansen ønsker investoren å skille mellom det driftsrelaterte og det driftsfremmede for dermed å kunne analysere de driftrelaterte eiendelens evne til å skape profitt. Det er ikke nødvendigvis gitt om en post er driftsrelatert eller driftsfremmed, derfor er det viktig at investoren har god forståelse av bedriften han skal analysere (Penman, 2010; Gjesdal, 2007).

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
<i>Driftsrelaterte eiendeler</i>					
Varige driftsmidler	272 163	278 352	329 841	340 835	348 204
Immaterielle eiendeler	31 205	44 850	66 036	54 253	39 695
Investeringer i tilknyttede foretak	8 556	8 421	12 640	10 056	13 884
Utsatt skattefordel	808	793	1 302	1 960	1 878
Pensjonsmidler	1 113	1 622	30	2 694	5 265
Varelager	15 256	17 696	15 151	20 196	23 627
Kundefordringer og andre fordringer	62 359	69 378	69 931	58 895	76 139
Skattefordring	-	-	3 840	179	1 076
Fusjonsforandring Norsk Hydro ASA	18 687	-	-	-	-
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	-	-	-	-	44 890
Sum driftsrelaterte eiendeler	410 147	421 112	498 771	489 068	554 658
<i>Driftsrelatert gjeld</i>					
Utsatt skatt	72 084	67 477	68 144	76 322	78 052
Pensjonsforpliktelser	11 028	19 092	25 538	21 142	22 110
Andre avsetninger	42 173	43 845	54 359	55 834	67 910
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	55 595	64 624	61 200	59 801	73 551
Betalbar skatt	47 149	50 941	57 074	40 994	46 693
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg	-	-	-	-	9 223
Sum driftsrelatert gjeld	228 029	245 979	266 315	254 093	297 539
Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	182 118	175 133	232 456	234 975	257 119
<i>Finansielle eiendeler</i>					
Betalingsmidler	7 518	18 264	18 638	24 723	30 337
Finansielle investeringer	15 044	18 625	26 212	20 289	26 866
Finansielle derivater	21 773	21 570	30 648	23 013	26 637
Finansielle fordringer	4 341	3 515	4 914	5 747	4 510
Sum finansielle eiendeler	48 676	61 974	80 412	73 772	88 350
<i>Finansiell gjeld</i>					
Finansielle forpliktelser	54 772	50 540	75 301	104 112	111 527
Finansielle derivater	6 615	7 500	21 512	4 517	7 547
Sum finansiell gjeld	61 387	58 040	96 813	108 629	119 074
Netto finansiell gjeld/eiendeler (NFO/NFA)	-12 711	3 934	-16 401	-34 857	-30 724
Egenkapital (NOA - NFO)	169 407	179 067	216 055	200 118	226 395
Minoritetsinteresser	1 574	1 792	1 976	1 799	6 853
Alminnelig egenkapital (CSE)	167 833	177 275	214 079	198 319	219 542

Tabell 5: Reformulert konsernbalanse

Kommentarer til den reformulerte konsernbalansen:

- Jeg velger å klassifisere posten betalingsmidler i fulle og hele under finansielle eiendeler. Normalt vil en liten andel av denne posten kunne klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler (penger om skal brukes innen kort tid), men jeg velger å ikke gjøre dette grunnet usikkerhet og andelens normalt ubetydelige størrelse (Penman, 2010; Gjesdal, 2007).
- "Investeringer i tilknyttede foretak" er en driftsrelatert post, selv om den ikke er direkte knyttet til driften (Gjesdal, 2007).

- Jeg har valgt å plassere pensjonsrelaterte poster under driftsrelaterte eiendeler/gjeld. Dette er ifølge Gjesdal (2007) tvetydige poster som kan plasseres begge steder.
- Det kommer frem av notene at postene "eiendeler klassifisert som holdt for salg" og "forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg" er knyttet til varige driftsmidler og dermed er driftsrelaterte.

4.3 Reformulering av resultatregnskapet

Det reformulerte resultatregnskapet deler kostnader og inntekter inn i driftsrelaterte og finansielle grupper. Det er viktig at det er en sammenheng mellom driftsrelaterte eiendeler og driftsrelatert profitt, slik at investoren kan analysere driftens lønnsomhet. "Dirty surplus" elementene som ble gjenkjent i reformuleringen av egenkapitalen skal også regnes med når resultatregnskapet skal reformuleres, slik at investoren får fullstendig nettoresultat (Penman, 2010).

Skatteeffekten (fordel/ulempe) påløpt som følge av de finansielle postene må legges til den rapporterte skattekostnaden for å gi et mer riktig bilde av driftsresultatet etter skatt. "Dirty surplus" elementene rapporteres etter skatt og dermed skal disse postene ikke justeres for skatt (Penman, 2010).

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
<i>Driftsinntekter</i>					
Salgsinntekter	518 960	521 665	651 977	462 292	526 718
Resultatandel fra egenkapitalkonsoliderte selskaper	679	609	1 283	1 778	1 133
Andre inntekter	1 843	523	2 760	1 363	1 797
Sum driftsinntekter	521 482	522 797	656 020	465 433	529 648
<i>Driftskostnader</i>					
Varekostnad	-249 593	-260 396	-329 182	-205 870	-257 427
Andre kostnader	-44 801	-60 318	-59 349	-56 860	-57 531
Salgs- og administrasjonskostnader	-10 824	-14 174	-10 964	-10 321	-11 081
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	-39 450	-39 372	-42 996	-54 056	-50 608
Undersøkelseskostnader	-10 650	-11 333	-14 697	-16 686	-15 773
Sum driftskostnader	-355 318	-385 593	-457 188	-343 793	-392 420
Driftsresultat fra salg (før skatt)	166 164	137 204	198 832	121 640	137 228
<i>Skatt</i>					
Rapportert skattekostnad	-119 389	-102 170	-137 197	-97 175	-99 169
Skatteeffekt	172	-122	3 975	-2 448	399
Sum skatt på driftsresultat	-119 217	-102 292	-133 222	-99 623	-98 770
Driftsresultat fra salg (etter skatt)	46 947	34 912	65 610	22 017	38 458
<i>Andre inntekter (etter skatt)</i>					
Inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen	-5052	-9033	20771	-11254	2231
Netto gevinst/tap på utenlandsk valuta	4 457	10 043	-32 563	1 993	-1 836
Aksjebaserte betalinger ført mot egenkapitalen	61	112	80	282	113
Driftsresultat (etter skatt)	46 413	36 034	53 898	13 038	38 966
<i>Finansposter</i>					
Finansinntekter	3 675	2 305	12 207	3 708	3 175
Finanskostnader	-3 060	-2 741	1 991	-12 451	-1 751
Netto finansielle kostnader/inntekter	615	-436	14 198	-8 743	1 424
Skatteeffekt	172	-122	3 975	-2 448	399
Netto finansielle kostnader/inntekter etter skatt	443	-314	10 223	-6 295	1 025
Fullstendig nettoresultat	46 856	35 720	64 121	6 743	39 991

Tabell 6: Reformulert resultatregnskap

Kommentarer til det reformulerte resultatregnskapet:

- "Dirty surplus" postene jeg identifiserte i egenkapitaloppstillingen er begge driftsrelaterte og plasseres som nevnt under inntekter etter skatt.
- "Andre inntekter" og "andre kostnader" har ingen noter, men jeg regner med at de hører inn under driftsrelaterte poster da det er her de er rapportert i det originale resultatregnskapet.
- "Resultatandel fra egenkapitalkonsoliderte selskaper" klassifiseres som en driftsinntekt, i samsvar med at "investeringer i tilknyttede foretak" ble kvalifisert som en driftsrelatert eiendel.

4.4 Reformulering av kontantstrømoppstillingen

Den reformulerte kontantstrømoppstillingen skiller mellom kontantstrøm generert med operasjonelle aktiviteter og kontantstrøm som går til investeringsaktiviteter. Forskjellen mellom disse to utgjør den frie kontantstrømmen (free cash flow), denne kontantstrømmen sier noe om selskapets evne til å betale gjeld og behandle krav fra eierne (aksjonærer). Steg to i den reformulerte kontantstrømoppstillingen har til hensikt å splitte den frie kontantstrømmen (lik total finansieringsstrøm) mellom aksjonærer og kreditorer (Penman, 2010).

Videre kan den reformulerte kontantstrømmen brukes til å verdsette selskapet ved hjelp av diskontert kontantstrøm metoden, som et alternativ til balanse og resultat baserte metoder. Fri kontantstrøm er også en viktig del av finansiell planlegging, og jeg kan videre bruke fri kontantstrøm-tallene i risikoanalysen for å si noe om likviditeten (Penman, 2010).

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
FRI KONTANTSTRØM					
<i>Operasjonelle aktiviteter</i>					
Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	88 593	93 926	102 533	73 001	80 815
(Økning) reduksjon i kortsiktige finansielle investeringer	-5 810	2 327	6 388	-2 725	4 487
(Økning) reduksjon i netto kortsiktige finansielle derivater	12 450	-1 307	-4 934	9 360	594
Betalte renter	3 611	3 709	2 771	2 912	2 591
Mottatte renter	2 296	2 256	4 544	3 962	2 080
Netto renter (før skatt)	-1 315	-1 453	1 773	1 050	-511
Skatteeffekt	-368	-407	496	294	-143
Netto renter (etter skatt)	-947	-1 046	1 277	756	-368
Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter (C)	96 180	95 992	102 710	78 880	86 264
<i>Investeringsaktiviteter</i>					
Kontantstrøm benyttet til investeringsaktiviteter	57 175	75 112	85 837	75 356	76 218
Kontantstrøm benyttet til investeringsaktiviteter (I)	57 175	75 112	85 837	75 356	76 218
Fri kontantstrøm (C - I)	39 005	20 880	16 873	3 524	10 046
TOTAL FINANSIERINGSSTRØM					
<i>Egenkapitalfinansiering</i>					
Betalt utbytte	17 756	25 695	27 082	23 085	19 095
Beløp betalt til/fra minoritetsaksjonærer	741	327	-179	-421	-5 489
Kjøp egne aksjer	1 012	217	308	343	294
Norsk Hydro ASA fusjonsbalanse	10 025	-18 687	-	-	-
Kontantstrøm egenkapital (d)	29 534	7 552	27 211	23 007	13 900
<i>Gjeldsfinansiering</i>					
Ny langsiktig rentebærende gjeld	-97	-1 723	-2 596	-46 318	-15 562
Nedbetaling langsiktig gjeld	2 270	2 876	2 864	4 905	3 249
Netto endring kortsiktige lån, kassekreditt og annet	-329	-797	-10 450	7 115	-2 154
(Økning) reduksjon i kortsiktige finansielle investeringer	-5 810	2 327	6 388	-2 725	4 487
(Økning) reduksjon i netto kortsiktige finansielle derivater	12 450	-1 307	-4 934	9 360	594
Netto renter (etter skatt)	947	1 046	-1 277	-756	368
Netto økning (reduksjon) i betalingsmidler	40	10 906	-333	8 936	5 164
Kontantstrøm gjeldsfinansiering (F)	9 471	13 328	-10 338	-19 483	-3 854
Total finansieringsstrøm (d + F)	39 005	20 880	16 873	3 524	10 046

