

# Verdsettelse av Statoil ASA

---

- Ved bruk av den driftsrelaterte super-profitmodellen

**Phuong Thi Bich Vu**

---

**Masteroppgave i 2014  
Høgskolen i Oslo og Akershus, Fakultet for Samfunnsfag**

## **Sammendrag**

Jeg utfører en fundamental verdsettelse av Statoil ASA. Som første steg i den fundamentale verdsettelsen foretar jeg en strategisk analyse. Med strategisk analyse kartlegger jeg styrker, svakheter, muligheter og trusler til selskapet. Dette gir grunnlag for estimering av vekst for selskapet. Deretter omgrupperer jeg regnskapet slik at det blir tilpasset investorperspektivet og jeg gjennomfører en regnskapsanalyse. Poenget med regnskapsanalysen er å regne ut nøkkeltall for lønnsomhet, vekst og risiko. Ved verdsettelse av selskapet benytter jeg den driftsrelaterte superprofittmodellen med WACC som diskonteringsrente, og kommer fram til at verdien per aksje er NOK 179,47 mot en markedspris på NOK 178,6 (20. mai 2014). Avslutningsvis gjennomfører jeg en sensitivitetsanalyse for å avdekke hvordan estimert aksjepris reagere på endringer i nøkkeltall.

# Forord

Denne masteroppgaven representerer den avsluttende delen av min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Høyskolen i Oslo og Akerhus. Oppgaven er en obligatorisk del av masterstudiet og tilsvarer 30 studiepoeng.

Arbeidet med verdivurderingen av Statoil ASA har vært en utrolig lærerik og til tider også svært krevende prosess. Jeg har lært mye både om selskapet og om petroleumsnæringen generelt. Dette er kunnskap jeg vil dra stor nytte av i min fremtidige yrkeskarriere. Samtidig har jeg fått anvendt kunnskapen jeg har tilegnet meg i løpet av mitt femårige studie, når jeg har skrevet oppgaven min, og oppgaven er således en god oppsummering av min studietid. Jeg har nå større innsikt i verdivurderingsprosessen, som er et viktig økonomisk fagfelt.

Avslutningsvis vil jeg takke min veileder, Einar Belsom, for konstruktiv kritikk og gode innspill underveis. Jeg har satt pris på din tilgjengelighet i arbeidsprosessen. Samtidig vil jeg takke min familie og venner for all støtte i studietiden.

Oslo, 30. mai 2014.

Phuong Thi Bich Vu

# Innholdsfortegnelse

Figuroversikt.....	5
Tabelloversikt .....	5
Innledning .....	6
1. VERDSETTELSETEORI .....	7
1.1 Multiplikatoranalyse .....	7
1.2 Balansebasert verdsettelse.....	8
1.3 Fundamental verdsettelse.....	8
1.4 Valg av verdsettelsesmetode.....	10
2. BRANSJE- OG SELSKAPSBESKRIVELSE.....	11
2.1 Bransjebeskrivelse.....	11
2.1.2 Petroleumsnæringens historie .....	12
2.1.3 Petroleumsnæringer internasjonalt .....	15
2.1.4 Petroleumsnæring i Norge .....	17
2.2 Selskapsbeskrivelse .....	20
2.2.1 Historie .....	20
2.2.2 Forretningsområder .....	20
3. STRATEGISK ANALYSE.....	24
3.1 PESTEL .....	25
3.1.1 Politiske faktorer og lovmessige faktorer .....	25
3.1.2 Økonomiske faktorer .....	26
3.1.3 Sosiale faktorer.....	27
3.1.4 Teknologiske faktorer.....	27
3.1.5 Miljømessige faktorer.....	28
3.1.6 Juridiske faktorer.....	28
Oppsummering av PESTEL analyse .....	29
3.2 PORTERS FEM KREFTER .....	30
3.2.1 Trusler fra potensielle inntrengere.....	30
3.2.2 Leverandørens forhandlingsmakt .....	33
3.2.3 Kundens forhandlingsmakt .....	33
3.2.4 Trusler fra substitutter.....	33
3.2.5 Rivalisering mellom eksisterende aktører.....	34
Oppsummering Porter's Five Forces.....	35
3.3 VRIO.....	36
Finansielle ressurser .....	37
Fysiske ressurser .....	38
Menneskelige ressurser .....	38
Organisatoriske ressurser.....	38

Oppsummering av VRIO-rammeverket .....	39
3.4 Oppsummering av strategisk analyse .....	39
4. HISTORISK REGNSKAPSANALYSE.....	40
4.1 Omgrupperinger .....	40
4.1.1 Omgruppering av egenkapital .....	40
4.1.2 Omgruppering av konsernbalansen .....	41
4.1.3 Omgruppering av resultatregnskapet .....	43
4.1.4 Omgruppering av kontantstrømoppstillingen.....	44
4.2 Analyse av nøkkeltall.....	46
4.2.1 Lønnsomhetsanalyse.....	46
4.2.2 Risikoanalyse .....	50
4.2.3 Vektsanalyse .....	52
5. AVKASTNINGSKRAV .....	56
5.1 Avkastningskravet på egenkapital .....	56
5.2 Avkastningskravet på fremmedkapitalen.....	59
5.3 Avkastningskravet på totalkapitalen.....	59
6. FREMTIDSREGNSKAP.....	61
6.1 Prognostisering av kjerne driftsresultat .....	61
6.1.1 Driftsinntekter .....	61
6.1.2 Driftskostnader.....	63
6.1.3 Skatt.....	64
6.2 Prognostisering av netto driftsrelaterte eiendeler .....	65
7. VERDSETTELSE .....	67
7.1 Den driftsrelaterte superprofittmodellen .....	67
7.2 Langsiktig vekst i selskapet.....	68
7.3 Verdsettelse av Statoil.....	68
8. SENSITIVITETSANALYSE.....	70
8.1 Endring i langsiktig vekst og avkastningskravet.....	70
8.2 Endring i oljeinntekter og varekostnader .....	71
9. KONKLUSJON .....	72
Referanseliste.....	73
Vedlegg .....	75

## Figuroversikt

Figur 1: Verdens oljeproduksjon delt etter type av selskap .....	15
Figur 2: Verdens 25 største oljeselskaper (Forbes, 2012) .....	16
Figur 3: Eierandeler i selskapet .....	23
Figur 4: Top-down analyse.....	24
Figur 5: PESTEL-faktorer .....	25
Figur 6: Real GDP by region i 2012 og 2035 (OPEC, 2013).....	26
Figur 7: Befolkningsendringer i by og land .....	27
Figur 8: Porters fem krefter (Porter, 1980).....	30
Figur 9: Lønnsomhetsanalyse - Penman (2010).....	46
Figur 10: Prisene på crude oil Brent (Nasdaq) .....	63

## Tabelloversikt

Tabell 1: Verdens etterspørsel på olje og gass (OPEC, 2013) .....	34
Tabell 2: Oppsummering Porter'5 krefter analyse .....	35
Tabell 3: VRIO-rammeverket (Barney & Hesterly, 2011).....	37
Tabell 4: Oppsummering av VRIO-rammeverket anvendt på Statoil .....	39
Tabell 5: Omgruppering av egenkapitaloppstilling .....	41
Tabell 6: Omgruppering av konsernbalansen.....	43
Tabell 7: Omgruppering av resultatregnskapet .....	44
Tabell 8: Omgruppering av kontantstrømoppstillingen.....	45
Tabell 9: Inndata benyttet i lønnsomhetsanalyse .....	47
Tabell 10: Lønnsomhet nøkkeltall .....	47
Tabell 11: Utvikling i Statoil likviditetsgrader .....	51
Tabell 12: Utvikling i Statoil egenkapitalprosent .....	51
Tabell 13: Kjerne driftsregnskapet.....	53
Tabell 14: Historisk vekstanalyse .....	54
Tabell 15: Regresjonsstatistikk for beregning av betaen.....	58
Tabell 16: Historisk vekst i driftsinntekter .....	62
Tabell 17: Historisk vekst i driftskostnader.....	63
Tabell 18: Prognostisert kjerne driftsregnskapet.....	65
Tabell 19: Historisk vekst i netto driftsrelaterte eiendeler (NOA).....	66
Tabell 20: Prognostisert NOA.....	66
Tabell 21: Verdsettelse av Statoil .....	69
Tabell 22: Sensitivitetsanalyse: Langsiktig vekst og avkastningskravet.....	70
Tabell 23: Sensitivitetsanalyse: Vekst i driftsinntekter og varekostnader .....	71

## Innledning

Petroleumsvirksomheten har hatt mye å si for den økonomiske veksten i Norge, og for finansieringen av det norske velferdssamfunnet. Gjennom over 40 års virksomhet har næringen skapt verdier for godt over 12 000 milliarder kroner, målt i dagens pengeverdi. I 2012 sto petroleumssektoren for 23 prosent av verdiskapingen i landet. Verdiskapingen er mer enn dobbelt så stor som i landindustrien, og rundt 15 ganger den samlede verdiskapingen i primærnæringene. Av interesse for hvordan det norske oljeeventyret har vært og hvilket selskap som har aktivt bidratt til denne utviklingen har jeg valgt å studere Statoil ASA, og basert på min studie kommer jeg til verdi av selskapets aksje.

Det finnes trolig en rekke analyser av selskapet som er tilgjengelige for kunder av diverse meglerhus. Slike analyser deler gjerne i mindre grad informasjon og argumentasjon bak verdsettelsens forutsetninger og inndatavariabler. Målet med denne verdsettelsen er å gi leseren nok informasjon til å kunne foreta hele verdsettelsen selv, og dermed gi han mulighet til å endre på forutsetninger der det antas som hensiktsmessig – enten som følge av endret markedssituasjon eller uenighet med denne oppgavens forfattere. Oppgaven skal derfor være etterprøvbar og hente empirisk støtte på de områder det er mulig.

Min problemstilling er: *‘Hva er fundamentalverdien av egenkapital i Statoil?’*

# 1. VERDSETTELSESTEORI

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 oppveier kostnadene ved å gjennomføre den, og samtidig må den være kostnadseffektiv i forhold til andre teknikker (Boye og Dahl, 1997; Penman, 2010)

Ifølge Penmans (2010) finnes det 3 forskjellige verdsettelsesmetoder, dvs. multiplikatoranalyse, balansebasert verdsettelse og fundamental verdsettelse. Disse metodene vil presenteres i lys av fordeler og ulemper av hver enkel metode slik at jeg kan velge den verdsettelsesmetoden som passer mest til selskapet.

## 1.1 Multiplikatoranalyse

Multiplikatorer er mye brukt fordi det er en billig og enkel metode. Dette også fordi 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-earning'), P/B ('price-book') og P/S ('price-sale'), altså markedsverdi delt på resultat, bokverdi eller salg (Penman, 2010; Boye og Meyer, 1998).

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 median 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 tvilsom markedspris. Men man må alltid passe seg, da denne metoden er veldig lett å manipulere slik at analytiker får den verdien han 'vil' finne (Penman, 2010).



## 1.2 Balansebasert verdsettelse

Balansebasert metode 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 så 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.

## 1.3 Fundamental verdsettelse

Fundamental metode baserer seg på underliggende fundamentale forhold. Metoden prøver å kalkulere de framtidige resultatene til et selskap basert på informasjon innhentet fra finansregnskapet, veksttall etc. Fundamentalmetoden kan deles opp i to hovedkategorier, egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. 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 klarer å skille den relevante informasjonen fra den uvesentlige.

## **Utarbeidelse av framtidregnskap**

Informasjonen samlet i de to foregående punkter skal brukes til å sette opp en prognose for kommende resultater. Før analytikeren kan sette opp selve framtidregnskapet må han bestemme seg for hvilken verdidriver han vil bruke som beregningsgrunnlag. Kontantstrøm, profitt og dividende er eksempler på verdidriver som kan legges til grunn.

## **Verdsettelse**

Den verdidriveren 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.

## 1.4 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 ha 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 kontantstrømmmodellen (discounted cash flow modell), superprofittmodellen (residual earnings model) og superprofittvekstmodellen (abnormal earnings growth). Jeg velger å bruke den superprofittmodellen i denne oppgaven. Grunnet for valget diskuterer jeg mer detaljert i kapittel 7.

## **2. BRANSJE- OG SELSKAPSBESKRIVELSE**

Jeg skal først i denne delen av oppgaven presentere petroleumsnæringen ettersom Statoil har sine virksomheter i denne næringen. Deretter beskriver jeg selskapet. Dette er nyttig bakgrunnsinformasjon i forhold til strategisk analyse gjort senere.