Tabell 7: Reformulert kontantstrømoppstilling

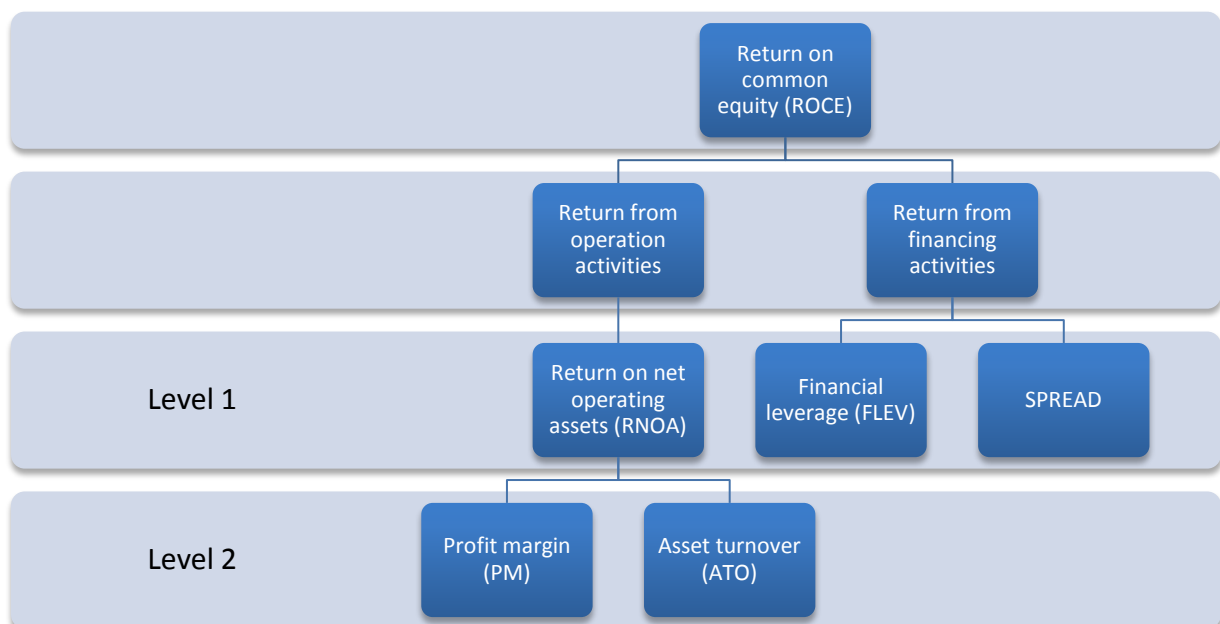
Kommentarer til den reformulerte kontantstrømoppstillingen:

- "(Økning) reduksjon i kortsiktige finansielle investeringer" og "(Økning) reduksjon i netto kortsiktige finansielle derivater" er lagt under gjeldsfinansiering ettersom dette er poster som er knyttet til finansielle aktiviteter.

4.5 Lønnsomhetsanalyse

Ifølge Penman (2010) er lønnsomhetsanalyse en analyse av driverne til avkastning på alminnelig egenkapital (ROCE). En investor ønsker å gjøre dette for å skape en forståelse av hva som skaper verdier i selskapet han analyserer, videre vil han bruke dette i verdsettelsen av bedriften. ROCE kan deles opp på flere nivåer, i første instans skiller det mellom driftsrelaterte og finansielle drivere, før disse splittes videre opp. I figuren presentert nedenfor vises sammenhengen mellom driverne jeg vil fokusere på (Penman, 2010).

Gjennom denne delen av oppgaven kommer jeg til å sammenligne nøkkeltallene (driverne) jeg finner med gjennomsnittstall for bransjen som Penman (2010) presenterer i sin bok.



Figur 4: Lønnsomhetsanalyse – drivere (Penman, 2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
<i>Inndata</i>					
Driftsresultat (etter skatt)	46 413	36 034	53 898	13 038	38 966
Salgsinntekter	518 960	521 665	651 977	462 292	526 718
Netto finansielle kostnader/inntekter etter skatt (NFE/NFI)	443	-314	10 223	-6 295	1 025
IB Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)		182 118	175 133	232 456	234 975
UB Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	182 118	175 133	232 456	234 975	257 119
Gjennomsnittlig NOA		178 626	203 795	233 716	246 047
IB Netto finansiell gjeld/eiendeler (NFO/NFA)		-12 711	3 934	-16 401	-34 857
UB Netto finansiell gjeld/eiendeler (NFO/NFA)	-12 711	3 934	-16 401	-34 857	-30 724
Gjennomsnittlig NFO		4 389	6 234	25 629	32 791
IB Alminnelig egenkapital (CSE)		167 833	177 275	214 079	198 319
UB Alminnelig egenkapital (CSE)	167 833	177 275	214 079	198 319	219 542
Gjennomsnittlig CSE		172 554	195 677	206 199	208 931
<i>Lønnsomhetsanalyse</i>					
PM		6,91 %	8,27 %	2,82 %	7,40 %
ATO		2,920	3,199	1,978	2,141
RNOA		20,17 %	26,45 %	5,58 %	15,84 %
FLEV		0,025	0,032	0,124	0,157
Netto kostnad/inntekt på NFO (RNFO)		-7,15 %	163,99 %	-24,56 %	3,13 %
SPREAD		13,02 %	190,44 %	-18,98 %	18,96 %
ROCE		20,50 %	32,51 %	3,22 %	18,81 %

Tabell 8: Lønnsomhetsanalyse

Avkastning på alminnelig egenkapital (ROCE)

Avkastning på alminnelig egenkapital sier noe om hvor lønnsom investeringen har vært for investorene. ROCE kan som sagt deles inn i en driftsrelatert del, gitt ved RNOA, og en finansiell del gitt som produkt av FLEV og SPREAD (Penman, 2010).

$$ROCE = \frac{\text{Fullstendig nettoresultat}}{\text{Gjennomsnittlig CSE}} = RNOA + [FLEV \times SPREAD]$$

Det kommer frem av regnearket *lønnsomhetsanalyse* at det er store svingninger i Statoils ROCE i regnskapsperioden jeg dekker. 2008 skiller seg ut som et spesielt godt år, mens 2009 var meget svakt, gjennomsnitts ROCE i løpet av de fire årene er 18,76 %. Olje- og gassbransjens gjennomsnitts ROCE er ifølge Penman (2010) 9,1 % og Statoils tall fremstår dermed som sterke.

Avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler (RNOA)

RNOA er den avkastningen selskapet har på selve driften. Det er en av de tre driverne som på nivå en utgjør ROCE, RNOA er den driveren av de tre som er driftsrelatert. På nivå to deles RNOA inn i profittmargin og eiendelenes omløpshastighet (Penman, 2010).

$$RNOA = \frac{\text{Driftsresultat (etter skatt)}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}} = PM \times ATO$$

RNOA viser en høy korrelasjon med ROCE og er i liket med ROCE spesielt høy i 2008 og lav i 2009. I gjennomsnitt er Statoils RNOA 17,01 %, mens bransjens snitt er på 8,3 %. Igjen virker Statoils tall meget sterke, men det kan nevnes at ExxonMobils og Chevrons RNOA i 2007 var henholdsvis 41,4 % og 26 %, noe som tilsier at Statoils tall kanskje ikke er så sterke som bransjesnittet gir uttrykk for (Penman, 2010).

Finansiell gjeldsgrad (FLEV)

Den første av de to finansielle driverne, på nivå en, er finansiell gjeldsgrad. FLEV sier noe om hvor stor del av netto driftsrelaterte eiendeler som er lånefinansiert. Såfremt lånekostnaden er lavere enn RNOA vil høyere FLEV gi høyere ROCE, men det vil også gi høyere sjanse for mislighold av gjelden (gearing/leverage) (Penman, 2010).

$$FLEV = \frac{\text{Gjennomsnittlig NFO}}{\text{Gjennomsnittlig CSE}}$$

Bransjens gjennomsnitt FLEV er 0,395, mens Statoils gjennomsnitt FLEV er meget lave 0,085. Det er allikevel verdt å merke seg at Statoil har stadig økende FLEV.

Driftsrelatert spread (SPREAD)

SPREAD er summen av RNOA og RNFO (return on NFO). RNFO er selskapets finansielle kostnad/inntekt som følge av netto finansiell gjeld, normalt vil RNFO være negativ og kalles da gjerne for netto lånekostnad (NBC). Som nevnt tidligere vil en positiv SPREAD gi mulighet for gearing, mens negativ SPREAD vil gjøre låning ugunstig.

$$SPREAD = RNOA + RNFO$$

$$RNFO = \frac{NFE (NFI)}{NFO}$$

Det er stor variasjon i Statoils RNFO, dette kommer av deres relativt lave netto finansielle gjeld og samtidig store sprik i finansiell kostnad/inntekt. Statoil hadde meget høye finansielle inntekter i 2008 som igjen gav stor positiv SPREAD, resultatet av dette var en ROCE som var betydelig høyere enn RNOA. I de to følgende årene er det også betydelig forskjell mellom RNOA og ROCE, men da i større grad som følge av økt FLEV (4 og 5 ganger så høy).

Profittmargin (PM)

På nivå to kan RNOA brytes opp i to drivere, profittmargin og eiendelenes omløpshastighet. Profittmarginen avslører driftsresultatet per krone selskapet har i salgsinntekter, jo høyere dette tallet er, jo bedre er selskapet sikret mot negativ utvikling i kostnader etc. (Penman, 2010).

$$PM = \frac{\text{Driftsresultat (etter skatt)}}{\text{Salgsinntekter}}$$

Olje- og gassbransjens gjennomsnitts PM er 13 %, mens Statoils gjennomsnitts PM kun er halvparten av dette (6,35 %). Nok en gang er det resultatet fra 2008 som trekker ned gjennomsnittet i perioden.

Eiendelenes omløpshastighet (ATO)

Eiendelenes omløpshastighet utgjør den andre delen av RNOA. Dette nøkkeltallet viser salgsinntekter per krone i netto driftsrelaterte eiendeler, og er dermed et mål på NOAs evne til å generere salg (Penman, 2010).

$$ATO = \frac{\text{Salgsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}}$$

Selv om Statoil har en lav PM sett mot snittet har de fortsatt en relativt høy RNOA, dette kommer av Statoils høye ATO. Statoils gjennomsnitts ATO er 2,56, dette er høyt sett i mot bransjens snitt som ligger på 0,57.

Senere vil jeg kunne benytte meg av tallene fra lønnsomhetsanalysen når jeg skal prognostisere et fremtidsregnskap, da det er normalt å regne med en viss kontinuitet i lønnsomhetsdriverne.

4.6 Vekstanalyse

Som nevnt tidligere i oppgaven krever en fundamental verdsettelse at analytikeren utarbeider et fremtidsregnskap. Før et slikt regnskap kan utarbeides må det foretas en vekstanalyse, slik at fremtidsregnskapet tar høyde for veksten i selskapet. Ifølge Penman (2010) er ikke vekst i inntektene et godt mål for vekst når man skal verdsette et selskap, fordi vekst i inntektene ikke nødvendigvis skaper merverdi. Veksten i superprofitten (residual earnings) er derimot et gyldig vekstmål, og vekstanalysen har dermed som formål å analysere veksten i ROCE og alminnelig egenkapital (CSE) som er driverne av veksten i superprofitten.

Første steg i vekstanalysen er å sette opp et driftsregnskap som kun baserer seg på normale poster. Aktiviteter som gjentas regelmessig er normale poster (kjerneaktivitet), mens uregelmessige aktiviteter (både hyppighet og forutsigbarhet) er unormale poster. Grunnen til dette er at engangstilfeller og forbigående elementer ikke skaper grunnlag for varig vekst, og dermed gir urealistisk høye/lave veksttall. Et eksempel på dette kan være stor gevinst ved salg av eiendom, hvis en slik post tas med i vekstanalysen vil man kunne få et misvisende veksttall som i neste instans vil føre til for høye verdier i fremtidsregnskapet (Penman, 2010).