### **2.1 Bransjebeskrivelse**

I denne delen vil petroleumsnæringen bli definert, og særlig oljeselskapenes aktiviteter, slik at leserne kan skille mellom de ulike typer oljevirkosomheter basert på hovedaktiviteter. Videre vil petroleumsnæringens historie bli beskrevet fra tidlig fase til i dag. Verdens 25 største oljeselskaper vil bli omtalt i et forsøk på å rangere fra de største til de mindre. Til slutt, i dette kapitlet, vil petroleumsnæringen i Norge bli omtalt.

#### **2.1.1 Definisjon og aktiviteter i petroleumsnæringen**

Petroleum er en samlebetegnelse for råolje og naturgass (Store Norske Leksikon, 2014), og i dette lys vil petroleumsnæringen og deres aktiviteter bli beskrevet.

##### **Definisjon av petroleumsnæringen**

Petroleumsnæringen omfatter virksomheter som utforsker, utvinner, raffinerer, transporterer og markedsfører petroleumsprodukter (Trencome, 2013). Oljedirektoratet (OD) definerer petroleumsprodukter som ”alle flytende og gassformige hydrokarboner som finnes i naturlig tilstand i undergrunnen samt andre stoffer som utvinnes i forbindelse med slike hydrokarboner” (OD, 2013). De vanligste petroleumsproduktene er olje og gass.

Virksomheter som er involvert i denne industrien er oljeselskaper samt hovedleverandører og underleverandører til oljeselskapene.

##### **Aktiviteter i petroleumsnæringen**

Aktiviteter i petroleumsnæringen kan deles inn i tre: oppstrøms-, midtstrøms- og nedstrømsaktiviteter (Trencome 2014).

**Oppstrømsaktiviteter** betegner de aktiviteter som gjennomføres før råolje forlater terminalen og før gass forlater gassbehandlingsanlegget. Dette innebærer virksomheter som utforsker, utvinner og produserer olje og gass (Gassco, 2010). Virksomhetene må først foreta prøver for å lokalisere mulige petroleums forekomster. Det er flere metoder å forhånd lokalisere olje- og gassforekomster. Den kanskje viktigste metoden, er bruk av seismikk. Når seismikkesultater foreligger og disse tilsier mulige forekomster av olje og gass, så er boring av letebrønn neste steg. Dersom letebrønnen gir funn av drivverdige forekomster av hydrokarboner, blir det valgt produksjonsløsning, og produksjon av olje og gass kan starte.

**Midtstrømsaktiviteter** betegner prosessering, lagring og frakt av ikke-raffinert petroleum.

**Nedstrømsaktiviteter** er en samlebetegnelse på all olje- og gassvirksomhet som er knyttet til raffinering, distribusjon og salg av petroleumsprodukter. Dette omhandler de aktivitetene som foregår etter at oljen og gassen har forlatt terminalen og blir behandlet, raffinert, transportert og solgt til forbrukeren (Gassco, 2010). Raffinering foregår i store raffinerier hvor virksomheter bruker en metode som kalles fraksjonert destillering for å skille de ulike komponentene i oljen. Ved fraksjonert destillering benyttes et destillasjonstårn hvor man kan tappe ut ulike fraksjoner. Antall fraksjoner man har avhenger av hvor nøye man vil raffinere råoljen, og ofte er det etterspørselen i markedet etter produkter som er avgjørende. Det vanligste er å ha 5 fraksjoner. Disse er asfalt, smøreolje, brenselolje, råpetroleum, råbensin og på toppen av kolonnen er det uttak for gass.

## **2.1.2 Petroleumsnæringens historie**

Først vil jeg beskrive hvordan petroleumsprodukter er dannet. Deretter vil jeg beskrive næringens historie fra den spede begynnelse til dagens nivå.

### **Naturhistorie**

Petroleum er en naturlig forekommende væske eller gass som finnes i steinformasjoner. Den består av en kompleks blanding av hydrokarboner med ulike molekylvekter og molekylstrukturer. I tillegg forefinnes andre organiske forbindelser. Det er generelt akseptert at oljen er dannet hovedsakelig fra karbonrike rester av plankton, akkumulert gjennom

hundretusenvis av år, på havbunnen. Over tid, ble disse restene dekket av lag på lag med leire. Leirelagene danner ulike bergarter. Planktonrestene blir trykt sammen under flere tusen meter tykke lag med leire, og dermed utsatt for høye trykk og temperaturer. Dette medfører en gradvis omdannelse til hydrokarboner. For at et hydrokarbonreservoar skal dannes så må petroleumforekomstene ”fanges” i bergartene. Dette innebærer at bergartene der olje og gass ”fanges” består både av porøs bergart for oljen å migrere gjennom, og fast bergart som stopper oljen fra å migrere, og den samler seg opp. Når oljen slutter å migrere, og samler seg opp, er et reservoar dannet.

### **Tidlig historie**

Petroleum i en uraffinert tilstand har blitt utnyttet av mennesker i over 5000 år. Olje generelt har vært brukt siden vår tidlige historie for å holde liv i branner, og til krigføring.

Dens betydning for verdensøkonomien utviklet seg sakte, med hvalolje, brukt til belysning i det 19. århundre, til kull brukt for oppvarming og matlaging godt inn i det 20. århundre. Den industrielle revolusjon har generert et økende behov for energi som ble møtt hovedsakelig av kull. Da det ble oppdaget at parafin kunne hentes ut fra råolje samt alle bruksområdene parafin hadde, ble dette produktet etter hvert en av de mest etterspurte handelsvarene på verdensmarkedet.

### **Moderne historie**

Imperial Russland produsert 3500 tonn olje i 1825, og doblet sin produksjon innen midten av århundret (Krylov, Bokserman, og Stavrovsky, 1998). Ved begynnelsen av det 20. århundre utgjorde Imperial Russlands produksjon av olje halvparten av verdens produksjon og dominerte således internasjonale markeder (US Congress, 1993). Som en bivirkning av denne raske utviklingen, dukket Apsheron halvøya opp som en stor synder i et miljøperspektiv. I 1878 revolusjonerte Ludvig Nobel og hans Branobel selskap oljetransport, ved å innføre bruk av oljetankere på det Kaspiske hav (Akiner og Aldis, 2004).

Det første moderne oljeraffineriet ble bygget av Ignacy Lukasiewicz i Polen, i 1854 – 1856 (Frank, 2005). Dette var i utgangspunktet et lite raffineri ettersom etterspørselen etter raffinerte drivstoff var begrenset. Produktene fra raffineriet ble brukt i kunstig asfalt, maskinolje og til smøreoljer. I tillegg laget de parafin til Lukasiewicz ”egen” parafinlampe. Når bruk av parafinlamper økte i popularitet, vokste også raffineringsindustri i området.

Den første kommersielle oljebrønn i Canada ble satt i drift i 1858 på Oil Springs, Ontario. Forretningsmann James Miller Williams satte i gang boring av flere brønner mellom 1855 og 1858. Han fant etter hvert en rik reserve av olje bare fire meter under bakken (Jean, 1982). Williams pumpet ut 1,5 millioner liter råolje etter 1860, og raffinerte mesteparten til parafin lampeolje.

Canadas første "gusher" brøt ut den 16. januar 1862 da den lokale oljemannen John Shaw fant olje. Oljesøylen sto 48 meter til værs og det sies at det på det meste rant ut 3000 fat pr dag. Den første moderne oljeboring i USA begynte i West Virginia og Pennsylvania i 1850. I første kvartal av det 20. århundre, overtok USA for Russland som verdens største oljeprodusent.

Rundt 1920-tallet, hadde oljefelt blitt etablert i mange land, inkludert Canada, Polen, Sverige, Ukraina, USA, Peru og Venezuela (Vassiliou, 2009).

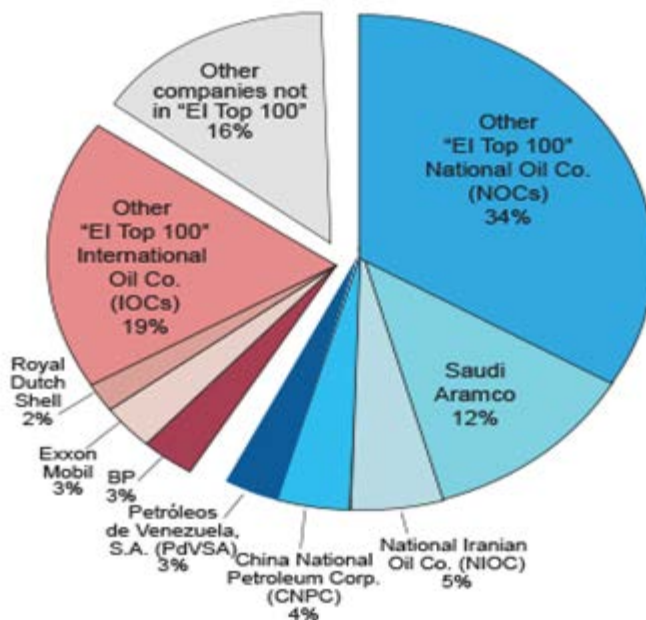
Den første vellykkede oljetanker, Zoroaster, ble bygget i 1878 i Sverige. Denne ble designet av Ludvig Nobel. Den ble satt i drift mellom Baku og Astrakhan (Tolf, 1976). En rekke nye tank design ble utviklet på 1880-tallet.

På begynnelsen av 1930-tallet utviklet Texas Company de første mobile lektre for boring i brakkvannkystområdene i Den persiske gulf. Pure Oil Company (nå en del av Chevron Corporation) og partneren Superior Oil Company (nå en del av Exxonmobil Corporation) brukte en fast plattform for å utvikle et felt på 14 fot vanndybde (4,3 m), 1,6 km. fra kysten av Calcasieu Parish, Louisiana, i 1937.

Etter 2. verdenskrig tok landene i Midtøsten over som de ledende land i oljeproduksjonen. Viktige elementer i utviklingen, etter 2. verdenskrig, inkluderer dypvannsboring, innføring av boreskip, og fremvekst av et globalt shipping-nettverk for petroleum. I 1960 og 1970, spilte multi-statlige organisasjoner av oljeproduserende land OPEC og OAPEC en stor rolle i prissetting av olje og petroleumsprodukter.

### 2.1.3 Petroleumsnæringer internasjonalt

Verdens oljemarkeder er komplekse. Regjeringer samt private selskaper spiller roller i å flytte olje fra produsenter til konsumenter. Statlig eide nasjonale oljeselskaper (NOCs) kontrollerer tildelinger av oljereserver og dagens produksjon. Internasjonale oljeselskaper (IOCs), ofte kjente aksjeselskaper, eier mesteparten av de som er tildelt. Oljereserver er ca 1.5 billioner fat og produksjonsgjennomsnitt omtrent 89 millioner fat om dagen. Figur 1 viser verdens oljeproduksjon delt etter type av selskap i 2011. Videre viser figur 2 de 25 største oljeselskapene som er både nasjonale og internasjonale selskaper. Statoil kommer på 20. plass og produserer 2,1 million fat per dag i 2012. Dette er omtrent en sjettedel av Saudi Aramcos 12,5 million fat per dag.



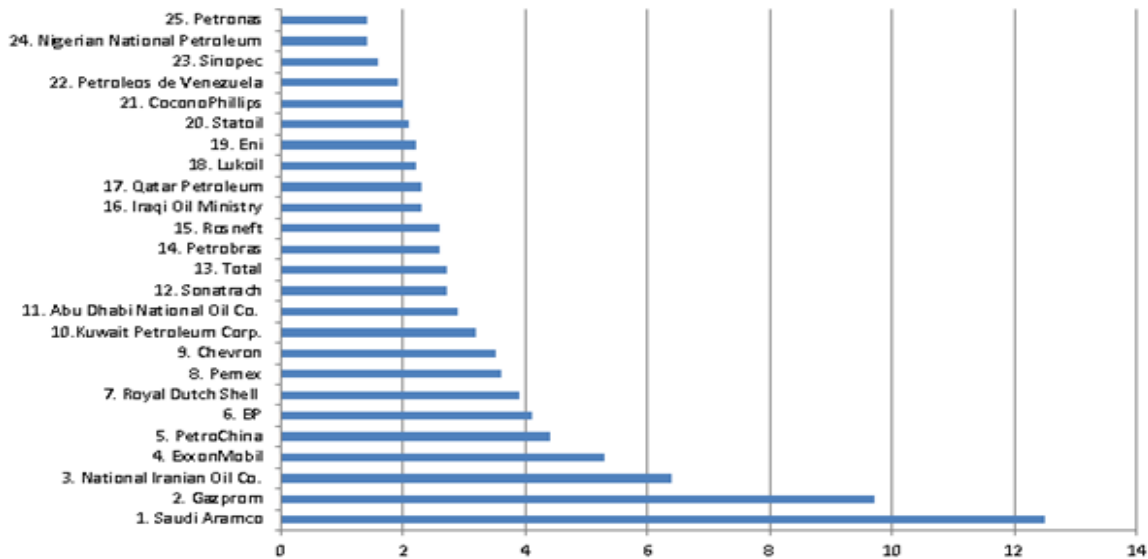
Source: U.S. Energy Information Administration, based on Energy Intelligence Group: "Top 100: Global NOC & IOC Rankings" share of world oil production (2013 edition).

Note: Totals may not equal sum of components due to independent rounding.

Figur 1: Verdens oljeproduksjon delt etter type av selskap



## Oljeproduksjon (millioner fat per dag)



Figur 2: Verdens 25 største oljeselskaper (Forbes, 2012)

## OPEC

Organisasjonen av oljeeksporterende land, eller OPEC, ble opprettet i 1960. Det er for tiden 12 medlemsland i OPEC. Disse er: Algeri, Angola, Ecuador, Iran, Irak, Kuwait, Libya, Nigeria, Qatar, Saudi Arabia, De forente arabiske emirater og Venezuela. Formålet til OPEC er å samordne og forene petroleumpolitikken til medlemslandene og sikre stabilisering av oljemarkedet for å sikre en effektiv, økonomisk og regelmessig tilførsel av petroleum til forbrukerne. I tillegg har OPEC som formål å sørge for en jevn inntekt til produsenter og en rimelig avkastning på kapitalen for de som investerer i petroleumsindustrien (OPEC,2014).

## Prissetting

Brent Crude er en viktig 'oljekvalitet' for klassifisering av søt lett råolje og fungerer som en viktig referansepris for kjøp av olje på verdensbasis. Brent Crude er pumpet opp fra Nordsjøen, og består av Brent Blend, Forties Blend, Oseberg og Ekofisk råoljer. Brent Crude olje er også kjent som Brent Blend, London Brent og Brent petroleum.

Andre viktige 'oljekvalitetsreferanser', også kalt benchmarks, er OPEC Reference Basket, Dubai Crude, Oman Crude, og West Texas Intermediate (WTI). Brent Crude er den ledende globale prisbenchmark for råoljer i Atlanterhavsbasen. Den brukes til å prissette to tredjedeler av verdens internasjonalt handlede råoljeforsyninger.

## 2.1.4 Petroleumsnæring i Norge

Petroleumsnæringen i Norge vil bli beskrevet fra det første funnet til dagens aktiviteter. Videre vil myndighetene som har viktige roller i tildelinger og kontroll av slike aktiviteter bli omtalt.

### Historie

Ved utgangen av 1950-årene var det få som trodde på olje- og gassrikdommer langs norskekysten. Hendelsen som åpnet folks øyne for at det kunne være hydrokarboner i Nordsjøen var det nederlandske funnet av gass i Groningen i 1959. Dette funnet førte til entusiasme i en del av verden der energikonsumet i stor grad baserte seg på kull og importert olje. I iveren etter å finne mer ble oppmerksomheten rettet mot Nordsjøen. Norges geologiske ekspertise var negativ til olje- og gassforekomster, men dette kunne ikke stoppe entusiasmen etter gassfunnet i Nederland (Olje og Energi Departementet, 2012).

I oktober 1962 sendte Phillips Petroleum et brev til myndighetene i Norge om tillatelse til leting i Nordsjøen. Selskapet ville ha lisens for de delene av Nordsjøen som lå på norsk territorium og som muligens ville komme innunder norsk sokkel. Tilbudet var på 160.000 dollar per måned. Tilbudet ble sett på som et forsøk på å få eksklusive rettigheter. Det var utelukket for myndighetene å overlate hele sokkelen til ett selskap. Dersom områdene skulle åpnes for leting måtte flere selskaper inn.

I mai 1963 proklamerte regjeringen Gerhardsen Norges suverenitet over den norske kontinentalsokkelen. En lov slo fast at staten var grunneier og at bare Kongen (regjeringen) kunne gi tillatelser til leting og utvinning. Selskapene fikk muligheten til å foreta forberedende undersøkelser det samme året. Tillatelsene ga blant annet rett til seismiske undersøkelser, men ikke til boring.

Selv om Norge hadde proklamert suverenitet over store havområder gjensto det noen viktige avklaringer angående deling av kontinentalsokkelen, primært med Danmark og Storbritannia. Avtaler om deling av kontinentalsokkelen etter midtlinjeprinsippet ble inngått i mars 1965. Første konsesjonsrunde ble utlyst 13. april 1965. Det ble tildelt 22 utvinningstillatelser for 78 blokker til oljeselskaper eller grupper av selskaper. Utvinningstillatelsene ga enerett til å undersøke, bore og utvinne i konsesjonsområdet. Den første letebrønnen ble boret sommeren 1966. Den var tørr.

Med funnet av Ekofisk i 1969 startet det norske oljeeventyret for alvor. I startfasen dominerte utenlandske selskaper letevirksomheten og de sto for utbyggingen av de første olje- og gassfeltene. Statoil ble opprettet i 1972 og regelen om 50 prosent statsdeltakelse i hver utvinningstillatelse ble etablert. Denne regelen ble senere endret til at Stortinget kan vurdere om andelen kan settes lavere eller høyere i hvert enkelt tilfelle.

Fra 1. januar 1985 ble petroleumsvirksomheten omorganisert. Deltakerandelen til staten ble delt i to, en knyttet til selskapet og en knyttet til statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) i petroleumsvirksomheten. SDØE er en ordning der staten eier en andel i en rekke olje- og gassfelt, rørledninger og landanlegg. Andelen blir fastsatt ved tildeling av utvinningstillatelser og størrelsen kan variere fra felt til felt. Som en av flere eiere dekker staten sin del av investeringer og kostnader, og får en tilsvarende del av inntektene fra utvinningstillatelsen. Våren 2001 vedtok Stortinget at 21,5 prosent av verdien av SDØE-andelene kunne selges. 15 prosent ble solgt til Statoil og 6,5 % ble solgt til andre rettighetshavere. Salget av SDØE-andeler til Statoil ble sett på som et viktig element i å gjennomføre en suksessfull børsnotering og privatisering av Statoil. Statoil ble børsnotert i juni samme år og opererer nå på lik linje med enhver annen aktør på norsk kontinentalsokkel. Statsaksjeselskapet Petoro ble opprettet i mai 2001 for å ivareta SDØE på vegne av staten.

Siden oppstart av petroleumsvirksomheten på norsk kontinentalsokkel er det investert enorme summer i leting, utbygging av felt, transportinfrastruktur og landanlegg. Per 31.12.2012 var det investert over 3000 milliarder kroner, målt i dagens pengeverdi. Videre ble det i 2012 investert godt og vel 175 milliarder kroner. Dette utgjør 29 prosent av de samlede realinvesteringene i landet.

Om lag 42 prosent av den utvinnbare oljen og gassen på norsk kontinentalsokkel er produsert og solgt siden starten i 1971. Produksjonen av olje (inkl. NGL og kondensat) nådde en topp i 2001 på 3,4 millioner fat per dag. I dag er det 78 felt i produksjon. I 2012 ble det produsert 1,8 millioner fat olje (inkl. NGL og kondensat) per dag. Det ble i 2012 solgt 114,8 milliarder kubikkmeter gass. Det er 8000 km rørledninger for gass, med mottaksanlegg i fire europeiske land. 53 selskaper har andeler i lisenser på norsk sokkel, og det ble i 2012 boret 42 letebrønner.

## **Olje- og energidepartementet**

Olje- og energidepartementet (OED) har ansvar for å ivareta statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og statens eierandeler i Statoil ASA, Petoro AS og Gassco AS. Oljeselskaper kommer først med sitt syn på hvilke blokker de vurderer som interessante. Deretter utarbeider OED et forslag om hvilke blokker som skal lyses ut. Dette forslaget legges ut på offentlig høring, der alle relevante samfunnsinteresser er invitert for å si sin mening. Regjeringen avgjør hvilke blokker som skal lyses ut fra en helhetsvurdering. Ved tildelinger vurderer myndighetene søkerens tekniske ekspertise, geologiske forståing, finansielle styrke og erfaring uavhengig av nasjonalitet. Dette er i tråd med de målsettinger myndighetene har for å øke konkurransen på norsk kontinentalsokkel.

Staten hadde per 31.12.2012 direkte økonomiske deltakerandeler i 158 utvinningstillatelser, samt andeler i 15 interessentskap i rørledninger og landanlegg. Porteføljen består av 33 produserende felt, flere felt under utbygging og en rekke utvinningstillatelser i letefasen. Ved utgangen av 2012 ble porteføljens olje-, kondensat-, NGL- og gassreserver anslått til 6,6 mrd. fat oljeekvivalenter, 136 mill. fat oljeekvivalenter lavere enn ved utgangen av 2011. Dette antas å utgjøre omtrent en tredjedel av de gjenværende petroleumsreservene på sokkelen. En verdiberegning utført av Wood Mackenzie våren 2012 viser at per 1. januar 2012 var SDØE-porteføljens verdi om lag 1.140 mrd. Kroner (OED, 2012)

### **Oljedirektoratet**

Oljedirektoratet (OD) ble opprettet i 1972 som et statlig fagdirektorat og forvaltningsorgan. OD ligger under OED og har sitt overordnede mål til å 'skape størst mulige verdier for samfunnet fra olje- og gassverksemd gjennom forsvarlig ressursforvaltning med forankring i tryggleik, beredskap og ytre miljø'. OD setter rammer, fastsetter forskrifter og fatter vedtak der dette er delegert. OD har ansvar for å føre måleteknisk tilsyn og kreve inn avgifter fra petroleumsvirksomheten. Sammen med OED har OD beredskapsansvar for leveringstrygghet. I tillegg bidrar OD med forvaltningskompetanse, ressurskartlegging og petroleumldataforvaltning til bistandsprogrammet for utvikling (OD, 2011).

## 2.2 Selskapsbeskrivelse

Statoil ASA er et internasjonalt energiselskap med base i Norge og virksomhet i over 34 land. De største kontorene ligger i Stavanger, Bergen og Oslo. Konsernet har rundt 23000 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. Statoil har vært på Oslo børs siden 2001 og er også notert i New York.

### 2.2.1 Historie

I dag er Statoil ASA en av verdens største leverandører av olje og gass. Ifølge Forbes (2012) er selskapet på 20. plass med en produksjon av 2,1 millioner fat per dag. Selskapet har vokst i takt med den norske oljeindustrien på begynnelsen av 70-tallet til dagens oljeeventyr. 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, Gullfaks, i Nordsjøen.

2001 ble et tidsskille for norsk oljepolitikk da Statoil ble delprivatisert og børsnotert i Oslo og New York. Så 1. oktober 2007 fusjonerte Statoil ASA med Norsk Hydros olje- og gass virksomhet. De ble hetende Statoil Hydro frem til 1. november 2009 da de gikk tilbake til det gamle navnet Statoil ASA.

### 2.2.2 Forretningsområder

Statoils virksomheter er delt i seks områder. De er leting og utvikling, ny energi, naturgass, anskaffelse, terminaler og raffinering, og trading (Statoil, 2014).

**Leting og utvikling.** Leting og utvikling foregår både i Norge og utlandet, og til dels samarbeider med andre selskap. Når det gjelder leting og utvikling i Norge har selskapet utvinningstillatelse for om lag 80 prosent av all olje- og gassproduksjon på norsk kontinentalsokkel. Selskapet er et internasjonalt selskap og om lag halvparten av letevirksomheten foregår utenfor Norge. I tillegg samarbeider selskapet mye med de andre oljeselskaper. Disse partneropererte felt utgjør en betydelig andel av Statoils olje- og gassportefølje.

**Ny energi.** Det har vært mange diskusjoner rundt begrepet 'miljøvennlig energi'. Dette har økt etterspørsel for ren energi og dermed åpner det opp for nye forretningsmuligheter for Statoil, blant annet karbonfangst og -lagring, samt fornybar energi. Bruk av fossile brensler medfører utslipp av klimagassen CO<sub>2</sub>, og Statoil arbeider aktivt innenfor karbonfangst og -lagring for å redusere CO<sub>2</sub>-utslipp.