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
<i>Driftsinntekter</i>					
Salgsinntekter	518 960	521 665	651 977	462 292	526 718
Resultatandel fra egenkapitalkonsoliderte selskaper	679	609	1 283	1 778	1 133
Andre inntekter	1 843	523	2 760	1 363	1 797
Sum driftsinntekter	521 482	522 797	656 020	465 433	529 648
<i>Driftskostnader</i>					
Varekostnad	-249 593	-260 396	-329 182	-205 870	-257 427
Andre kostnader	-44 801	-60 318	-59 349	-56 860	-57 531
Salgs- og administrasjonskostnader	-10 824	-14 174	-10 964	-10 321	-11 081
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	-39 450	-39 372	-42 996	-54 056	-50 608
Undersøkelseskostnader	-10 650	-11 333	-14 697	-16 686	-15 773
Sum driftskostnader	-355 318	-385 593	-457 188	-343 793	-392 420
Kjerne driftsresultat (før skatt)	166 164	137 204	198 832	121 640	137 228
<i>Skatt</i>					
Rapportert skattekostnad	-119 389	-102 170	-137 197	-97 175	-99 169
Skatteeffekt	172	-122	3 975	-2 448	399
Sum skatt på driftsresultat	-119 217	-102 292	-133 222	-99 623	-98 770
Kjerne driftsresultat (etter skatt)	46 947	34 912	65 610	22 017	38 458
<i>Unormale driftsrelaterte poster</i>					
Inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen	-5 052	-9 033	20 771	-11 254	2 231
Netto gevinst/tap på utenlandsk valuta	4 457	10 043	-32 563	1 993	-1 836
Aksjebaserte betalinger ført mot egenkapitalen	61	112	80	282	113
Fullstendig driftsresultat	46 413	36 034	53 898	13 038	38 966

Tabell 9: Kjerne driftsregnskapet

Kommentarer til kjerne driftsregnskapet:

- "Netto gevinst/tap på utenlandsk valuta" forekommer hvert år, men de er meget uforutsigbare og klassifiseres dermed som unormale.
- "Dirty surplus" elementene er unormale grunnet sin uregelmessighet.
- Når jeg senere i oppgaven skal verdsette Statoil vil jeg bruke superprofitt metoden som baserer seg på driftsrelaterte poster, derfor er ikke finansrelaterte poster tatt med i vekstanalysen.

Vekst gjennom lønnsomhet

Som beskrevet i lønnsomhetsanalysen er avkastning på alminnelig egenkapital (ROCE) drevet av avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler (RNOA), finansiell gjeldsgrad (FLEV) og spread.

I regnearket, *vekstanalyse*, har jeg dekomponert ROCE og samtidig tatt utgangspunkt i kjerne driftsregnskapet for å finne veksten i kjernedriverne. Veksten i RNOA, som er den delen jeg fokuserer på grunnet mitt fokus på superprofitt, er gitt i formelen under.

$$\Delta RNOA_t = (\Delta Normal PM_t \times ATO_{t-1}) + (\Delta ATO_t \times Normal PM_t) + \Delta \left(\frac{Unormale poster}{Gjennomsnittlig NOA} \right)$$

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
<i>Inndata</i>					
Kjerne driftsresultat (etter skatt)	46 947	34 912	65 610	22 017	38 458
Salgsinntekter	518 960	521 665	651 977	462 292	526 718
Unormale driftsrelaterte poster (UP)	-534	1 122	-11 712	-8 979	508
Gjennomsnittlig NOA		178 626	203 795	233 716	246 047
Gjennomsnittlig NFO		4 389	6 234	25 629	32 791
<i>Tall fra lønnsomhetsanalysen</i>					
ATO		2,920	3,199	1,978	2,141
FLEV		0,025	0,032	0,124	0,157
SPREAD		13,02 %	190,44 %	-18,98 %	18,96 %
<i>Vekstanalyse</i>					
Kjerne PM	9,05 %	6,69 %	10,06 %	4,76 %	7,30 %
Δ Kjerne PM		-2,35 %	3,37 %	-5,30 %	2,54 %
Δ ATO			0,279	-1,221	0,163
UP/NOA		0,63 %	-5,75 %	-3,84 %	0,21 %
Δ UP/NOA			-6,38 %	1,91 %	4,05 %
Δ RNOA som følge av Δ Kjerne PM			9,84 %	-16,96 %	5,02 %
Δ RNOA som følge av Δ ATO			2,81 %	-5,82 %	1,19 %
Δ RNOA som følge av Δ UP/NOA			-6,38 %	1,91 %	4,05 %
Δ RNOA			6,27 %	-20,87 %	10,26 %
FLEV*SPREAD		0,33 %	6,07 %	-2,36 %	2,98 %
Δ FLEV*SPREAD			5,74 %	-8,43 %	5,34 %
Δ ROCE			12,01 %	-29,29 %	15,59 %
<i>Vekst i alminnelig egenkapital (CSE)</i>					
Δ Salgsinntekter		2 705	130 312	-189 685	64 426
1/ATO		0,342	0,313	0,506	0,467
Δ 1/ATO			-0,030	0,193	-0,038
Δ Gjennomsnittlig NFO			1 845	19 396	7 162
Δ CSE som følge av Δ Salgsinntekter			44 621	-59 292	32 571
Δ CSE som følge av Δ ATO			-19 452	89 213	-20 240
Δ CSE som følge av Δ NFO			-1 845	-19 396	-7 162
Δ CSE			23 324	10 526	5 170

Tabell 10: Vekstanalyse

Det kommer frem av vekstanalysen at de største forandringene i RNOA kommer som følge av forandring i kjerne PM. Det er grunn til å tro at dette har sterk sammenheng med oljeprisen og jeg vil se nærmere på dette senere i oppgaven. Forandring som følge av unormale driftsrelaterte poster gjør seg også sterkt gjeldende, og dermed er det bra at dette blir luket ut ved hjelp av kjerne driftsresultatet.

Vekst i alminnelig egenkapital

Den andre driveren av vekst i superprofitten er vekst i alminnelig egenkapital (CSE). Veksten i CSE er differansen mellom veksten i netto driftsrelaterte eiendeler (NOA) og netto finansiell gjeld (NFO).

Veksten i NOA kan splittes opp i to ledd, veksten som følge av salgsinntekter og veksten som følge av eiendelenes omløpshastighet (ATO). Sistnevnte stilles opp på invers form, slik at den representerer mengden NOA selskapet trenger for å skape 1 krone i salgsinntekter. Formelen for forandring i CSE er dermed gitt under (Penman, 2010).

$$\Delta CSE_t = \left(\Delta \text{Salgsinntekter}_t \times \frac{1}{ATO_{t-1}} \right) + \left(\Delta \frac{1}{ATO_t} \times \text{Salgsinntekter}_t \right) - \Delta NFO_t$$

I tabellen ovenfor kan man se hvordan CSE forandrer seg som følge av de tre driverne. Dette er tall som er basert på gjennomsnittsverdier og de er dermed ikke helt nøyaktige, det tegnes like fullt et bilde av en stadig økende, men avtagende, CSE i Statoil. En av grunnene til den avtagende veksten er en kraftig økende gjeld i 2009.

4.7 Risikoanalyse

Som siste del i regnskapsanalysen ønsker jeg å utføre en risikoanalyse av Statoil. Gjennom en risikoanalyse ønsker analytikeren å finne nøkkeltall som kan si noe om sannsynligheten for at selskapet ikke klarer å innfri sine forpliktelser innenfor forfallsdatoen (default). Analysen deles opp i en kortsiktig del, likviditetsanalyse, og en langsiktig del, soliditetsanalyse. Regnskapsanalysen tar utgangspunkt i det opprinnelige finansregnskapet, og ikke det reformulerte regnskapet. Dette kommer av at skillet mellom driftsrelaterte og finansielle poster ikke har betydning ved behandling av forpliktelser (Penman, 2010; Kristoffersen, 2005).

4.7.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen er en analyse av selskapets betalingsevne på kort sikt. Den utføres ved å veie de likvide midlene opp mot den kortsiktige gjelden, for dermed å få en innsikt i selskapets evne til å håndtere forpliktelsene ved forfall. En manglende evne til å betale sine forpliktelser kan føre til at selskapet går konkurs, selv om bedriften for øvrig går godt (Kristoffersen, 2005; Penman, 2010; LO, 2009).

To mål er sentrale i likviditetsanalysen, likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Den førstnevnte baserer seg på alle omløpsmidler, mens den andre kun baserer seg på de mest likvide omløpsmidlene. Ifølge Kristoffersen (2005) har det historisk sett vært vanlig å sette ulike krav til likviditetsgradene, men ofte stilles det som krav at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, og at likviditetsgrad 2 bør være større

enn 1. Han sier også at det i praksis er sjeldent at bedrifter lever opp til disse kravene, en av grunnene til dette er at andre faktorer som ikke kommer frem av regnskapet også har en innvirkning på likviditeten, som for eksempel kredittid og ubenyttet kassakreditt. Dermed bør disse kravene kun brukes som en pekepinn og ikke ilegges for mye vekt (Kristoffersen, 2005; Penman, 2010). De to likviditetsgradene er gitt ved:

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

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

De mest likvide omløpsmidlene er omløpsmidler som kan omgjøres til kontanter ved enkle transaksjoner (Kristoffersen, 2005). I Statoils tilfelle er dette samtlige omløpsmidler, med unntak av varelageret.

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
<i>Inndata</i>					
Omløpsmidler	126 175	117 499	126 673	116 384	148 762
Mest likvide omløpsmidler	110 919	99 803	111 522	96 188	125 135
Kortsiktig gjeld	114 850	129 204	158 864	111 805	136 135
Egenkapital	169 407	179 067	216 055	200 118	226 395
Totalkapital	458 823	483 086	579 183	562 840	643 008
<i>Risikoanalyse</i>					
Likviditetsgrad 1	1,099	0,909	0,797	1,041	1,093
Likviditetsgrad 2	0,966	0,772	0,702	0,860	0,919
Egenkapitalprosent	36,92 %	37,07 %	37,30 %	35,56 %	35,21 %

Tabell 11: Risikoanalyse

Det kommer frem av tabellen at Statoils likviditetsgrad 1 er langt under det anbefalte nivået på 2, mens likviditetsgrad 2 er mye nærmere kravet om 1. Dette kommer av at de fleste omløpsmidlene er bundet i poster med høy likviditet og dermed blir gapet mellom likviditetsgrad 1 og 2 lite. At likviditetsgrad 2 har en verdi nær 1 betyr at den kortsiktige gjelden kan håndteres med høyt likvide midler, det igjen betyr at det er lav default-risiko.

ExxonMobil og BPs likviditetsgrad 1 er henholdsvis 1,001 og 1,112 i gjennomsnitt, mens snittet for likviditetsgrad 2 er 0,787 og 0,763. Dermed kan det se ut til at Statoil har en bransjemessig normal likviditetsgrad 1, og en god likviditetsgrad 2 (Exxon Mobil Corporation, 2010; BP plc, 2010).

Sett bort i fra 2008 holder begge likviditetsgradene seg rimelig stabile over alle årene, dette er et godt tegn ettersom en fallende likviditetsgrad er signal om minkende likviditetsreserver og dermed økt risiko for default. Totalt sett anser jeg risikoen knyttet til likviditet som liten.

4.7.2 Soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen gir en innsikt i et selskaps langsiktige finansrisiko og sier noe om selskapets evne til å tåle tap over tid. Et mål for soliditet er egenkapitalprosenten, den forteller hvor stor egenkapitalen er i forhold til totalkapitalen. Jo høyere egenkapitalprosenten er, jo lengre tid tar det før tapene rammer fremmedkapitalen (gjelden) og default finner sted. Kristoffersen (2005) sier at egenkapitalen gjennomsnittlig utgjør 36,5 % av totalkapitalen for aksjeselskaper i Fastlands-Norge, og man kan regne med at en egenkapitalprosent på 30-35 % normalt vil være tilfredsstillende (Kristoffersen, 2005; LO, 2009).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

I tabellen ovenfor kan man se at Statoil, gjennom hele perioden, ligger stabilt på 35-37 % egenkapital. De klare altså å opprettholde egenkapitalprosenten også gjennom dårlige perioder (2009), det er et positivt signal i forhold til finansrisikoen.

ExxonMobils egenkapitalprosent ligger på 50 %, mens BP ligger på 35 %. BP har altså valgt samme finansieringsstrategi som Statoil, mens ExxonMobil velger å finansiere hele 50 % av sine eiendeler med egenkapital (Exxon Mobil Corporation, 2010; BP plc, 2010).

Alt i alt vurderer jeg finansrisikoen i Statoil som svært lav. Likviditetsgrad 1 er noe lav sammenlignet med anbefalingene, men Statoil skiller seg ikke negativt ut sammenlignet med lignende selskap. I tillegg er både likviditetsgrad 2 og egenkapitalprosenten overbevisende, og det kom også frem av den reformulerte kontantstrømoppstillingen at den frie kontantstrømmen var positiv hvert år. Jeg tror ikke Statoil vil ha noen problemer med å overholde sine gjeldsfordringer i fremtiden, ikke veldig overraskende for en pengemaskin som Statoil.