**Naturgass.** Statoil er en langsiktig og pålitelig leverandør av naturgass med en solid posisjon i noen av verdens mest attraktive markeder. Selskapet er Europas nest største gassleverandør og den sjette største i verden.

**Anskaffelse.** Anskaffelsesfunksjonen til selskapet er delt inn i seks områder. Disse områdene forvalter 15 kategorier som dekker selskapets totale behov for materiell og tjenester.

**Terminaler og raffinering.** Statoil foredler olje og gass ved en rekke anlegg i og utenfor Norge. Selskapet er teknisk driftsoperatør for mottaksanlegg og rørledninger og annen infrastruktur for gass.

**Trading.** Statoil sender råolje-, produkt-, våtgass- og LNG-volumer sjøveien til store deler av verden. Hvert år foretas det mer enn 4300 sjøreiser, og mer enn 100 millioner tonn transporteres årlig. I tillegg er de verdens tredje største netto selger av råolje.

### **2.2.3 Styring og ledelse**

Statoils styre består av medlemmer valgt av aksjonærene og de ansatte. De 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 Statoilkonsernet. 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 selskapets 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 regnskapene.

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.

## Den norske stat som aksjeeier

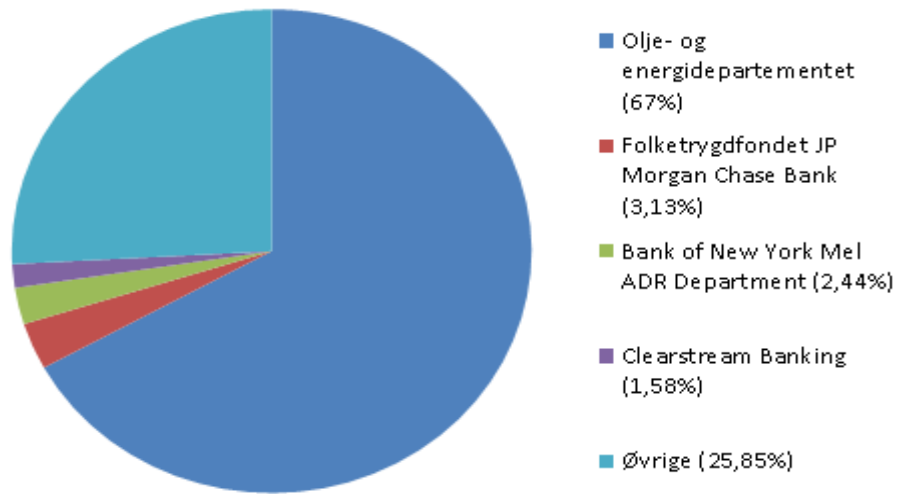
18. juni 2001 ble Statoil delprivatisert og omdannet fra aksjeselskap til allmennaksjeselskap. I et Stortingsvedtak fra 2001 heter det at staten ønsker å ha en eierandel i Statoil på minst to tredjedeler. Den norske stat eier, per i dag, 67 prosent av Statoil gjennom Olje- og energidepartementet.

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 fram ti prinsipper for god eierstyring av selskaper med statlige eierandeler.

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 insentiv ordninger bør utformes slik at de fremmer verdiskapingen i selskapene og framstår 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.

## Eierandeler i Statoil ASA

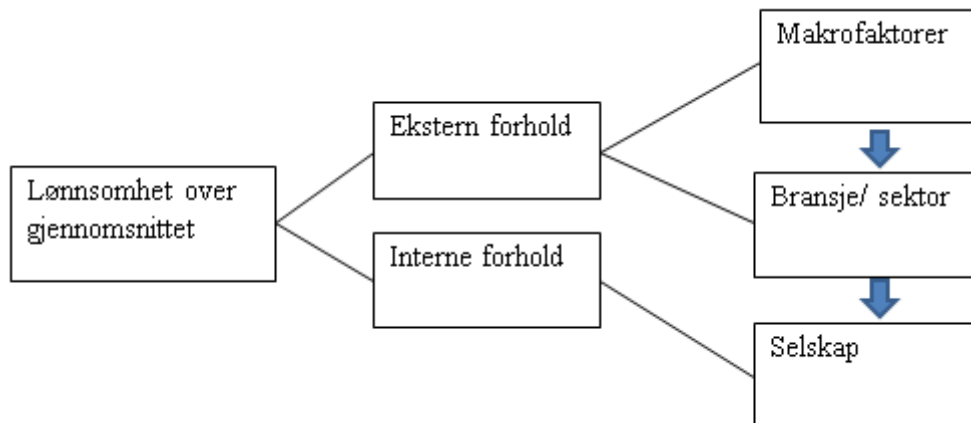


Figur 3: Eierandeler i selskapet



### 3. STRATEGISK ANALYSE

I denne delen av oppgaven skal jeg gjennomføre en strategisk analyse av Statoil ASA. Formålet av analysen er å danne grunnlag for prognose av selskapets framtidige resultater. Selskapet opererer og leverer olje og gass på verdensbasis og til mange industriområder. Dermed ville en "top-down" metoden blitt valgt for å gi en total bilde av faktorer som er verdidrivere på selskapets lønnsomhet (Thoresen, 2011).



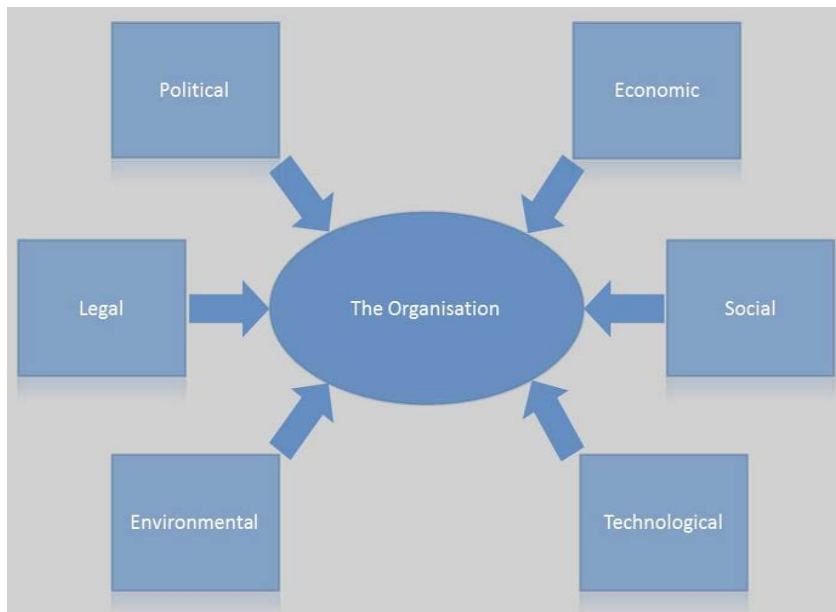
Figur 4: Top-down analyse

Ifølge top-down metoden blir selskapets lønnsomhet påvirket av både eksterne og interne forhold. Med eksterne forhold peker modellen på makrofaktorer som har virkninger på bransjens utvikling. I tillegg til makrofaktorene vil konkurranseintensitet i selve bransjen analyseres for å belyse hvor lønnsomt det er å delta i denne bransjen. Når det gjelder interne forhold vil selskapets ressurser analyseres.

Basert på top-down modellen skal jeg først analysere makrofaktorer som har påvirkning på bransjen. Disse makrofaktorene er ifølge PESTEL-rammeverket politikk og lovregler, økonomi, samfunn, teknologi og miljø. Videre vil bransjens konkurranseintensitet analyseres med hjelp av Porters fem krefter. Porter mener at krefter fra leverandører, kunder samt trusler om nye produkter og konkurrenter bestemmer konkurranseintensitet i bransjen (Porter, 1979). Avslutningsvis skal jeg analysere selskapets ressurser for å kartlegge styrker og svakheter i forhold til konkurrenter. VRIO-rammeverk er egnet til å analysere om selskapets ressurser er verdifulle, sjelden, imiterbare og om hvordan selskapet utnytter sine ressurser.

### 3.1 PESTEL

PESTEL er et rammeverk som brukes for å analysere makroøkonomiske faktorer som påvirker selskapet. Slike faktorer er politikk, lovregler, økonomi, samfunnet, teknologi, og miljø. Gjennom PESTEL-analysen kan vi identifisere styrker og svakheter for selskapet (Professional Academy, 2014)



Figur 5: PESTEL-faktorer

#### 3.1.1 Politiske faktorer og lovmessige faktorer

Det handler om hvordan og i hvilken grad myndighetene kan gripe inn i økonomien. Disse kan være politiske beslutninger rundt utenlandshandel, skattemessige forhold, arbeidsmiljøloven, etc.

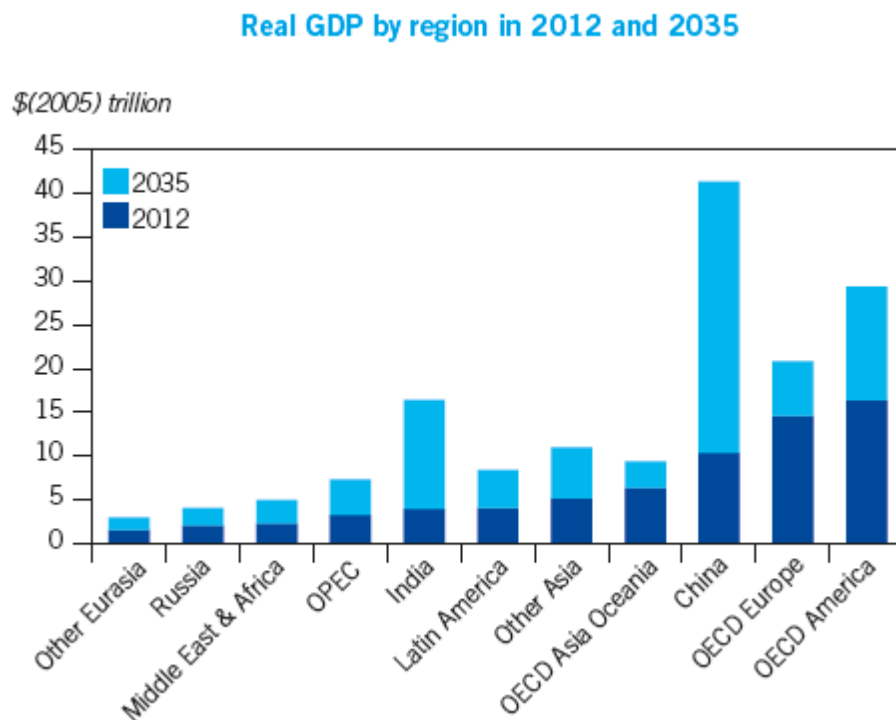
Petroleumsindustrien er Norges viktigste næring målt i inntekter til fellesskapet. Denne industrien sysselsetter over 250 000 mennesker. Olje og Energi Departementet ønsker å levere god politikk som kan bidra til næringens utvikling i fremtiden. En av aktivitetene som OED har gjort i det siste er å besøke og støtte Statoils forskningscenter. De mener at forskning og utvikling er viktig for en vedvarende vekst, og denne forskningen vil bidra til en bedre helse, miljø og sikkerhet på norsk sokkel (OED, 2014). I tillegg har olje- og energiminister Tor Lien

møtt EU-landenes ambassadør for å få økt samarbeid mellom Norge og EU. Gjennom EØS-avtalen er Norge vært et fullstendig medlem av det indre energimarkedet. Dette betraktes som en fordel for et norskeoljeselskap som Statoil.

### 3.1.2 Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer er av stor betydning for hvordan selskapet skal drive sine aktiviteter og hvor lønnsomme de er. Disse faktorene er blant annet økonomisk vekst, rente, valutakurs, inflasjon og inntektsutviklingen i bedriftens markeder.

Petroleumsnæringen er i stor grad påvirket av økonomiske faktorer. Verdensøkonomien forventes frem til år 2035 å ha en gjennomsnittlig årlig vekst på 3,5% (OPEC, 2013). Figur 6 viser veksten i verdens ulike regioner. Økning i verdens BNP er et resultat av høyt konsum, investeringer i privat og offentlig sektor, samt stor aktivitet innenfor internasjonal handel. Alt dette vil medføre økt etterspørsel etter olje og gass.