5. Avkastningskrav

Senere i den fundamentale verdsettelsen vil det være behov for et avkastningskrav når resultatene skal diskonteres for å finne nåverdi. Avkastningskravet er minimumsavkastningen en investor krever som kompensasjon for tidsverdien og risikoen som foreløper på investeringen. Tidsverdien av pengene og risiko for tap på investering er investorens kostnader, og avkastningskravet skal altså sørge for at kostnaden ved investering blir dekket. For å skape merverdi må investeringen gi høyre avkastning enn det som er minimumskravet (Penman, 2010).

Jeg vil bruke "Weighted Average Cost of Capital" (WACC) modellen for å finne avkastningskravet på total kapitalen. Denne metoden krever at jeg først finner avkastningskravet på egenkapitalen og gjeld, førstnevnte vil jeg finne ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM) (Penman, 2010; Bodie, Kane og Marcus, 2009).

5.1 Avkastningskravet på egenkapitalen

Avkastningskravet på egenkapitalen er gitt ved kapitalverdimodellen (Berk og DeMarzo, 2007; Penman, 2010):

$$E(r_{STL}) = r_f + \beta_{STL}[E(r_m) - r_f]$$

$E(r_{STL})$ = Forventet avkastning på egenkapitalen (for Statoil)

r_f = Risikofri rente

β_{STL} = Betaverdi (systematisk risiko) (for Statoil)

$E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopremie (forventet avkastning i markedet minus risikofri rente)

Modellen bygger på noen forenklede forutsetninger om investorene og markedene, blant annet forventes det at det er effisiente markeder, fullkommen konkurranse, lik tidshorisont og ingen transaksjonskostnader. Disse forutsetningene har som hovedformål å fremstille investorene som homogene vesener, med unntak av deres risikovillighet og kapitalstørrelse. Selv om kapitalverdimodellen bygger på flere forutsetninger som ikke holder i virkeligheten, står den fortsatt sentralt i moderne finansiell økonomi. Bodie, Kane og Marcus (2009) hevder at modellens popularitet bygger på innsikten den gir og hvordan den presist viser sammenhengen mellom risiko og forventet avkastning (Fama og French, 2004; Bodie, Kane og Marcus, 2009; Berk og DeMarzo, 2007).

Risikofri rente

Den risikofrie renten skal representere den avkastningen som kan oppnås uten å ta risiko. Normalt brukes avkastningen på langsiktige statsobligasjoner for å reflektere den risikofrie renten, i Norge er maksimal løpetid på en statsobligasjon ti år. Norges Bank oppgir at den gjennomsnittlige renten, per år, på en tiårig statsobligasjon er 3,52 % (Norges Bank, 2011; Koller, Goedhart og Wessels, 2010).

Betaverdi

Betaverdien er et mål for korrelasjon med markedet, også kjent som markedsrisiko, ikke-diversifiserbar risiko, eller systematisk risiko. Markedet, eller en portefølje som representerer markedet, har en betaverdi lik 1. En betaverdi over 1 betyr at aksjen har høyere systematisk risiko enn markedet, mens det motsatte er sant for betaverdier under 1. Har aksjen betaverdi lik 0 betyr det at den ikke har systematisk risiko, og derfor bare har diversifiserbar risiko (det ingen risikopremie for denne typen risiko). Betaen finner man ved å sammenligne avkastningen på aksjen (i selskapet man analyserer) med en indeks som representerer markedet (Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) i Norge)(Bodie, Kane og Marcus, 2009).

Statoils betaverdi per 18. mai 2011 var, ifølge Reuters, 0,69, altså har Statoil mindre systematisk risiko enn markedet (Reuters, 2011).

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning i markedet og risikofri rente. Dette er meravkastningen investoren krever for å ta del i markedsrisikoen fremfor å investere i risikofri aktiva. Størrelsen på risikopremien justeres av betaverdien, jo større beta, jo større risikopremie (Bodie, Kane og Marcus, 2009).

Risikopremien for Oslo Børs ligger ifølge finansdepartementet på rundt 5 %. Espen Sirnes (2010) støtter opp om dette og hevder at gjennomsnitts risikopremie på Oslo Børs, i perioden 1915-2009, har vært 5,4 % (Finansdepartementet, 2011; Espen Sirnes, 2010).

Avkastningskrav på Statoils egenkapital

Gitt verdiene ovenfor blir avkastningskravet på Statoils egenkapital 7,25 %.

$$E(r_{STL}) = 3,52\% + 0,69 \times 5,4\% = 7,25\%$$

5.2 Avkastningskravet på fremmedkapitalen

Avkastningskravet på fremmedkapitalen (gjelden) er tilsvarende langsiktig gjeldskostnad (rentekostnad). I årsrapporten kommer det frem at Statoils vektete gjennomsnittlige rentesats er 5,01 %. Denne kostnaden består av to deler, risikofri rente og et risikotillegg (kreditorenes risikopremie) (Statoil, 2010; Penman, 2010; Koller, Goedhart og Wessels, 2010).

5.3 Avkastningskravet på totalkapitalen

Avkastningskravet på totalkapitalen er gitt ved WACC-modellen. Selskapets kapitalkostnad fremkommer i denne modellen som et veid gjennomsnitt av avkastningskravet på egenkapitalen og avkastningskravet på fremmedkapitalen. Vektingen skjer mellom markedsverdi på egenkapitalen og netto finansiell gjeld, i tillegg må avkastningskravet på gjelden beregnes etter skatt (Penman, 2010).

$$r_{WACC} = \frac{E}{V} \times r_E + \frac{D}{V} \times r_D \times (1 - s)$$

r_{WACC} = Avkastningskravet på totalkapitalen

r_E = Avkastningskravet på egenkapitalen (7,25 %)

r_D = Avkastningskravet på fremmedkapitalen (5,01 %)

V = Markedsverdi på totalkapitalen (486 700 millioner NOK)

E = Markedsverdi på egenkapitalen (455 976 millioner NOK)

D = Netto finansiell gjeld (30 724 millioner NOK)

S = Skattesats (0,28)

Per 18. mai 2011 var aksjekursen 143 kroner og det var 3188,65 millioner utestående aksjer, markedsverdien på egenkapitalen blir dermed 455 976 millioner NOK. I den reformulerte balansen kommer det frem at netto finansiell gjeld er 30 724 millioner NOK. Markedsverdien på totalkapitalen er summen av disse to ($E + D$), og beløper seg til 486 700 millioner NOK (Oslo Børs, 2011). Statoil oppgir ofte en meget høy skattesats, dette kommer av at petroleumsvirksomheter ilegges en særskatt (i Norge) på 50 % i tillegg til ordinær skatt på 28 %. Men denne skattet er knyttet til resultatet og skal etter mitt skjønn ikke legges ved på finansielle aktiviteter (Statoil ASA, 2010).

$$r_{WACC} = \frac{455\,976}{486\,700} \times 7,25\% + \frac{30\,724}{486\,700} \times 5,01\% \times 0,72 = 7,02\%$$

Avkastningskravet på Statoils totalkapital, ved WACC-metoden, er dermed 7,02 %.

Det må nevnes at gjennom min analyse vil jeg til slutt komme frem til et nytt verdiestimat på egenkapitalen, dermed vil den nye verdien være beregnet på grunnlag av markedsverdien jeg oppgir her (E). Det oppstår altså en sirkel situasjon der jeg hele tiden vil kunne beregne ny WACC for så å beregne ny egenkapital verdi, gjentas denne rotasjonen mange nok ganger vil verdiene til slutt konvergere mot virkelig verdi.

Jeg kan i ettertid konstatere at dette ikke er et stort problem ved denne oppgaven, fordi mitt verdiestimat kom meget nære markedsverdien (E) og dermed vil den originale WACC-utregningen gi et godt estimat.

6. Fremtidsregnskap

Det neste steget i den fundamentale analyse er å utarbeide et fremtidsregnskap basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Grunnen til dette er at den fundamentale verdsettelsen baserer seg på nåverdi av fremtidige resultater.

Før et fremtidsregnskap kan utarbeides må analytikeren bestemme seg for hvor lang budsjettperioden skal være, altså hvor mange år det skal budsjetteres for. Det er normalt å ha en budsjettperiode på fem til ti år, alt ettersom hvor stabil utviklingen i selskapet er. Et selskap som har stabil utvikling sies å ha nådd "steady state", dette uttrykker at selskapet vil ha kontinuerlig vekst i fremtiden. Det er også et poeng at budsjettperioden ikke skal være for lang, ettersom usikkerheten i budsjetteringen vokser for hvert år (Penman, 2010). Statoil er et rimelig stabilt selskap, og jeg velger derfor å bruke en femårig budsjettperiode.

Siste del av analysen vil basere seg på superprofitten på driften (ReOI), som igjen er basert på kjerne driftsresultat og netto driftsrelaterte eiendeler. Dermed må kjerne resultatregnskapet og den driftsrelaterte delen i den reformulerte balansen prognostiseres. De største postene (verdidriverne) vil være fokuset, ettersom de mindre postene gir lite utslag i verdsettelsen.

6.1 Prognostisering av kjerne driftsresultatet

Som forklart tidligere i oppgaven gir veksttall basert på kjerne driftsregnskapet mer presise beregninger enn det vanlige driftsregnskapet. Derfor tar jeg utgangspunkt i kjerne driftsregnskapet når jeg skal beregne kommende resultater.

Driftsinntekter

Når jeg skal analysere Statoils driftsinntekter velger jeg å skille mellom to forskjellige inntektsposter, en post for oljeinntekter og en for naturgassinntekter. Jeg velger en slik fordeling fordi olje- og gassprisene er hoveddrivkraften bak forandringer i Statoils salgsinntekter. Omfordelingen mellom olje og gass er gjort basert på Statoils segmentdata, poster hvor skillet mellom olje og gass er uklart har jeg valgt å behandle som en del av driftsinntekter fra olje. I tabellen nedenfor presenterer jeg den årlige og gjennomsnittlige veksten for begge segmentene, samt tall for oljeprisen.

	2006	2007	2008	2009	2010	Gjennomsnitt
(millioner NOK)						
Driftsinntekter: Olje	424 413	449 363	547091	368 061	444 892	
Δ Driftsinntekter: Olje		6 %	22 %	-33 %	21 %	3,9 %
Gjennomsnittlig oljepris (US dollar/fat)	66,1	72,7	98,5	62,7	80,3	
Δ Gjennomsnittlig oljepris		10 %	35 %	-36 %	28 %	9,3 %
Driftsinntekter: Naturgass	97 069	73 434	108 929	97 372	84 756	
Δ Driftsinntekter: Naturgass		-24 %	48 %	-11 %	-13 %	0,1 %

Tabell 12: Vekst i driftsinntekter (Statoil ASA, 2007-2010; SSB, 2011)

Korrelasjonen mellom veksten i driftsinntekter fra olje og veksten i oljeprisen er som forventet meget høy. Følgene av dette er at de store svingningene i oljeprisen også medfører store sprik i Statoils driftsinntekter fra år til år, dette gjør fremtidig vekst vanskelig å prognostisere.

Den høye sammenhengen mellom oljepris og driftsinntekter gjør det naturlig å se på fremtidig oljepris når veksten i driftsinntektene skal analyseres. Med utgangspunkt i at olje futures (Brent Blend) er et godt estimat for fremtidige oljepriser velger jeg å bruke futures-prisene som en pekepinn på fremtidig vekst. Per 21. mai 2011 var prisen på Brent Blend-kontrakter for 2011 i gjennomsnitt 109 dollar fatet. Lengre kontrakter har en fallende kurve og i 2012 er gjennomsnittsprisen 107 dollar, mens de i 2013 ligger på 103 dollar. I 2014 flater priskurven ut på 100-tallet og der ligger den stabilt gjennom hele 2015 (DN.no, 2011).