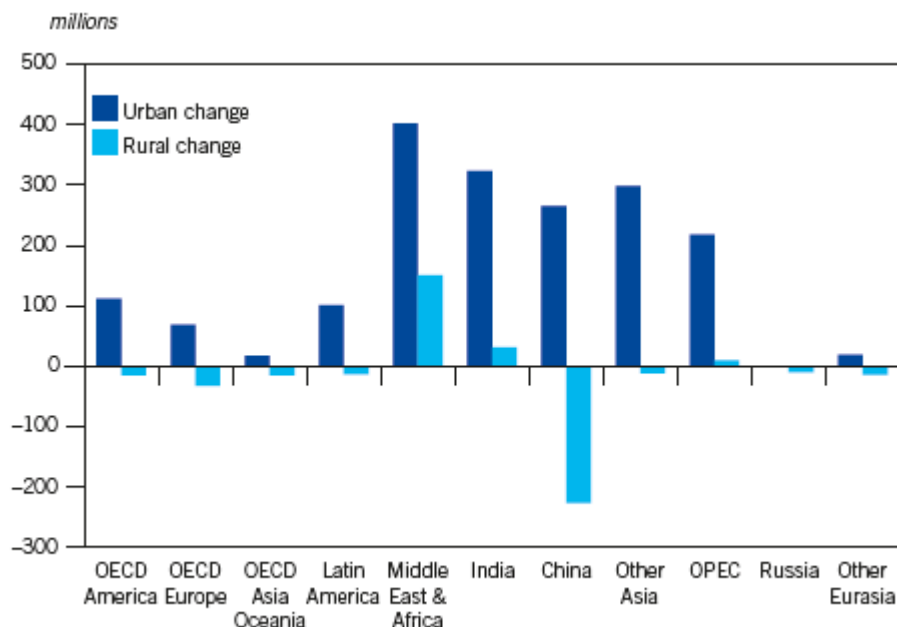


Figur 6: Real GDP by region i 2012 og 2035 (OPEC, 2013)

### 3.1.3 Sosiale faktorer

Dette handler om befolkningens vekst, alder, helse, og sosial forhold. Disse faktorene er av interesse ettersom selskapet må kunne forstå sitt marked og hva markedet drives av.

FN estimerer at verdens befolkning vil øke til 8,6 milliarder i 2035 og befolkningens levealder vil øke gradvis. I tillegg foretrekker mange å flytte til byen og innen 2035 vil 63% av verdens befolkning bo i byer. Figur 7 viser endringene på bosted etter regioner. Etterspørsel etter energi brukt til transport, husholdning og industri vil øke kraftig og petroleumsnæringen ser dette som et stort fremtidig inntektspotensial.



Figur 7: Befolkningsendringer i by og land

### 3.1.4 Teknologiske faktorer

Disse faktorer påvirker hvordan vi produserer, distribuerer og markedsfører våre produkter. Oljeleting er en komplisert oppgave der eksperter fra mange forskjellige fagområder samarbeider. Avanserte geofysiske data og geologiske modeller er nødvendige for å skaffe best mulig kunnskap om interessante leteområder. Mye skal være på plass før oljeselskapene kan starte med leteboring – og enda mer må være i orden før produksjon kan starte. Fra et felt er funnet til det er i produksjon, kan det gå opp til 15 år, og i enkelte tilfeller lenger. Derfor er det svært avgjørende å ha teknologi på plass slik at selskapene kan minimere kostnader og

risiko på disse aktivitetene. FMC Technologies og AkerSolutions er blant de leverandører som tilbyr høyteknologiske løsninger til oljedelskapene, og det forventes enda bedre teknologiske løsninger fra disse leverandørene i fremtiden.

### **3.1.5 Miljømessige faktorer**

Miljømessige krav påvirker tilbud og etterspørsel etter de tjenester og produkter selskapet tilbyr. Ifølge FNs klimapanel er utslipp av CO<sub>2</sub> den viktigste årsaken til at vi nå kan oppleve en menneskeskapt global oppvarming. CO<sub>2</sub>-utslippene og mulighetene til å redusere dem er det problemet som kanskje har vært mest i fokus de siste årene. Olje og Energi Departementet har støttet selskapet i forskning og utvikling slik at selskapet kan levere miljøvennlige produkter.

### **3.1.6 Juridiske faktorer**

Juridiske faktorer inkluderer helse og sikkerhet, likestilling, annonsestandarder, forbrukerrettigheter og lover, produktmerking og produktsikkerhet. Det er klart at selskapet trenger å vite hva som er og hva som ikke er lovlig for å handle riktig. Dette blir et veldig vanskelig område å få rett som hvert land har sitt eget sett med regler og forskrifter. Statoil har sine egne prinsipper for å takle juridiske faktorer og disse er omfattet i Statoils sikringsprinsipper (Statoil, 2014):

- Vi overvåker og iverksetter tiltak for å holde en høy standard innen informasjonssikring.
- Vi utfører sikringsanalyser når vi går inn i nye operasjoner, prosjekter og fellesprosjekter.
- Vi implementerer sikringstiltak basert på sikringsanalyser.
- Alle ansatte skal ha relevant basisopplæring i sikringstiltak. Vi gransker alle større sikringshendelser.
- Kriminelle handlinger blir rapportert til politiet.
- Vi samarbeider med offisielle myndigheter for å forbedre sikringsforholdene for våre ansatte og våre eiendommer

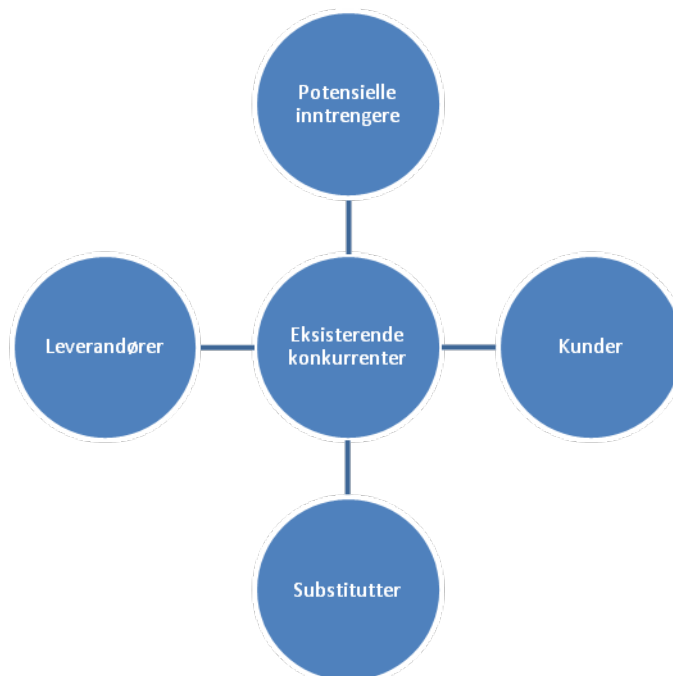
## **Oppsummering av PESTEL analyse**

Ut ifra analysen ser jeg at de politisk, økonomisk, samfunnsmessig, teknologisk og juridiske faktorer vil gi store muligheter for selskapet, mens miljømessige faktorer vil være til ulempe. Generelt sett taler makroøkonomiske faktorer til selskapets fordel, hva angår selskapets vekstpotensial i fremtiden.

## 3.2 PORTERS FEM KREFTER

I en verdsettelse av bedrifter er det hensiktsmessig å analysere den bransjen som bedriften befinner seg i. Hensikten er å se på konkurransen i industrien og deretter kan man prognosere hvor lønnsomt det er å drive virksomhet i den bransjen. I forbindelse med dette har jeg valgt å se på Porter sin fem-krefter-modell.

Porter mener at den viktigste grunnen til å formulere og å underbygge en strategi er effekten bedriftene får i forhold til å takle konkurranse innen en industri. Det er 5 viktige krefter som driver konkurransen. De 5 kreftene er forhandlingsmakt fra leverandører og kunder, trusler fra potensielle inntrengere og substitutter samt rivaliseringen blant bransjens konkurrenter (Porter, 1980).



Figur 8: Porters fem krefter (Porter, 1980)

### 3.2.1 Trusler fra potensielle inntrengere

Etterspørsel etter olje og gass har økt i det siste. Med andre ord er produktene i en vekstfase. Dette gjør at bransjen blir mer attraktiv og tiltrekker seg flere nye aktører som ønsker å ta markedsandeler.

Den viktigste faktor som kan holde mulige inntrengere 'ute', er en såkalt inngangsbarriere. Inngangsbarrierer kan blant annet være tilgang til kapital, arbeidskraft, teknologi og

letetillatelser. Det er seks hovedfaktorer som kan påvirke trusselnivået fra potensielle inntrengere. Disse er stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kapitalbehov, kostnadsulemper uavhengig av størrelse, tilgang til distribusjonskanaler, og reguleringer.

### ***Stordriftsfordeler***

Stordriftsfordeler er de fordeler bedrifter får når de produserer en viss mengde. Dette er fordi de kan få større rabatter når de kjøper større mengder råvarer. På samme måte vil faste kostnader bli delt på en større mengde, og dermed vil gjennomsnittlige faste kostnader bli mindre. I olje- og gassbransjen vil faste kostnader ved undersøkelser være veldig høye. Statoil er blant de selskapene som produserer mer enn 2,1 millioner fat pr. dag. Dette er med på å bidra til at Statoil har stordriftsfordeler. Selskapet vil derfor oppleve et lavere trusselnivå fra potensielle inntrengere.

### ***Produktdifferensiering***

Kunders lojalitet til et produkt kan være et mulig hinder for at nye etableringer kan få markedsandel. Olje og gass er det vesentlige homogene produkter. Begrepet 'miljøvennlig energi' har fått mye omtale i de siste årene. Forbrukerne er mer bevisst et bærekraftig fremtidig miljø. Statoil har utviklet avanserte teknologi for å gjøre sine produkter mer miljøvennlige. De har prosesser for karbonfangst og -lagring, avfallshåndtering og rensing av luft.

I tillegg klarer Statoil også å levere gass gjennom et driftssikkert, fleksibelt og integrert transportsystem (Statoil, 2014). Kundene har stor tillit til Statoil sitt rennome som en høyt kvalifisert gassleverandør. Dette gjør terskelen for nye markedsaktører høyere, og eventuelle inntrengere må overbevise markedet om at deres produkter er både bedre og sikrere.

### ***Kapitalbehov***

Stort investeringsbehov i startfasen kan forhindre nye inntrengere. Særlig når det handler om irreversible investeringer i forskning. Bedrifter i olje- og gassbransjen skal basere sine prospekt på at det finnes olje i et område, før de starter leteboring. Sannsynligheten for å gjøre et drivverdig funn kan eksempelvis være på 20%. Fra et felt er funnet til det er i produksjon, kan det gå opp til 15 år, og i enkelte tilfeller lenger (Norsk olje og gass, 2014). Dette betyr at



høy kapitalbinding og høy risiko, over lang tid, vil gjøre 'inngangsporten' høy for nye aktører. Nye aktører må ha god 'finansiell' ryggrad fram til kontantstrømmene fra produktsalg kan starte. Statoil har egenkapital på 356 milliarder kroner i 2013. Dette beløpet må nye inntrengere ta som utgangspunkt. Dermed mener jeg at trusler for nye inntrengere var lav.

### ***Kostulemper uavhengige av størrelse***

Det eksisterer fordeler for de nåværende aktørene pga læringskurven de har hatt og erfaringer med proprietær teknologi, tilgang til de beste råmaterialene, eiendeler kjøpt i en tidlig fase når prisene var lavere, subsidier fra myndighetene, og gunstige pengeplasseringer. Med andre ord blir disse fordelene ulemper for de nye. De fleste aktørene i denne bransjen har etablert seg for lenge siden. Statoil har erfaring over 40 år. De har opparbeidet høy teknologi, og deres medarbeider har lang erfaring (Statoil, 2014). Med overnevnte fordeler blir trusler for nye inntrengere lav.

### ***Tilgang til distribusjonskanaler***

Det er åpen handel for olje i markedet der prisene er fastsatt etter Brent eller WT. For eksempel Brent-olje er handlet på Intercontinental Exchange (ICE) og hver kontrakt tilsvarer 1000 fat olje. Dermed er det ikke noe hindring for nye tilbydere å selge sine produktet på markedet.

### ***Regulering***

Myndighetene kan forhindre flere aktører å være med, om de ser dette lite lønnsomt for samfunnet som helhet. I Norge har Olje- og EnergiDepartementet åpnet for fri konkurranse mellom aktører når det gjelder tillatelse til leting og utvinning på norsk sokkel. Men for å få tillatelse må aktører tilfredstille strenge krav fra OljeDirektorat. I så måte mener jeg at Statoil har fordeler i forhold til nye aktører.