Oljeprisen de første fem månedene av 2011 har, sett i historisk perspektiv, vært meget høy. En oljepris på rundt 115-120 dollar fatet har ført til at Statoils driftsresultat i første kvartal 2011 var 28 % høyere enn i 2010. Men oljeprisen har vist en nedadgående trend i slutten av mai, og jeg tror prisen vil nærme seg 100-105 dollar fatet i løpet av sommeren. En grunn til at vi ser fallende oljepriser er at risikopremien (fryktpremien) som følge av problemene i Midtøsten og Nord-Afrika har minsket. Årsaken til dette er at uroen ser ut til å avta noe og dermed er også trusselen om innskrenket oljeproduksjon lavere. Alt i alt tror jeg vi vil se en stor vekst i Statoils inntekter i 2011, men ikke fullt så stor som første kvartal gir uttrykk for (SSB, 2011; DN.no, 2011; Statoil ASA, 2011).

I 2012 tror jeg inntektene fra oljevirkosomhet vil ha negativ vekst som et resultat av en fallende gjennomsnittlig oljepris. Jeg tror oljeprisen vil falle fordi den, som nevnt, ligger på et historisk sett meget høyt nivå og fordi futures-kontraktene viser fallende kurve. Deretter tror jeg at inntektene vil ha liten eller ingen forandring i 2013, som følge av at oljeprisen stabiliserer seg.

Gjennom 2014 og 2015 tror jeg vi vil se at oljeinntektene beveger seg mot den langsiktige økonomiske veksten. Dette baserer jeg på de stabile Brent Blend-kontraktene, og en forutsetning om at alle selskaper vil nærme seg langsiktig økonomisk vekst over tid.

Fra 2006 til 2010 er den årlige veksten i inntekter fra naturgass i gjennomsnitt tilnærmet lik null, men prisene på naturgass futures er stigende frem mot år 2015. Jeg antar derfor at veksten i driftsinntekter fra naturgass gjennom budsjettperioden vil øke mot den langsiktige økonomiske veksten (DN.no, 2011).

Tabell 13 oppsummerer den prognostiserte veksten i driftsinntektene fra olje og naturgass.

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Gjennomsnitt
Driftsinntekter: Olje	15,0 %	-10,0 %	0,0 %	2,0 %	4,0 %	2,2 %
Driftsinntekter: Naturgass	1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	3,0 %

Tabell 13: Prognostisert vekst i driftsinntekter

Driftskostnader

I vekstanalysen kom det frem at kjerne PM var relativt stabil, det betyr at driftskostnadene i stor grad er korrelert med driftsinntektene. Når jeg videre skal beregne vekst i driftskostnadene tar jeg utgangspunkt i at denne korrelasjonen vil opprettholdes i fremtiden.

	2006	2007	2008	2009	2010	Gjennomsnitt
(millioner NOK)						
Varekostnad	249 593	260 396	329 182	205 870	257 427	
Δ Varekostnad		4 %	26 %	-37 %	25 %	4,6 %
Andre kostnader	44 801	60 318	59 349	56 860	57 531	
Δ Andre kostnader		35 %	-2 %	-4 %	1 %	7,5 %
Salgs- og administrasjonskostnader	10 824	14 174	10 964	10 321	11 081	
Δ Salgs- og administrasjonskostnader		31 %	-23 %	-6 %	7 %	2,5 %
Avskrivninger	39 450	39 372	42 996	54 056	50 608	
Δ Avskrivninger		0 %	9 %	26 %	-6 %	7,1 %
Undersøkelseskostnader	10 650	11 333	14 697	16 686	15 773	
Δ Undersøkelseskostnader		6 %	30 %	14 %	-5 %	11,0 %

Tabell 14: Vekst i driftskostnader (Statoil ASA, 2007-2010)

Sammenligner man tabell 12 og 14 ser man en sterk sammenheng mellom veksten i varekostnaden og veksten i driftsinntektene fra olje. Jeg velger å fortsette denne sammenhengen, og bruker derfor samme prognostiserte veksttall for driftskostnadene som jeg brukte for oljeinntektene.

Andre kostnader gjør et stort sprang i 2007, men utvikler seg relativt lite etter det. Jeg velger derfor å bruke en gjennomsnittlig vekst i fremtiden som ligger noe under snittet i regnskapsårene (2006-2010). Samtidig lar jeg andre kostnader øke mot den langsiktige økonomiske veksten, i likhet med varekostnaden.

Gjennomsnittsveksten i avskrivninger ligger tett opptil gjennomsnittsveksten i varige driftsmidler (tabell 17). Det virker som en rimelig antagelse at dette fortsetter i fremtiden, ettersom avskrivninger er tett knytte til varige driftsmidler.

Som det kommer frem i tabell 15 har jeg antatt økende vekst i undersøkelseskostnadene i budsjettperioden. Jeg velger å øke veksten i undersøkelseskostnadene på bakgrunn av den strategiske analysen, der kom det frem at det er stadig økende kamp om stadig minkende ressurser i oljebransjen. Når oljereservene minker må det settes inn flere ressurser i letevirsomheten for å opprettholde produksjonen.

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Gjennomsnitt
Varekostnad	15,0 %	-10,0 %	0,0 %	2,0 %	4,0 %	2,2 %
Andre kostnader	4,0 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %
Salgs- og administrasjonskostnader	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Avskrivninger	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Undersøkelseskostnader	7,0 %	9,0 %	11,0 %	13,0 %	15,0 %	11,0 %

Tabell 15: Prognostisert vekst i driftskostnader

Skatt

Selskaper som driver petroleumsvirksomhet på norsk kontinentalsokkel ilegges en særskatt på resultatet fra petroleumsvirksomheten (driftsresultatet). På toppen av den ordinære skatten (28 %) må Statoil derfor betale et tillegg på 50 %, dermed er Statoils totale nominelle skattesats 78 %. Jeg antar at Statoils effektive skatt vil bevege seg mot den nominelle på lang sikt, og bruker derfor 78 % skatt i det prognostiserte kjerne driftsregnskapet (Statoil ASA, 2010).

Tabell 16 viser prognostisert utvikling i kjerne driftsresultatet basert på veksttallene jeg konkluderte med ovenfor.

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
(millioner NOK)						
<i>Driftsinntekter</i>						
Driftsinntekter: Olje	444 892	511 626	460 463	460 463	469 672	488 459
Driftsinntekter: Naturgass	84 756	85 604	86 451	87 299	88 146	88 994
Sum driftsinntekter	529 648	597 229	546 914	547 762	557 819	577 453
<i>Driftskostnader</i>						
Varekostnad	-257 427	-296 041	-266 437	-266 437	-271 766	-282 636
Andre kostnader	-57 531	-59 832	-62 226	-65 026	-68 277	-71 691
Salgs- og administrasjonskostnader	-11 081	-11 358	-11 642	-11 933	-12 231	-12 537
Avskrivninger	-50 608	-54 151	-57 941	-61 997	-66 337	-70 980
Undersøkelseskostnader	-15 773	-16 877	-18 396	-20 420	-23 074	-26 535
Sum driftskostnader	-392 420	-438 259	-416 642	-425 812	-441 685	-464 380
Kjerne driftsresultat (før skatt)	137 228	158 970	130 273	121 950	116 134	113 073
Skatt (78%)	98 770	123 997	101 613	95 121	90 584	88 197
Kjerne driftsresultat (etter skatt)	38 458	34 973	28 660	26 829	25 549	24 876

Tabell 16: Prognose kjerne driftsregnskapet

6.2 Prognostisering av netto driftsrelaterte eiendeler

Forandringer i netto driftsrelaterte eiendeler kan beregnes ved hjelp av eiendelenes omløpshastighet (ATO). Men grunnet store sprik i Statoils ATO-tall (fra lønnsomhetsanalysen) velger jeg å ta for meg driftsrelaterte eiendeler post for post.

Driftsrelaterte eiendeler

For driftsrelaterte eiendeler har jeg valg å slå sammen visse småposter i oppsamlingsposten *Annet*. Samtidig har jeg valg å ikke analysere posten *eiendeler klassifisert som holdt for salg*, grunnen til dette er at den, etter planen, skal falle bort i løpet av 2011. Utviklingen i driftsrelaterte eiendeler er som følger:

	2006	2007	2008	2009	2010	Gjennomsnitt
(millioner NOK)						
Varige driftsmidler	272 163	278 352	329 841	340 835	348 204	
Δ Varige driftsmidler		2 %	18 %	3 %	2 %	6,6 %
Immaterielle eiendeler	31 205	44 850	66 036	54 253	39 695	
Δ Immaterielle eiendeler		44 %	47 %	-18 %	-27 %	11,6 %
Investeringer i tilknyttede foretak	8 556	8 421	12 640	10 056	13 884	
Δ Investeringer i tilknyttede foretak		-2 %	50 %	-20 %	38 %	17 %
Varelager	15 256	17 696	15 151	20 196	23 627	
Δ Varelager		16 %	-14 %	33 %	17 %	13 %
Kundefordringer	62 359	69 378	69 931	58 895	76 139	
Δ Kundefordringer		11 %	1 %	-16 %	29 %	6,4 %
Annet	1921	2415	5172	4833	8219	
Δ Annet		26 %	114 %	-7 %	70 %	50,8 %

Tabell 17: Vekst i driftsrelaterte eiendeler (Statoil ASA, 2007-2010)

Jeg velger stort sett å holde meg til gjennomsnittsveksten, med noen unntak. Investeringer i tilknyttede foretak økte mye i første kvartal 2011, jeg justerer for dette i de antatte veksttallene samtidig som jeg vedlikeholder gjennomsnittsveksten til en viss grad (Statoil ASA, 2011).

Veksten i varelageret har en svak negativ korrelasjon med veksten driftsinntektene, varelagrene fylles når oljen er billig og tømmes når oljen er dyr. Jeg har tatt hensyn til dette i mine estimater og har, som det kommer frem av tabell 18, justert veksttallene for varelageret etter de prognostiserte driftsinntektene fra tabell 15.

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Gjennomsnitt
Varige driftsmidler	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %
Immaterielle eiendeler	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Investeringer i tilknyttede foretak	65,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	21,0 %
Varelager	5,0 %	20,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	12,8 %
Kundefordringer	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Annet	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %

Tabell 18: Prognostisert vekst i driftsrelaterte eiendeler

Driftsrelatert gjeld

I likhet med driftsrelaterte eiendeler har også driftsrelatert gjeld en post som faller vekk i løpet av 2011, utenom dette er ingen poster droppet eller omgruppert i vekstanalysen.

	2006	2007	2008	2009	2010	Gjennomsnitt
(millioner NOK)						
Utsatt skatt	72 084	67 477	68 144	76 322	78 052	
Δ Utsatt skatt		-6 %	1 %	12 %	2 %	2 %
Pensjonsforpliktelser	11 028	19 092	25 538	21 142	22 110	
Δ Pensjonsforpliktelserer		73 %	34 %	-17 %	5 %	24 %
Andre avsetninger	42 173	43 845	54 359	55 834	67 910	
Δ Andre avsetninger		4 %	24 %	3 %	22 %	13 %
Leverandørgjeld	55 595	64 624	61 200	59 801	73 551	
Δ Leverandørgjeld		16 %	-5 %	-2 %	23 %	8 %
Betalbar skatt	47 149	50 941	57 074	40 994	46 693	
Δ Betalbar skatt		8 %	12 %	-28 %	14 %	1 %

Tabell 19: Vekst i driftsrelatert gjeld (Statoil ASA, 2007-2010)

Jeg gjør få forandringer fra de gjennomsnittlige veksttallene i tabellen ovenfor, men velger å senke veksten i pensjonsforpliktelser noe. Dette gjør jeg fordi veksten fra år 2006 til 2007 syntes unormal stor, og dermed blir snittverdien i overkant høy. Resultatet er presentert nedenfor:

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Gjennomsnitt
Utsatt skatt	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2,0 %
Pensjonsforpliktelser	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20,0 %
Andre avsetninger	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13,0 %
Leverandørgjeld	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8,0 %
Betalbar skatt	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1,0 %

Tabell 20: Prognostisert vekst i driftsrelatert gjeld

Tabell 21 viser prognostisert utvikling i netto driftsrelaterte eiendeler basert på veksttallene jeg konkluderte med ovenfor.