### ***Oppsummering av trusler fra potensielle inntrengere***

Ettersom det er økende behov for olje og gass i flere sektorer i framtiden, er det fristende for nye aktører å etablere seg. Men det vil være krevende for nye aktører å få fordeler av stordrift, kvalitet på produkter, høy egenkapital, erfaringer, teknologi, og myndighetens tillatelser. Jeg ser at Statoil er sterke nok i så måte, og ikke trenger å oppleve trusselen som urovekkende.

### **3.2.2 Leverandørens forhandlingsmakt**

Leverandører kan øke prisen eller redusere kvaliteten på produkter. Denne makten er større dersom det er få leverandører i et marked. Leverandører får også stor makt dersom deres produkter er unike, og vanskelige å skaffe fra andre leverandører. Da vil det være store kostnader forbundet med å bytte leverandør, noe som gjør leverandørens forhandlingsmakt enda større. Statoil kjøper og leier produkter og tjenester i forbindelse med drift av oljefelt. Slike produkter og tjenester kan skaffes fra noen få og spesialiserte leverandører som FMC Technologies og Aker Solution. Det kreves skreddersydde løsninger for de ulike oljefeltene. Dette innebærer at på den ene siden må leverandørene investere store beløp for å kunne produsere deres produkter, mens på den andre siden må selskapet selv bruke store summer på å lære seg å benytte produktene. Det vil således også være svært dyrt å bytte leverandør. Dermed ser jeg at makten blir jevnt fordelt mellom leverandører og bedriften.

### **3.2.3 Kundens forhandlingsmakt**

Kunder har makt til å fremforhandle lavere priser og høyere kvalitet på produkter eller tjenester. Denne makten blir større dersom en av følgende betingelser er tilstede: Konsentrerte kundegrupper som handler i store kvanta, vil kunne utgjøre en kraftig prisforhandlings faktor. Produkter er så standardisert at det er et mangfoldig nettverk av leverandører. Kunder kan også klare å produsere produktene selv. Statoil har en solid gassportefølje. De har langsiktige kontrakter til store og solide europeiske gasselskaper og leverandører. I tillegg selger Statoil naturgass direkte til store sluttbrukere i Belgia, Nederland, Frankrike og Storbritannia (Statoil, 2014). Denne gruppen av kunder er så konsentrert, at de kan fremforhandle gode priser. I tillegg klarer Statoil å levere trygge og miljøvennlige produkter slik at disse, i det store og hele, blir foretrukket av disse kundegruppene som er opptatt av god kvalitet. Trusselbildet er i så måte relativt lavt, for Statoil.

### **3.2.4 Trusler fra substitutter**

Substitutter er produkter, tjenester og teknologi som kan tilfredsstillere kunders behov etter den nåværende bransjens produkt. Substitutter er en trussel for bransjen da disse kan utkonkurrere

nåværende produkter, og bedriftene må være forberedte på å utvikle produktene sine, for å stå i mot. I lys av veksten i verdensøkonomien og økning i befolkning er det fremdeles stort behov for olje og gass. Tabell 1 viser en forventet fremtidig økning i oljeselskapenes salg. Trusler fra substitutter er forventet lav de neste 20 år.

<b>Global product demand</b>		<i>mb/d</i>				
	<b>2012</b>	<b>2015</b>	<b>2020</b>	<b>2025</b>	<b>2030</b>	<b>2035</b>
<b>Light products</b>						
Ethane/LPG	9.7	10.0	10.5	10.9	11.2	11.5
Naphtha	5.9	6.2	6.8	7.3	7.9	8.5
Gasoline	22.7	23.3	24.4	25.5	26.5	27.5
<b>Middle distillates</b>						
Jet/Kerosene	6.5	6.7	7.1	7.4	7.7	8.1
Diesel/Gasoil	25.8	27.3	30.0	32.2	34.1	36.0
<b>Heavy products</b>						
Residual fuel*	8.2	7.8	7.1	6.6	6.3	6.0
Other**	10.0	10.2	10.5	10.7	10.8	10.9
<b>Total</b>	<b>88.9</b>	<b>91.6</b>	<b>96.3</b>	<b>100.7</b>	<b>104.6</b>	<b>108.5</b>

\* Includes refinery fuel oil.

\*\* Includes bitumen, lubricants, waxes, still gas, coke, sulphur, direct use of crude oil, etc.

Tabell 1: Verdens etterspørsel på olje og gass (OPEC, 2013)

### 3.2.5 Rivalisering mellom eksisterende aktører

Eksisterende aktører konkurrerer mot hverandre for å få tilgang til en begrenset tilkomst av råvarer eller kundegrupper. Det er flere forhold som kan øke denne konkurransen:

Industriveksten er lav slik at aktører ønsker å ta markedsandel fra hverandre. Produktkvalitet eller servicenivå er likt, og byttekostnaden er relativt lav.

Oljeselskaper leverer produkter etter kjente standarder. Brent Råolje eller West Texas Intermediate (WTI), er eksempler på disse. Dette gjør at konkurransen på kvalitet er ganske lav.

Det er stor konkurranse i arbeidsmarkedet. En undersøkelse, utført av OPEC og EU, i 2013 viser at 80% av oljeselskapene, på verdensbasis, mangler dyktige medarbeidere. (OPEC,

2013: 165). I tillegg er konkurransen for å skaffe seg konsesjonsrettigheter utfordrende for oljeselskapene. Staten eier 67% av aksjene i Statoil. Likevel må Statoil konkurrere på lik linje med andre oljeselskaper, når det gjelder å komme i betraktning for konsesjoner på leting etter olje og gass.

## Oppsummering Porter's Five Forces

Tabellen nedenfor gir en mer komplett oversikt over i hvilken grad de fem kreftene virker inn på industrien. Lavt trusselnivå fra potensielle inntrengere, liten grad av forhandlingsmakt fra kunder og minimalt trusselbilde fra substitutter bidrar til å gjøre petroleumsnæringen til en attraktiv bransje. Moderat forhandlingsmakt hos leverandør og sterk rivalisering blant eksisterende aktører bidrar derimot til å senke lønnsomheten i industrien.

	Konkurransenivå i petroleumsnæringen
Trusler fra potensielle inntrengere	lav
Forhandlingsmakt fra leverandør	moderat
Forhandlingsmakt fra kunder	lav
Trusler fra substitutter	lav
Rivalisering fra eksisterende aktører	høy

Tabell 2: Oppsummering Porter's krefter analyse

## 3.3 VRIO

PESTEL-analysen har gitt et bilde av makro-faktorer som vil stort sett styrke selskapets vekst i fremtiden. Videre gjennom 'Porter's 5 forces', ser jeg at det er moderat konkurranseintensitet i bransjen. Nå ønsker jeg å se nærmere på bedriftens svakheter og styrker ut ifra en intern analyse av bedriftens ressurser.

Med intern ressurser mener jeg finansielle, fysiske, menneskelige og organisatoriske ressurser som avgjør om bedriften har konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. For å kunne analysere konkurransefortrinn stammer fra deres ressurser vil jeg benytte VRIO-rammeverket utviklet av Barney og Hesterly i 2011.

### 3.3.1 VRIO-rammeverket

VRIO-rammeverket er en modell som viser faktorer som predikerer bedriftens konkurransefortrinn. VRIO er et akronym for de fire faktorer som vi spør om våre ressurser eller evner er verdifulle, sjeldne, imiterbare, og utnyttet ved organisering.

Med første spørsmål om verdi ved ressurser eller evner mener jeg om bedriften er i stand til å utnytte en mulighet eller nøytralisere en ekstern trussel med sine ressurser eller evner. En måte å identifisere er ved å se inn i selskapets verdikjede. Dersom noen av selskapets eiendeler operer mer effektivt i kjeden, er det muligens fordi ressurser er som mer verdifulle.

Om bedriftens ressurser er relativt unike /sjeldne og dette vil vedvare over tid, vil det gi mulighet for et langvarig konkurransefortrinn. En bedrift kan enten utnytte en ekstern mulighet eller nøytralisere en ekstern trussel ved hjelp av sine unike og verdifulle ressurser. I dette tilfellet, kan bedriften oppnå konkurransefordeler.

Bedrifter med verdifulle og unike ressurser, som er vanskelig å kopiere, kan få konkurransefordeler. Derfor, for å opprettholde konkurransefortrinn, er det ikke tilstrekkelig for en bedrift å ha store ressurser eller verdifulle og unike evner. De må også være vanskelige å kopiere.

Et siste viktig spørsmål er om selskapets organisasjon i stand til å utnytte sine evner og ressurser. Dette omfatter, men er ikke begrenset til, selskapets formelle rapporteringsstruktur, økonomistyring og kompensasjonspolitik. Styringssystemene inkluderer både formelle og

uformelle virkemidler for å sikre at ledernes beslutninger er i samsvar med bestemte strategier. Formelle styringssystemer kan bestå av budsjetterings- og rapporteringsaktiviteter som holder toppledelsen informert om vedtak fattet av ansatte lengre ned i selskapets hierarki. Uformelle kontroller kan omfatte bedriftens kultur. Bedriftene motiver sine ansatte gjennom kompensasjonspolitik. Disse retningslinjene kan inkludere bonuser, aksjer eller lønnsøkninger, men kan også omfatte ikke-økonomiske insentiver som ekstra feriedager. Disse komponentene i organisasjonen er kjent på komplementære ressurser. I kombinasjon med firmaets øvrige ressurser og evner, kan det resultere i vedvarende konkurransefortrinn. Uten den riktige organisasjonen, vil selv bedrifter med verdifulle, sjeldne og lite imiterbare ressurser og evner, kunne lide konkurranseulempe (Barney & Hesterly, 2011).

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 3: VRIO-rammeverket (Barney & Hesterly, 2011)

### 3.3.2 Anvendelsen av VRIO-rammeverket på selskapets ressurser

Jeg analyser finansielle, fysiske, menneskelige og organisatoriske ressurser for å finne ut om Statoil har konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. I denne analysen vil jeg sammenligne Statoil med de store olje- og gasselskapene, blant annet de 25 største produksjonsselskapene.

#### Finansielle ressurser

Det er stor konkurranse mellom oljeselskaper for å få konsesjonsrettigheter. Et av kravene fra OljeDirektoratet er at konkurrenter må kunne overbevise at de har tilstrekkelig kapital for leting og utvinning av olje dersom de får en konsesjon. Dette skyldes høy grad av kapitalbinding i prosessen fra leting starter til produksjon er i gang. Opp mot 15 år er et

tidsestimat for denne prosessen. For et stort selskap som Statoil er det ikke så dyrt eller vanskelig å låne penger fra finansielle institusjoner ettersom de har ganske lav gjeldsgrad på 14%. Lett tilgang til finansielle ressurser er verdifullt for Statoil, men dette ikke betyr at det er umulig for konkurrenter å ta opp lån. Dermed mener jeg at selskapet har kun konkurransefortrinn i finansielle ressurser.

### **Fysiske ressurser**

De viktigste fysiske ressursene i olje- og gassbransjen er selvsagt olje- og gassfeltene, blant annet leting- og utvinnings- eller produksjonsanlegg. Statoil er størst i verden på produksjon fra havbunnsbrønner (Statoil, 2014). De er ledende innen teknologi for oljeutvinning i vanskelig farvann, kombinert med deres høye utvinningsgrad. Statoils undervannsproduksjonsanlegg er meget verdifulle, men disse anleggene er ikke unike for Statoil. Konkurrentene kan også kjøpe tjenester fra leverandørne og dermed velger jeg ikke å klassifisere disse ressursene som sjeldne. Dette gir dermed Statoil et paritet konkurransemessig fortrinn.

### **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 kåret til Norges mest attraktive arbeidsplass av studenter innenfor økonomi og tekniske fag. Statoil står dermed i en særstilling når det gjelder rekruttering av dyktige medarbeidere. Men 80% av internasjonale oljeselskaper mangler dyktige folk, og Statoil er intet unntak. Dermed når det gjelder menneskelige ressurser har Statoil kun paritet konkurranse fortrinn.

### **Organisatoriske ressurser**

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

Statoil vil beskytte og forbedre sitt rykte, som et ledd i arbeidet med å nå sine strategiske mål. Relasjoner til interessenter og media er en viktig del av denne strategien, blant annet gjennom

relasjonsbygging med myndigheter og ved å vise sosialt ansvar. Men andre aktører i bransjen har også forstått viktigheten av å ha godt omdømme, så Statoil er ikke alene om å bruke store ressurser på PR. ExxonMobil har for eksempel en egen filantropisk organisasjon, ExxonMobil Foundation, som tar for seg alt fra skoleprogrammer til menneskerettigheter.