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
(millioner NOK)						
<i>Driftsrelaterte eiendeler</i>						
Varige driftsmidler	348 204	371 185	395 684	421 799	449 638	479 314
Immaterielle eiendeler	39 695	44 458	49 793	55 769	62 461	69 956
Investeringer i tilknyttede foretak	13 884	22 909	25 199	27 719	30 491	33 540
Varelager	23 627	24 808	29 770	33 640	38 013	42 955
Kundefordringer	76 139	81 469	87 172	93 274	99 803	106 789
Annet	8 219	9 452	10 870	12 500	14 375	16 531
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	44 890	-	-	-	-	-
Sum driftsrelaterte eiendeler	554 658	554 281	598 488	644 701	694 781	749 086
<i>Driftsrelatert gjeld</i>						
Utsatt skatt	78 052	79 613	81 205	82 829	84 486	86 176
Pensjonsforpliktelser	22 110	26 532	31 838	38 206	45 847	55 017
Andre avsetninger	67 910	76 738	86 714	97 987	110 725	125 120
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	73 551	79 435	85 790	92 653	100 065	108 071
Betalbar skatt	46 693	47 160	47 632	48 108	48 589	49 075
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg	9 223	-	-	-	-	-
Sum driftsrelatert gjeld	297 539	309 478	333 179	359 784	389 713	423 458
Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	257 119	244 803	265 308	284 917	305 068	325 628

Tabell 21: Prognose netto driftsrelaterte eiendeler

7. Verdsettelse

Dette kapitlet tar for seg fjerde steg i den fundamentale analysen, selve verdsettelsen. Utgangspunktet for verdsettelsen ble lagt i de to foregående kapitlene ved utarbeidelse av avkastningskravet og fremtidsregnskapet. Som jeg har nevnt tidligere i oppgaven vil jeg verdsette Statoil ved hjelp av den driftsrelaterte superprofittmodellen, og i første del av dette kapitlet vil jeg derfor gjennomgå denne modellen. Deretter vil jeg gjøre rede for langsiktig vekst i økonomien, ettersom fremtidig vekst er en viktig faktor ved utregning av fremtidig verdiskapning (horisontverdi). Avslutningsvis vil jeg utføre selve verdsettelsen av Statoil.

7.1 Den driftsrelaterte superprofittmodellen

Superprofitt ("residual earnings") er et mål for avkastning utover avkastningskravet, det er denne meravkastningen som tilfører verdi til et investeringsobjekt (Penman, 2010).

Det er normalt å forutsette at netto finansiell gjeld (NFO) er bokført til virkelig verdi og at superprofitten (merkostnaden) på NFO dermed er null (Modigliani-Miller teoremet). Derfor er det ofte hensiktsmessig å kun beregne superprofitt på driftsrelaterte aktiviteter (Berk og DeMarzo, 2007; Penman, 2010). Den driftsrelaterte superprofitten (ReOI) er gitt ved:

$$ReOI_t = \text{Driftsresultat (etter skatt)}_t - (\rho_F - 1) \times NOA_{t-1}$$

$\rho_F - 1$ = Avkastningskravet på totalkapitalen

NOA = Netto driftsrelaterte eiendeler

Egenkapitalens verdi er differansen mellom verdien av netto driftsrelaterte eiendeler og verdien av netto finansiell gjeld. Verdien av NOA fås ved å summere bokverdien av NOA og antatt fremtidig verdi av den driftsrelaterte superprofitten. Verdien av NFO er allerede gitt, ettersom jeg forutsetter at NFO er bokført til markedsverdi. Altså er verdien av egenkapitalen summen av egenkapitalens bokverdi og antatt fremtidig verdi av driften, noe som gir mening (Penman, 2010; Penman og Sougiannis, 1998). Modellen er presentert nedenfor:

$$\text{Verdi egenkapitalen}_0 = NOA_0 - NFO_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \dots + \frac{ReOI_T}{\rho_F^T} + \frac{ReOI_T}{\rho_F^T} + \frac{CV_T}{\rho_F^T}$$

$NOA_0 - NFO_0$ = Bokverdi av egenkapitalen

ρ_F = Diskonteringsraten (avkastningskravet på totalkapitalen)

CV = Horisontverdi

Som det kommer frem av modellen neddiskonteres superprofitten med avkastningskravet på totalkapitalen for å finne nåverdi. Den fremtidige verdien av driften deles opp i to deler, en del basert på de budsjetterte tallene fra fremtidsregnskapet og en del basert på horisontverdi.

Beregning av horisontverdien ("continuing value") foretas etter endt budsjettperiode, denne verdien er basert på veksten under "steady state" og skal representere all verdi skapt etter budsjettperioden. Horisontverdien beregnes ved hjelp av Gordons vekstmodell (Penman, 2010):

$$CV_T = \frac{ReOI_{T+1}}{\rho_F - g}$$

g = Langsiktig vekst i økonomien

7.2 Langsiktig vekst i økonomien

Horisontverdien regnes altså ut med Gordons vekstmodell, og den baserer seg på en konstant vekstverdi som kan opprettholdes i all fremtid. På lang sikt er det ikke mulig for et selskap å ha en vekst som er større enn veksten i økonomien det er en del av. Siden brorparten av Statoils operasjoner finner sted i Norge, velger jeg en vekstrate lik veksten i Norges bruttonasjonal produkt (Damodaran, 2002).

Tall fra Statistisk sentralbyrå viser at den gjennomsnittlige veksten i BNP fra 1970-2014 (de 4 siste årene er prognostisert) er 3,08 %. Dette er realvekst og den må derfor justeres for inflasjon, jeg forventer at inflasjonen på lang sikt vil tilnærme seg Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 %. Sammenlagt får jeg da en langsiktig vekstrate på 5,58 % (SSB, 2011).

7.3 Verdsettelse av Statoil

Med tall fra fremtidsregnskapet, avkastningskravet på totalkapitalen og den beregnede langsiktige økonomiske veksten får jeg, ved hjelp av den driftsrelaterte superprofittmodellen, en egenkapitalverdi på 446 339 millioner NOK. Per 26. mai 2011 hadde Statoil 3188,65 millioner utestående aksjer, og dermed blir estimert aksjeverdi 140 NOK (se tabell 22). På samme tidspunkt var markedsverdien av en Statoil-aksje 136,4 NOK. Differansen var altså 3,6 NOK per aksje, og det prosentvise avviket var dermed 2,64 %. Dette er på ingen måte et betydelig avvik, men det kan tyde på at aksjen muligvis er noe underpriset (Oslo Børs, 2011).

Første handledag på børsen etter publiseringen av Statoils årsrapport for 2010 (28. mars 2011), var prisen per aksje 153,4 NOK. Selv om mitt tallmateriale i stor grad er basert på denne og tidligere årsrapporter er mitt prisestimat, i likhet med markedets, noe lavere per 26. mai 2011. Mye av grunnen til dette ligger i de fallende oljepris-estimatene, disse er som forklart tidligere er en sterk drivkraft for Statoils verdiskapning.

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
(millioner NOK)						
Kjerne driftsresultat (etter skatt)	38 458	34 973	28 660	26 829	25 549	24 876
Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	257 119	244 803	265 308	284 917	305 068	325 628
ReOI		16 924	11 475	8 204	5 548	3 460
Diskonteringsrate (7,02%)		1,0702	1,1453	1,2257	1,3118	1,4039
Nåverdi av ReOI		15 814	10 019	6 693	4 230	2 465
Total nåverdi av ReOI frem til 2015	39 220					
Horisontverdi	180 724					253 712
Selskapsverdi	477 063					
Netto finansiell gjeld (NFO)	30 724					
Verdi egenkapital	446 339					
Antall aksjer (millioner)	3188,65					
Verdi per aksje	140					

Tabell 22: Verdsettelse av Statoil

Det er mange usikkerhetsmomenter knyttet til aksjeverdien jeg har beregnet, blant annet det forutnevnte oljepris-estimatet. Derfor vil jeg i neste del av oppgaven utføre en sensitivitetsanalyse som kan kaste lys på nøkkelverdiens effekt på verdsettelsen.

8. Sensitivitetsanalyse

Det er mange usikkerhetsmomenter knyttet til den estimerte aksjeverdien, selv små forandringer i nøkkeltallene kan endre en kjøpsanbefaling til en salgsanbefaling, og det er derfor behov for å utføre en sensitivitetsanalyse. I sensitivitetsanalysen vil jeg se hvordan endringer i de viktigste estimatene påvirker aksjeverdien jeg fant i forrige kapittel. Jeg deler analysen i to, først ser jeg på den langsiktige veksten i økonomien og avkastningskravet på totalkapitalen, deretter analyserer jeg virkningen av forandringer i fremtidsregnskapets viktigste poster.

Endring i langsiktig vekst og avkastningskravet

Normalt vil avkastningskravet og vekstraten være faktorene med størst innvirkning på aksjeverdien. I tabell 23 kan man se hvordan en økning eller reduksjon i en eller begge verdiene vil påvirke aksjeprisen cet.par.

		Vekst								
		3,6 %	4,1 %	4,6 %	5,1 %	5,58 %	6,1 %	6,6 %	7,1 %	7,6 %
WACC	5,5 %	195	234	315	600	-2 475	-254	-99	-41	-10
	6,0 %	154	172	202	267	474	-1 547	-186	-63	-16
	6,5 %	127	135	149	172	218	392	-1 146	-121	-28
	7,02 %	107	111	117	126	140	172	279	-952	-60
	7,5 %	93	95	97	101	106	115	133	198	-388
	8,0 %	82	82	83	83	84	85	87	92	107
	8,5 %	73	73	72	71	70	68	66	61	52

Tabell 23: Sensitivitetsanalyse: Langsiktig vekst i økonomien og avkastningskravet

Et avkastningskrav lavere enn veksten i økonomien gir ingen mening for investoren, og derfor er feltene dette gjelder markert med mørkerosa. Når avkastningskravet ligger veldig tett opptil veksten vil utslaget i horisontverdien bli meget stort (kan ses på som en svakhet med Gordons vekstmodell), noe som igjen kan føre til ekstreme aksjepriser, disse feltene er derfor markert med lyserosa.

Det kommer veldig tydelig frem i tabell hvordan en liten justering i avkastningskravet eller veksten kan gi stort utslag i estimert aksjepris. Er for eksempel det beregnede avkastningskravet 0,52 prosentpoeng for høyt (cet. par.) vil faktisk aksjeverdi være 218 NOK, altså 56 % høyere enn mitt nåværende estimat.

Endring i oljeinntekter og varekostnader

Jeg har valgt å analysere virkningen av å endre vekstprognosene for oljeinntektene og varekostnadene i fremtidsregnskapet. Dette er relativt store poster som dermed har stor innvirkning på superprofitten, samtidig som det er stor usikkerhet knyttet til veksten i nettopp disse postene.

Jeg vil se på effekten av endring i veksten de to første årene i budsjetteringsperioden, fordi det er disse årene jeg prognostiserer de største endringene i veksten. De tre resterende årene i fremtidsregnskapet har jeg ikke forandret, og de vil som før stabilisere seg mot den langsiktige økonomiske veksten. Jeg forklarte tidligere hvorfor jeg har lik vekst i oljeinntekter og varekostnader, og tabell 24 representerer altså endringer i tabell 13 og 15 fra kapittel 6.

		Vekst i oljeinntekter og varekostnader				
		2011E				
		10 %	12 %	15 %	18 %	20 %
2012E	-20,0 %	22	34	53	71	84
	-15,0 %	64	77	96	116	129
	-10,0 %	105	119	140	164	175
	-5,0 %	147	162	184	206	220
	0,0 %	189	204	227	250	226

Tabell 24: Sensitivitetsanalyse: Vekst i oljeinntekter og varekostnader for 2011 og 2012

Det blir klart i tabellen hvor viktig veksten i oljeinntektene og dermed også fremtidig oljepris er for Statoil. En reduksjon i oljeinntektene og varekostnadene på fem prosentpoeng (2012E, cet. par.) fører til et fall i aksjeverdien på 31,4 % (140 NOK til 96 NOK).

Jeg konkluderer med at Statoil-aksjen er sensitiv for endringer i avkastningskravet, langsiktig vekst og nøkkelposter i fremtidsregnskapet. Det vil alltid være usikkerhet knytte til fremtidig verdi, men det kan være interessant for en investor å se reaksjonen i aksjeverdien når visse nøkkelstørrelser enders.