## Oppsummering av VRIO-rammeverket

Ressurs/evne	Verdifull?	Sjelden?	Kostbar å imitere?	Utnyttet ved organisering	Konkurransemessig betydning
Finansielle	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Fysisk	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Menneskelige	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Organisatorisk	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet

Tabell 4: Oppsummering av VRIO-rammeverket anvendt på Statoil

Ut ifra VRIO analysen ser jeg at Statoil har konkurransemessig paritet i forhold til de andre store oljeselskapene.

### 3.4 Oppsummering av strategisk analyse

Makrofaktorene vil være fordeler for selskapets vekst. Det blir estimert høye aktiviteter for selskapet. Konkurransintensitet i bransjen er ganske moderat, slik at selskapet kan beholde samme lønnsomhets nivå. Verdifulle ressurser gjør at dere kan beholde sin nåværende posisjon i markedet. Både makrofaktorer og strategiske forhold peker i retning av moderat vekst framover.



## **4. HISTORISK REGNSKAPSANALYSE**

I denne delen av oppgaven vil jeg analysere selskapets historiske finansregnskap. Målet er å gi et bilde på hvordan selskapet har vært de siste årene. Deretter skal regnskapsanalysen og den strategiske analysen danne grunnlag for å prognostisere framtidige kontantstrømmer.

Finansregnskapet, etter regelverket, er framstilt 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 for skillet mellom drifts- og finansposter er at det forutsettes at finansieringsaktiviteter ikke genererer merverdi, og dermed er ikke denne delen interessant. I tillegg er det en normal forutsetning at finansposter er bokført til virkelig verdi i det ordinære regnskapet (Berk og DeMarzo, 2007)

Statoil er et modent og stabilt selskap, så det er rimelig å velge en femårig historisk regnskap som utgangspunkt. Men som nevnt i den strategiske analysen, vil Statoils lønnsomhet påvirkes av makrofaktorer. Verdens finanskrisen i 2008 er eksempel på dette. Dermed er det nødvendig å ta hensyn til denne hendelsen i analysen slik at vi kan beregne historiske gjennomsnittsvekt basert på både gode og dårlige tider til selskapet.

Først skal jeg gjennomføre omgrupperinger av blant annet egenkapitalen, konsernbalansen, resultatregnskapet og kontantstrømmene. Videre skal jeg utarbeide nøkkeltall fra regnskapet. Disse nøkkeltallene skal fortelle om selskapets lønnsomhet, soliditet og likviditet i de siste seks årene.

### **4.1 Omgrupperinger**

Senere i oppgaven ønsker jeg å estimere selskapets framtidige regnskap basert på deres historiske. Det er viktig for investorer å skille mellom finansposter og driftsposter ettersom driftsposter er de som generer verdier for selskapet. Dermed må jeg først omgruppere historisk finansregnskap.

#### **4.1.1 Omgruppering av egenkapital**

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 eller kostnader rapporteres direkte mot egenkapitalen og derfor ikke blir inkludert i resultatregnskapet. Dette er problematisk fordi man 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. Fullstendig nettoresultat er nettoresultat pluss 'dirty surplus' (Penman, 2010).

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

(i milliarder kroner)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Egenkapital IB</b>	<b>179,1</b>	<b>216,1</b>	<b>200,1</b>	<b>226,4</b>	<b>285,2</b>	<b>319,9</b>
Transaksjoner med aksjonærer						
Endring egne aksjer (netto etter fordelte aksjer)	-0,2	-0,3				
Kontantutbetalinger (til) fra minoritetsaksjonærer	0,2	0,4	5,6	-0,2	-6,2	-0,2
Fusjonsrelaterte justeringer (Norsk Hydro ASA 2006)		0,3				
Utbytte	-27,1	-23,1	-19,1	-19,9	-20,7	-21,5
<b>Sum transaksjoner med aksjonærer</b>	<b>-27,1</b>	<b>-22,7</b>	<b>-13,5</b>	<b>-20,1</b>	<b>-26,9</b>	<b>-21,7</b>
Fullstendig nettoresultat						
Årets resultat	43,3	17,7	37,6	78,4	69,5	39,2
Inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen	20,8	-11,3	2,2	0,5	-7,9	18,5
Aksjebaserte betalinger ført mot egenkapitalen (netto etter fordelte aksjer)	0,1	0,3				
<b>Sum fullstendig nettoresultat</b>	<b>64,1</b>	<b>6,7</b>	<b>39,8</b>	<b>78,9</b>	<b>61,6</b>	<b>57,7</b>
Egenkapital UB	216,1	200,1	226,4	285,2	319,9	356
Minoritetsinteresser	2,0	1,8	6,9	6,3	0,7	0,5
<b>Alminnelig egenkapital (CSE)</b>	<b>214,1</b>	<b>198,3</b>	<b>219,5</b>	<b>278,9</b>	<b>319,2</b>	<b>355,5</b>

Tabell 5: Omgruppering av egenkapitaloppstilling

## 4.1.2 Omgruppering av konsernbalansen

Balansen skiller mellom anleggs- og omløpsmidler og mellom kortsiktig og langsiktig gjeld. Investor ønsker å analysere driftsrelaterte eiendeler som skaper profitt for bedriften. Dermed

omgrupperer jeg balansen slik at det skilles mellom det driftsrelaterte og det driftsfremmede (Penman, 2010).

Investering i tilknyttede foretak er en driftsrelatert post selv om den ikke er direkte knyttet til selskapets drift (Gjesdal, 2007).

Betalingsmidler kan anses som driftspost eller finansiell post. Om det er kontanter som blir brukt til å betale kortsiktig gjeld, er det helt åpenbart å klassifisere som driftsmidler. I andre tilfelle dersom det er kontanter holdt for å tjene på rente anses det som finansielle midler. På grunn av jeg har lite informasjon om selskapets kontanter antar jeg at selskapets kontanter er en finansiell post.

Pensjonsrelaterte poster er ifølge (Gjesdal, 2007) tvetydige poster som kan plasseres begge steder. Når vi mener at pensjonsposter er knyttet til ansatte og deres lønnskostnader, burde de plasseres som en driftspost. Men i det andre tilfellet når vi anses som selskapet kan tjener renter fra pensjonsposter og burde plasseres under finansiell poster. Jeg mener at pensjonsmidler i selskapet er relaterte mest til de ansatte og bør anses som en driftspost.

(i milliarder kroner)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>DRIFTSRELATERTE EIENDELER</b>						
Varige driftsmidler	329,8	340,8	351,6	407,6	439,1	487,4
Immaterielle eiendeler	66,0	54,3	43,2	92,7	87,6	91,5
Investeringer i tilknyttede foretak	12,6	10,1	9,0	9,2	8,3	7,4
Utsatt skattefordel	1,3	2,0	1,9	5,7	3,9	8,2
Pensjonsmidler	0,0	2,7	5,3	3,9	9,4	5,3
Varelager	15,2	20,2	23,6	27,8	25,3	29,6
Kundefordringer og andre fordringer	69,9	58,9	75,9	103,8	74,0	81,8
Skattefordring	3,8	0,2				
Eiendeler klassifisert som holdt for salg			44,9			
<b>Sum driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>498,8</b>	<b>489,1</b>	<b>555,4</b>	<b>650,7</b>	<b>647,6</b>	<b>711,2</b>
<b>Driftsrelatert gjeld</b>						
Utsatt skatt	68,1	76,3	78,1	82,5	81,2	71
Pensjonsforpliktelser	25,5	21,1	22,1	27,0	20,6	22,3
Avsetninger	54,4	55,8	68,0	87,3	95,5	101,7
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	61,2	59,8	73,7	94,0	81,8	95,6
Betalbar skatt	57,1	41,0	46,7	54,3	62,2	52,8
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg			9,2			
<b>Sum driftsrelatert gjeld</b>	<b>266,3</b>	<b>254,1</b>	<b>297,8</b>	<b>345,1</b>	<b>341,3</b>	<b>343,4</b>
<b>Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)</b>	<b>232,5</b>	<b>235,0</b>	<b>257,6</b>	<b>305,6</b>	<b>306,3</b>	<b>367,8</b>
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>						
Betalingsmidler	18,6	24,7	33,8	55,3	65,2	85,3
Finansielle investeringer	26,2	20,3	23,5	20,6	29,9	55,6
Finansielle derivater	30,6	23,0	26,7	38,7	36,8	25
Finansielle fordringer	4,9	5,7	3,9	3,3	4,9	8,5
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>80,4</b>	<b>73,8</b>	<b>87,9</b>	<b>117,9</b>	<b>136,8</b>	<b>174,4</b>
<b>Finansiell gjeld</b>						
Finansielle forpliktelser	75,3	104,1	111,5	131,4	119,4	182,6
Finansielle derivater	21,5	4,5	7,5	6,9	3,8	3,7
<b>Sum finansielle gjeld</b>	<b>96,8</b>	<b>108,6</b>	<b>119,0</b>	<b>138,3</b>	<b>123,2</b>	<b>186,3</b>
<b>Netto finansiell gjeld/ eiendeler (NFO/NFA)*</b>	<b>-16,4</b>	<b>-34,9</b>	<b>-31,1</b>	<b>-20,4</b>	<b>13,6</b>	<b>-11,9</b>
<b>Egenkapital (NOA-NFO)</b>	<b>216,1</b>	<b>200,1</b>	<b>226,4</b>	<b>285,2</b>	<b>319,9</b>	<b>356,0</b>
Ikke-kontrollerende eierinteresser	2,0	1,8	6,9	6,3	0,7	0,5
<b>Alminnelig egenkapital (CSE)</b>	<b>214,1</b>	<b>198,3</b>	<b>219,5</b>	<b>278,9</b>	<b>319,2</b>	<b>355,5</b>

\* minus tegn betyr netto finansiell gjeld

Tabell 6: Omgruppering av konsernbalansen

#### 4.1.3 Omgruppering av resultatregnskapet

Det originale regnskapet som utarbeides i henhold til IFRS skiller ikke klart mellom driftsrelaterte og finansielle poster, og er best egnet for kreditorer. I de tilfellene investorer skal benytte selskapets historiske resultater til å predikere selskapets framtidige resultater er det hensiktsmessig å skille disse postene, og regnskapet må omgrupperes. Ifølge Penman (2010) bør omgruppering av resultatregnskapet foregå i fire steg.

1. Identifisering av fullstendig nettoresultat (FNR)
2. Fordeling av FNR mellom drift og finans
3. Normalt kontra unormalt resultat
4. Fordeling av skattekostnad

Selskapets inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen skal regnes med når resultatregnskapet skal reformuleres, slik at investoren får fullstendig nettoresultat (Penman, 2010). I tillegg er disse postene rapportert etter skatt allerede og dermed skal de ikke justeres for skatt (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.