9. Multiplikatoranalyse

Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen vil jeg utføre en multiplikatoranalyse, for å kontrollere aksjepris estimatet tidligere. Som jeg forklarte i kapittel 2.1 er dette en metode som blir mye brukt fordi den er billig og enkel. Før jeg kan utføre multiplikatoranalysen må jeg finne selskaper med likhetstrekk til Statoil og deretter bestemme meg for hvilke multiplikatorer jeg vil benytte meg av (Penman, 2010; Damodaran, 2002).

Som jeg nevnte i den strategiske analysen er Statoils hovedkonkurrenter store utenlandske olje- og gasselskaper. Jeg velger å sammenligne med ExxonMobil og BP, som før, og for å få et bredere analysegrunnlag tar jeg også med Chevron og Shell som er to andre meget viktige aktører i dette markedet ("Big Oil" eller "Supermajor").

Jeg velger å bruke P/B (price-book) og P/S (price-sales) multiplikatorer til å sammenligne selskapene, grunnen til et jeg ikke bruker P/E (price-earnings) er at noen av selskapene har negativ fortjeneste (tap). Tallene jeg bruker er hentet fra selskapenes respektive årsregnskap for 2010, samt New York Stock Exchange.

Gjennomsnittsverdien av multiplikatorene multipliseres med Statoils tilhørende bokverdi, og snittet av disse verdiene utgjør verdien på egenkapitalen gitt ved multiplikatoranalyse (Penman, 2010).

	Markedsverdi	Bokført egenkapital	Salgsinntekt	P/B	P/S
ExxonMobil (millioner USD)	415 597	152 679	370 125	2,722	1,123
BP (millioner USD)	145 194	95 891	297 107	1,514	0,489
Chevron (millioner USD)	210 869	105 811	198 198	1,993	1,064
Shell (millioner USD)	221 433	149 780	368 056	1,478	0,602
Gjennomsnitt multiplikator				1,927	0,819
Statoil (millioner NOK)		226 395	526 718		
<i>Statoil (millioner NOK)</i>					
Verdi basert på B/P	436 232				
Verdi basert på B/S	431 528				
Verdi egenkapitalen	433 880				
Antall aksjer (millioner)	3188,65				
Verdi per aksje	136				

Tabell 25: Multiplikatoranalyse

I tabell 25 ser man at gjennomsnitts B/P og P/S henholdsvis er 1,927 og 0,819. ExxonMobil skiller seg ut med høye verdier, og det kan være et signal om at selskapet enten er overpriset eller har høy forventet vekst. Multiplikatoranalysen gir en verdi per aksje på 136 NOK, basert på markedsverdier per 27. mai 2011. Dette verdiestimatet ligger veldig nærme estimert verdi i den fundamentale verdsettelsen på 140 NOK, og jeg kan derfor konkludere med at multiplikatoranalysen underbygger min fundamentale analyse.

10. Konklusjon

Jeg har gjennom denne oppgaven utført en verdsettelse av olje- og gasselskapet Statoil ASA. Formålet med dette har vært å komme frem til et verdiestimat på aksjen og ut i fra dette estimatet komme frem til en handlestrategi.

Den strategiske analysen ga meg en innsikt i interne og eksterne forhold som kan ha innvirkning på Statoils fremtidige lønnsomhet. Jeg konkluderte med at Statoils utsikter på norsk sokkel så lovende ut, mens utfordringene var større på internasjonal sokkel. Jeg noterte også en økende konkurranse om stadig minkende resurser, og i fremtidsregnskapet tok jeg konsekvensen av dette ved å budsjettere med en økende vekst i undersøkelseskostnadene.

I regnskapsanalysen så jeg ingen negativ eller positiv trend i utviklingen av lønnsomheten (ROCE og RNOA), men jeg så store svingninger i takt med oljeprisens utvikling. Denne sammenhengen ble til en viss grad bekreftet i vekstanalysen der det kom frem at hovedårsaken til endringene i RNOA var forandringer i kjerne profittmarginen. Profittmarginen sier noe om lønnsomheten av salg, og dette er igjen knyttet til produktprisen (her: oljeprisen). Til slutt i regnskapsanalysen finner jeg at Statoils finansrisiko er svært liten, og dermed er sjansen for default minimal.

Jeg kom frem til, ved hjelp av den driftsrelaterede superprofittmodellen, at Statoils egenkapitalverdi var 446 339 million NOK og at verdien per aksje dermed var 140 NOK. Avslutningsvis utførte jeg en sensitivitetsanalyse der det ble klart at den estimerte aksjeprisen reagerer sterkt på endringer i nøkkeltallene, og en eventuell investor må være oppmerksom på usikkerheten som dette medfører.

Per 26. mai 2011 var virkelig aksjepris 136,4 NOK og sammenlignet med mitt prisestimat var aksjen noe underpriset. Men avviket mellom markedsprisen og verdiestimatet var kun 2,64 %, og tar jeg med i betraktningen de store sprikene i verdiene fra sensitivitetsanalysen og verdiestimatet fra multiplikatoranalysen (136 NOK) lander jeg på en hold-anbefaling som min handlestrategi.

Referanseliste

Bøker

- Barney, J. B. og Clark, D. N. (2007). *Resource-based theory: Creating and sustaining competitive advantage*. Oxford University Press.
- Barney, J. B. og Hesterly, W. S. (2008). *Strategic management and competitive advantage: Concepts and cases*. Pearson Prentice Hall.
- Berk, J. og DeMarzo, P. (2007). *Corporate Finance*. Pearson Education.
- Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A. J. (2009). *Investments*. McGraw-Hill/Irwin.
- Boye, K. og Meyer, C. B. (1998). *Fusjoner og oppkjøp*. Cappelen Akademiske Forlag.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons, Inc.
- Hill, C. W. L. og Jones, G. R. (2004). *Strategic management theory: An integrated approach*. Houghton Mifflin Company.
- Koller, T., Goedhart, M. og Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons.
- Kristoffersen, T. (2005). *Årsregnskapet: En grunnleggende innføring*. Fagbokforlaget.
- Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. McGraw-Hill/Irwin.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. The Free Press.
- Roos, G., Krogh, G. v. og Roos, J. (1996). *Innføring i strategi*. Fagbokforlaget.

Artikler

Bertelsen, M. og Endresen, R. (2011). *SSB-blemme til 23 milliarder*, *Dagens Næringsliv*. 122 (45): 12-13.

Boye, K. og Dahl, G. A. (1997). *Verdsettelsesmodeller, Verdsettelse i teori og praksis*. Cappelen akademisk forlag.

Fama, E. F. og French, K. R. (2004). *The capital asset pricing model: Theory and Evidence*, *Journal of economic perspectives*. 18 (3): 25-46.

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

LO. (2009). *Regnskapsanalyse: Forenklet analyse av årsregnskapet/månedrapporten*.

Penman, S. H. og Sougiannis, T. (1998). *A Comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation*. *Contemporary Accounting Research*. 15 (3): 343-383.

Reve, T. (1992). *Konkurranssevne: Fra diamant til kjerne*, *Praktisk økonomi og ledelse*. 8 (1): 26-28.

Nettsider

DN.no

<http://www.dn.no/energi/article2147936.ece>

<http://www.dn.no/energi/article2142367.ece>

<http://www.dn.no/energi/borsdata/oljepriser.do>

Espen Sirnes

<http://espensirnes.blogspot.com/2010/05/risikopremien-for-oslo-brs-1915-2009.html>

Exxon Mobil Corporation

<http://ir.exxonmobil.com/phoenix.zhtml?c=115024&p=irol-reportsAnnual>

http://www.exxonmobil.com/Corporate/community_foundation.aspx

Finansdepartementet

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1997/nou-1997-27/10/7.html?id=347291>

Norges Bank

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

New York Stock Exchange

<http://www.nyse.com/>

Oslo Børs

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=STL

Reuters

<http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=STL.OL>

Statistisk sentralbyrå

<http://www.ssb.no/emner/10/06/20/ogintma/tab-2011-02-25-09.html>

<http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>

<http://www.ssb.no/magasinet/analyse/art-2009-05-28-01.html>

<http://www.ssb.no/magasinet/analyse/tab-2009-05-28-01.html>

Statoil ASA

<http://www.statoil.com/no/about/corporategovernance/pages/default.aspx>

<http://www.statoil.com/no/about/inbrief/pages/default.aspx>

<http://www.statoil.com/no/about/history/pages/ourhistory.aspx>

<http://www.statoil.com/no/careers/pages/default.aspx>

U.S. Department of Energy

<http://www.energy.gov/energysources/oil.htm>

International Energy Agency (IEA)

http://www.iea.org/textbase/nppdf/free/2007/weo_2007.pdf

Års- og kvartalsrapporter

Statoil ASA årsrapporter: 2007, 2008, 2009, 2010, hentet fra:

<http://www.statoil.com/no/InvestorCentre/AnnualReport/Pages/default.aspx>

Statoil ASA kvartalsrapport 2011, hentet fra:

<http://www.statoil.com/no/investorcentre/quarterlyresults/2011/pages/1q2011results.aspx>

BP plc årsrapport 2010, hentet fra:

<http://www.bp.com/sectionbodycopy.do?categoryId=9035798&contentId=7066618>

Chevron Corporation årsrapport 2010, henter fra:

<http://www.chevron.com/annualreport/2010/>

Exxon Mobil Corporation årsrapport 2010, hentet fra:

<http://ir.exxonmobil.com/phoenix.zhtml?c=115024&p=irol-reportsAnnual>

Royal Dutch Shell årsrapport 2010, hentet fra:

http://www.shell.com/home/content/investor/financial_information/annual_reports_and_publications/

Vedlegg

Vedlegg 1: Statoils finansregnskap

Egenkapitaloppstilling 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
Egenkapital IB	156 385	169 407	179 067	216 055	200 118
Årets resultat	51 847	44 641	43 270	17 715	37 647
Inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen	-5 052	-9 033	20 771	-11 254	2 231
Sum innregnede inntekter og kostnader i perioden	46 795	35 608	64 041	6 461	39 878
Utbytte	-17 756	-25 694	-27 082	-23 085	-19 095
Kontantutbetalinger (til) fra minoritetsaksjonærer	-748	-327	179	421	5 489
Aksjebaserte betalinger ført mot egenkapitalen (netto etter fordelte aksjer)	61	112	80	282	113
Endring egne aksjer (netto etter fordelte aksjer)	-3 562	-182	-230	-267	-108
Fusjonsrelaterte justeringer (Norsk Hydro ASA 2006)	-11 768	143	0	251	0
Egenkapital UB	169 407	179 067	216 055	200 118	226 395

(Statoil ASA, 2007-2010)

Konsernbalanse 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
EIENDELER					
<i>Anleggsmidler</i>					
Varige driftsmidler	272 163	278 352	329 841	340 835	348 204
Immaterielle eiendeler	31 205	44 850	66 036	54 253	39 695
Investeringer i tilknyttede foretak	8 556	8 421	12 640	10 056	13 884
Utsatt skattefordel	808	793	1 302	1 960	1 878
Pensjonsmidler	1 113	1 622	30	2 694	5 265
Finansielle investeringer	14 012	15 266	16 465	13 267	15 357
Finansielle derivater	450	12 768	21 282	17 644	20 563
Finansielle fordringer	4 341	3 515	4 914	5 747	4 510
Sum anleggsmidler	332 648	365 587	452 510	446 456	449 356
<i>Omløpsmidler</i>					
Varelager	15 256	17 696	15 151	20 196	23 627
Kundefordringer og andre fordringer	62 359	69 378	69 931	58 895	76 139
Skattefordring	0	0	3 840	179	1 076
Fusjonsforandring Norsk Hydro ASA	18 687	0	0	0	0
Finansielle derivater	21 323	8 802	9 366	5 369	6 074
Finansielle investeringer	1 032	3 359	9 747	7 022	11 509
Betalingsmidler	7 518	18 264	18 638	24 723	30 337
Sum omløpsmidler	126 175	117 499	126 673	116 384	148 762
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	0	0	0	0	44 890
SUM EIENDELER	458 823	483 086	579 183	562 840	643 008
EGENKAPITAL OG GJELD					
<i>Egenkapital</i>					
Aksjekapital	8 022	7 972	7 972	7 972	7 972
Egne aksjer	-54	-6	-9	-15	-18
Overkursfond	44 684	41 370	41 450	41 732	41 789
Overkursfond knyttet til egne aksjer	-3 605	-359	-586	-847	-952
Annen egenkapital	122 153	140 909	147 998	145 909	164 935
Andre fond	-3 367	-12 611	17 254	3 568	5 816
Statoil aksjonærenes egenkapital	167 833	177 275	214 079	198 319	219 542
Minoritetsinteresser	1 574	1 792	1 976	1 799	6 853
Sum egenkapital	169 407	179 067	216 055	200 118	226 395
<i>Langsiktig gjeld</i>					
Finansielle forpliktelser	49 215	44 374	54 606	95 962	99 797
Finansielle derivater	66	27	1 617	1 657	3 386
Utsatt skatt	72 084	67 477	68 144	76 322	78 052
Pensjonsforpliktelser	11 028	19 092	25 538	21 142	22 110
Andre avsetninger	42 173	43 845	54 359	55 834	67 910
Sum langsiktig gjeld	174 566	174 815	204 264	250 917	271 255
<i>Kortsiktig gjeld</i>					
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	55 595	64 624	61 200	59 801	73 551
Betalbar skatt	47 149	50 941	57 074	40 994	46 693
Finansielle forpliktelser	5 557	6 166	20 695	8 150	11 730
Finansielle derivater	6 549	7 473	19 895	2 860	4 161
Sum kortsiktig gjeld	114 850	129 204	158 864	111 805	136 135
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg	0	0	0	0	9 223
Sum gjeld	289 416	304 019	363 128	362 722	416 613
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	458 823	483 086	579 183	562 840	643 008

(Statoil ASA, 2007-2010)

Resultatregnskap 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
DRIFTSINNEKTER					
Salgsinntekter	518 960	521 665	651 977	462 292	526 718
Resultatandel fra egenkapitalkonsoliderte selskaper	679	609	1 283	1 778	1 133
Andre inntekter	1 843	523	2 760	1 363	1 797
Sum inntekter	521 482	522 797	656 020	465 433	529 648
DRIFTSKOSTNADER					
Varekostnad	-249 593	-260 396	-329 182	-205 870	-257 427
Andre kostnader	-44 801	-60 318	-59 349	-56 860	-57 531
Salgs- og administrasjonskostnader	-10 824	-14 174	-10 964	-10 321	-11 081
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	-39 450	-39 372	-42 996	-54 056	-50 608
Undersøkelseskostnader	-10 650	-11 333	-14 697	-16 686	-15 773
Sum driftskostnader	-355 318	-385 593	-457 188	-343 793	-392 420
Resultat før finansposter og skattekostnad	166 164	137 204	198 832	121 640	137 228
FINANSPOSTER					
Netto gevinst/tap på utenlandsk valuta	4 457	10 043	-32 563	1 993	-1 836
Renteinntekter og andre finansielle poster	3 675	2 305	12 207	3 708	3 175
Renter og andre finansieringskostnader	-3 060	-2 741	1 991	-12 451	-1 751
Netto finansposter	5 072	9 607	-18 365	-6 750	-412
Resultat før skattekostnad	171 236	146 811	180 467	114 890	136 816
Skattekostnad	-119 389	-102 170	-137 197	-97 175	-99 169
Årets resultat	51 847	44 641	43 270	17 715	37 647
Tilordnet:					
Aksjonærer i morselskapet	51 117	44 096	43 265	18 313	38 082
Minoritetsinteresser	730	545	5	-598	-435
	51 847	44 641	43 270	17 715	37 647
Resultat per aksje - ordinært og utvannet	15,82	13,80	13,58	5,75	11,94

(Statoil ASA, 2007-2010)

Kontantstrømoppstilling 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
(millioner NOK)					
OPERASJONELLE AKTIVITETER					
Resultat før skattekostnad	171 236	146 811	180 467	114 890	136 816
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	39 450	39 372	42 996	54 056	50 608
Kostnadsføring av tidligere års balanseførte undersøkelsesutgifter	1 447	1 660	3 872	6 998	2 916
(Gevinst) tap på valutatransaksjoner	-1 197	-559	15 243	6 512	1 481
(Gevinst) tap ved salg av anleggsmidler og andre poster	-2 371	-188	-2 704	-526	-1 104
Sluttvederlag	0	8 633	0	0	0
(Økning) reduksjon i varelager	-2 850	-2 434	2 470	-5 045	-3 431
(Økning) reduksjon i kundefordringer og andre fordringer	1 060	-6 493	-1 129	11 036	-16 584
Økning (reduksjon) i leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	-3 496	10 447	-5 466	-1 365	9 667
(Økning) reduksjon i kortsiktige finansielle investeringer	5 810	-2 327	-6 388	2 725	-4 487
(Økning) reduksjon i netto kortsiktige finansielle derivater	-12 450	1 307	4 934	-9 360	-594
Betalte skatter	-108 174	-102 422	-139 604	-100 473	-92 266
(Økning) reduksjon i langsiktige poster knyttet til operasjonelle aktiviteter	128	119	7 842	-6 447	-2 207
Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	88 593	93 926	102 533	73 001	80 815
INVESTERINGSAKTIVITETER					
Kjøp av virksomhet	0	0	-13 120	0	0
Investeringer i varige driftsmidler	-45 177	-63 785	-58 529	-67 152	-66 710
Balanseførte undersøkelsesutgifter	-4 188	-4 569	-6 821	-7 203	-3 941
Tilgang av andre immaterielle eiendeler	-10 507	-7 186	-10 828	-795	-7 628
Endring i utlån og andre langsiktige poster	-726	-652	-1 910	-1 636	-3 972
Salg av eiendeler	3 423	1 080	5 371	1 430	1 909
Mottatt forskuddsbetaling for eiendeler holdt for salg transaksjoner	0	0	0	0	4 124
Kontantstrøm benyttet til investeringsaktiviteter	-57 175	-75 112	-85 837	-75 356	-76 218
FINANSIERINGSAKTIVITETER					
Ny langsiktig rentebærende gjeld	97	1 723	2 596	46 318	15 562
Nedbetaling langsiktig gjeld	-2 270	-2 876	-2 864	-4 905	-3 249
Beløp betalt til/fra minoritetsaksjonærer	-741	-327	179	421	5 489
Betalt utbytte	-17 756	-25 695	-27 082	-23 085	-19 095
Kjøp egne aksjer	-1 012	-217	-308	-343	-294
Norsk Hydro ASA fusjonsbalanse	-10 025	18 687	0	0	0
Netto endring kortsiktige lån, kassekreditt og annet	329	797	10 450	-7 115	2 154
Kontantstrøm fra (benyttet til) finansieringsaktiviteter	-31 378	-7 908	-17 029	11 291	567
Netto økning (reduksjon) i betalingsmidler	40	10 906	-333	8 936	5 164
Effekt av valutakursendringer på betalingsmidler	42	-160	707	-2 851	450
Betalingsmidler ved årets begynnelse	7 436	7 518	18 264	18 638	24 723
Betalingsmidler ved årets utgang	7 518	18 264	18 638	24 723	30 337
Betalte renter	3 611	3 709	2 771	2 912	2 591
Mottatte renter	2 296	2 256	4 544	3 962	2 080

(Statoil ASA, 2007-2010)

Vedlegg 2: Risikoanalyse ExxonMobil og BP

Risikoanalyse ExxonMobil 2009-2010

	2009	2010	Gjennomsnitt
(millioner USD)			
<i>Inndata</i>			
Omløpsmidler	55 235	58 984	
Mest likvide omløpsmidler	43 682	46 008	
Kortsiktig gjeld	52 061	62 633	
Egenkapital	115 392	152 679	
Totalkapital	233 323	302 510	
<i>Risikoanalyse</i>			
Likviditetsgrad 1	1,061	0,942	1,001
Likviditetsgrad 2	0,839	0,735	0,787
Egenkapitalprosent	49 %	50 %	50 %

(Exxon Mobil Corporation, 2010)

Risikoanalyse BP 2009-2010

	2009	2010	Gjennomsnitt
(millioner USD)			
<i>Inndata</i>			
Omløpsmidler	67 653	89 725	
Mest likvide omløpsmidler	45 048	63 507	
Kortsiktig gjeld	59 320	82 832	
Egenkapital	102 113	95 891	
Totalkapital	235 968	272 262	
<i>Risikoanalyse</i>			
Likviditetsgrad 1	1,140	1,083	1,112
Likviditetsgrad 2	0,759	0,767	0,763
Egenkapitalprosent	43 %	35 %	39 %

(BP plc, 2010)

Vedlegg 3: Fullstendig fremtidsregnskap

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
(millioner NOK)						
<i>Driftsinntekter</i>						
Driftsinntekter: Olje	444 892	511 626	460 463	460 463	469 672	488 459
Driftsinntekter: Naturgass	84 756	85 604	86 451	87 299	88 146	88 994
Sum driftsinntekter	529 648	597 229	546 914	547 762	557 819	577 453
<i>Driftskostnader</i>						
Varekostnad	-257 427	-296 041	-266 437	-266 437	-271 766	-282 636
Andre kostnader	-57 531	-59 832	-62 226	-65 026	-68 277	-71 691
Salgs- og administrasjonskostnader	-11 081	-11 358	-11 642	-11 933	-12 231	-12 537
Avskrivninger	-50 608	-54 151	-57 941	-61 997	-66 337	-70 980
Undersøkelseskostnader	-15 773	-16 877	-18 396	-20 420	-23 074	-26 535
Sum driftskostnader	-392 420	-438 259	-416 642	-425 812	-441 685	-464 380
Kjerne driftsresultat (før skatt)	137 228	158 970	130 273	121 950	116 134	113 073
Skatt (78%)	98 770	123 997	101 613	95 121	90 584	88 197
Kjerne driftsresultat (etter skatt)	38 458	34 973	28 660	26 829	25 549	24 876
<i>Driftsrelaterte eiendeler</i>						
Varige driftsmidler	348 204	371 185	395 684	421 799	449 638	479 314
Immaterielle eiendeler	39 695	44 458	49 793	55 769	62 461	69 956
Investeringer i tilknyttede foretak	13 884	22 909	25 199	27 719	30 491	33 540
Varelager	23 627	24 808	29 770	33 640	38 013	42 955
Kundefordringer	76 139	81 469	87 172	93 274	99 803	106 789
Annet	8 219	9 452	10 870	12 500	14 375	16 531
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	44 890	-	-	-	-	-
Sum driftsrelaterte eiendeler	554 658	554 281	598 488	644 701	694 781	749 086
<i>Driftsrelatert gjeld</i>						
Utsatt skatt	78 052	79 613	81 205	82 829	84 486	86 176
Pensjonsforpliktelser	22 110	26 532	31 838	38 206	45 847	55 017
Andre avsetninger	67 910	76 738	86 714	97 987	110 725	125 120
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	73 551	79 435	85 790	92 653	100 065	108 071
Betalbar skatt	46 693	47 160	47 632	48 108	48 589	49 075
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg	9 223	-	-	-	-	-
Sum driftsrelatert gjeld	297 539	309 478	333 179	359 784	389 713	423 458
Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	257 119	244 803	265 308	284 917	305 068	325 628
ReOI		16 924	11 475	8 204	5 548	3 460
Diskonteringsrate (7,02%)		1,0702	1,1453	1,2257	1,3118	1,4039
Nåverdi av ReOI		15 814	10 019	6 693	4 230	2 465
Total nåverdi av ReOI frem til 2015	39 220					
Horisontverdi	180 724					253 712
Selskapsverdi	477 063					
Netto finansiell gjeld (NFO)	30 724					
Verdi egenkapital	446 339					
Antall aksjer (millioner)	3188,65					
Verdi per aksje	140					

Vedlegg 4: Historisk volumendring i BNP

Volumendring i BNP i prosent



(SSB, 2011)