(i milliarder kroner)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Driftsinntekter</b>						
Salgsinntekter	652,0	462,3	527,0	645,4	704,3	619,4
Resultatandel fra egenkapitalkonsoliderte selskaper	1,3	1,8	1,1	1,3	1,7	0,1
Andre inntekter	2,8	1,4	1,8	23,3	16	17,8
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>656,0</b>	<b>465,5</b>	<b>529,9</b>	<b>670</b>	<b>722</b>	<b>637,4</b>
<b>Driftskostnader</b>						
Varekostnad	-329,2	-205,9	-257,4	-320,1	-364,5	-307,5
Andre kostnader	-59,3	-56,9	-57,6	-59,7	-61,2	-75
Salgs- og administrasjonskostnader	-11,0	-10,3	-11,1	-13,2	-11,1	-9,2
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	-43,0	-54,1	-50,7	-51,4	-60,5	-72,4
Undersøkelseskostnader	-14,7	-16,7	-15,8	-13,8	-18,1	-18
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-457,2</b>	<b>-343,8</b>	<b>-392,6</b>	<b>-458,2</b>	<b>-515,4</b>	<b>-482,1</b>
<b>Driftsresultat fra salg (før skatt)</b>	<b>198,9</b>	<b>121,7</b>	<b>137,3</b>	<b>211,8</b>	<b>206,6</b>	<b>155,5</b>
<b>Skatt</b>						
Rapportert skattekostnad	-137,2	-97,2	-99,2	-135,4	-137,2	-99,2
Skatteeffekt	4,0	-2,4	-0,1	0,6	0,0	-4,8
Sum skatt på driftsresultat	-133,2	-99,6	-99,3	-134,8	-137,2	-104,0
<b>Driftsresultat fra salg (etter skatt)</b>	<b>65,6</b>	<b>22,1</b>	<b>38,0</b>	<b>77,0</b>	<b>69,4</b>	<b>51,5</b>
<b>Andre inntekter (etter skatt)</b>						
Inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapital	20,8	-11,3	2,2	0,5	-7,9	18,5
Netto gevinst/tap på utenlandsk valuta	-32,6	2,0				
Aksjebaserte betalinger ført mot egenkapitalen	0,1	0,3				
<b>Sum unormal driftsrelaterte poster</b>	<b>-11,7</b>	<b>-9,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-7,9</b>	<b>18,5</b>
<b>Driftsresultat (etter skatt)</b>	<b>53,9</b>	<b>13,1</b>	<b>40,3</b>	<b>77,5</b>	<b>61,5</b>	<b>70,0</b>
<b>Finansposter</b>						
Netto finansielle kostnader/inntekter	14,2	-8,7	-0,5	2	0,1	-17
Skatteeffekt	4,0	-2,4	-0,1	0,6	0,0	-4,8
Netto finansielle kostnader/inntekter etter skatt	10,2	-6,3	-0,36	1,44	0,07	-12,24
<b>Fullstendig nettoresultatet</b>	<b>64,1</b>	<b>6,8</b>	<b>39,9</b>	<b>78,9</b>	<b>61,6</b>	<b>57,8</b>

Tabell 7: Omgruppering av resultatregnskapet

#### 4.1.4 Omgruppering av kontantstrømoppstillingen

Den reformulerte kontantstrømoppstillingen skiller mellom kontantstrøm generert av driftsrelaterte aktiviteter og kontantstrøm som går til investeringsaktiviteter. Forskjellen

mellom disse to utgjør den frie kontantstrømmen. Denne kontantstrømmen sier noe om selskapets evne til å betale gjeld og gi avkastning til eierne. Steg to i den reformulerte kontantstrømoppstillingen har til hensikt å splitte den frie kontantstrømmen mellom aksjonærer og kreditorer (Penman, 2010).

Videre kan den reformulerte kontantstrømmen brukes til å verdsette selskapet ved hjelp av diskontert kontantstrøm, 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 kontantstrømtallene i risikoanalysen for å si noe om likviditeten (Penman, 2010).

Økning/reduksjon i kortsiktige finansielle investeringer samt økning/reduksjon i netto kortsiktige finansielle derivater er lagt under gjeldsfinansiering ettersom dette er poster som er knyttet til finansielle aktiviteter.

(millioner NOK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>FRI KONTANTSTRØM</b>						
<i>Operasjonelle aktiviteter</i>						
Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	102,5	73,0	85,2	119	128	101,3
(Økning) reduksjon i netto kortsiktige finansielle derivater	-4,9	9,4	0,6	12,8	1,1	-11,7
Betalte renter	2,8	2,9	2,6	3,1	2,5	2,5
Mottatte renter	4,5	4,0	2,1	2,7	2,6	2,1
Netto renter (før skatt)	1,8	1,1	-0,5	-0,4	0,1	-0,4
Skatteeffekt	0,5	0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Netto renter (etter skatt)	1,3	0,8	-0,4	-0,3	0,1	-0,3
<b>Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter (C)</b>	<b>96,3</b>	<b>81,6</b>	<b>86,2</b>	<b>132,1</b>	<b>129,0</b>	<b>89,9</b>
<i>Investeringsaktiviteter</i>						
Kontantstrøm benyttet til investeringsaktiviteter	85,8	75,4	79,3	84,9	96,6	110,4
(Økning) reduksjon i kortsiktige finansielle investeringer	-6,4	2,7	-2,8	3,8	-12,1	-23,2
<b>Kontantstrøm benyttet til investeringsaktiviteter (I)</b>	<b>79,4</b>	<b>78,1</b>	<b>76,5</b>	<b>88,7</b>	<b>84,5</b>	<b>87,2</b>
<b>Fri kontantstrøm (C-I)</b>	<b>16,9</b>	<b>3,5</b>	<b>9,7</b>	<b>43,4</b>	<b>44,5</b>	<b>2,7</b>
<b>TOTAL FINANSIERINGSSTRØM</b>						
<i>Egenkapitalfinansiering</i>						
Betalt utbytte	27,1	23,1	19,1	19,9	20,7	21,5
Beløp betalt til/fra minoritetsaksjonærer	-0,2	-0,4				
Kjøp egne aksjer	0,3	0,3				
<b>Kontantstrøm egenkapital (d)</b>	<b>27,2</b>	<b>23,0</b>	<b>19,1</b>	<b>19,9</b>	<b>20,7</b>	<b>21,5</b>
<i>Gjeldsfinansiering</i>						
Ny langsiktig rentebærende gjeld	-2,6	-46,3	-15,6	-10,1	-13,1	-62,8
Nedbetaling langsiktig gjeld	2,9	4,9	3,3	7,4	12,2	7,3
Netto endring kortsiktige lån, kassekreditt og annet	-10,5	7,1	-6,0	-4,5	-1,6	7,3
(Økning) reduksjon i kortsiktige finansielle investeringer	6,4	-2,7	2,8	-3,8	12,1	23,2
(Økning) reduksjon i netto kortsiktige finansielle derivater	-4,9	9,4	0,6	12,8	1,1	-11,7
Netto renter (etter skatt)	-1,3	-0,8	0,4	0,3	-0,1	0,3
Netto økning (reduksjon) i betalingsmidler	-0,3	8,9	5,1	21,2	11,3	20,4
<b>Kontantstrøm gjeldsfinansiering (F)</b>	<b>-10,3</b>	<b>-19,5</b>	<b>-9,4</b>	<b>23,3</b>	<b>21,9</b>	<b>-16,0</b>
<b>Total finansieringsstrøm (d + F)</b>	<b>16,9</b>	<b>3,5</b>	<b>9,7</b>	<b>43,2</b>	<b>42,6</b>	<b>5,5</b>

Tabell 8: Omgruppering av kontantstrømoppstillingen

## 4.2 Analyse av nøkkeltall

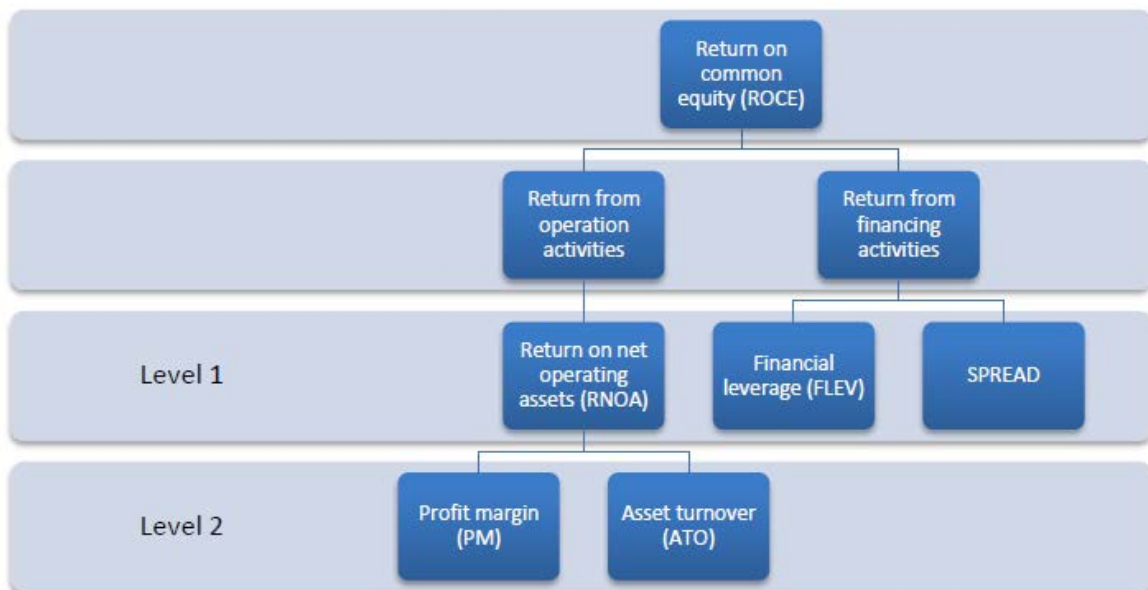
Utregning av nøkkeltall kan bidra til å gi oversikt over bedriftens økonomiske situasjon.

Nøkkeltallanalysen inneholder normalt lønnsomhetsanalyse og risikoanalyse.

### 4.2.1 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhetsanalyse er ifølge Penman (2010) 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 figuren presentert nedenfor vises sammenhengen mellom driverne.

Det er viktig å ta hensyn til bransjeforhold når regnskapene skal analyseres (Kjell, B. ; Tor, B., 1999). Ved lønnsomhetsanalyse er jeg avhengig av den informasjonen som gjøres tilgjengelig ettersom jeg har liten mulighet til å beregne mer spesielle nøkkeltall. Gjennom denne delen av oppgaven kommer jeg til å sammenligne nøkkeltallene med gjennomsnittstall for bransjen. Gjennomsnittstallene fra 1963 til 1996 er beregnet av Penman (2010).



Figur 9: Lønnsomhetsanalyse - Penman (2010)

(i milliarder kroner)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsresultat (etter skatt)	53,92	13,11	40,27	77,46	61,53	51,5
Salgsinntekter	651,98	462,29	527,00	645,60	705,70	619,4
Netto finansielle kostnader/ inntekter etter skatt (NFE/NFI)	10,22	-6,30	-0,36	1,44	0,07	-12,24
IB Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	175,13	232,46	234,98	257,58	305,60	306,30
UB Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	232,46	234,98	257,58	305,60	306,30	367,8
<b>Gjennomsnittlig NOA</b>	<b>203,79</b>	<b>233,72</b>	<b>246,28</b>	<b>281,59</b>	<b>305,95</b>	<b>337,05</b>
IB Netto finansiell gjeld/eiendeler (NFO/NFA)	3,93	-16,40	-34,86	-31,15	-20,40	13,60
UB Netto finansiell gjeld/eiendeler (NFO/NFA)	-16,40	-34,86	-31,15	-20,40	13,60	-11,9
<b>Gjennomsnittlig NFO</b>	<b>-6,23</b>	<b>-25,63</b>	<b>-33,00</b>	<b>-25,77</b>	<b>-3,40</b>	<b>0,85</b>
IB Alminnelig egenkapital (CSE)	177,28	214,08	198,32	219,58	278,90	319,20
UB Alminnelig egenkapital (CSE)	214,08	198,32	219,58	278,90	319,20	355,50
<b>Gjennomsnittlig CSE</b>	<b>195,68</b>	<b>206,20</b>	<b>208,95</b>	<b>249,24</b>	<b>299,05</b>	<b>337,35</b>

Tabell 9: Inndata benyttet i lønnsomhetsanalyse

Nøkkeltallene	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
PM	2,84 %	7,64 %	12,00 %	8,72 %	8,31 %	7,90 %	<b>7,90 %</b>
ATO	1,98	2,14	2,29	2,31	1,84	2,11	<b>2,11</b>
RNOA	5,61 %	16,35 %	27,51 %	20,11 %	15,28 %	16,97 %	<b>16,97 %</b>
FLEV	0,12	0,16	0,10	0,01	-0,003	0,08	<b>0,08</b>
Netto kostnad/inntekt på NFO (RNFO)	-24,56 %	-1,09 %	5,59 %	2,06 %	1440,00 %	-4,50 %	<b>-4,50 %</b>
SPREAD	-18,95 %	15,26 %	33,10 %	22,17 %	1455,28 %	12,89 %	<b>12,89 %</b>
ROCE	3,25 %	18,76 %	30,93 %	20,36 %	11,61 %	16,98 %	<b>16,98 %</b>

Tabell 10: Lønnsomhet nøkkeltall

### Profittmargin (PM)

Profittmargin reflekterer driftsresultat med at hvor mye selskapet tjener av per kroner i salgsinntekt.

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

Olje og gassbransjens PM er på 13% mens Statoils PM ligger 7,9%. Det vil si at selskapet tjener mindre enn bransjen per krone i salgsinntekter. Dette kan skyldes blant annet at selskapet har så høy lønnskostnad i Norge. I løpet av 2013 har det vært mye diskusjon i styremøter og et av tiltak foreslått for å øke lønnsomhet er å flytte noen av deres aktiviteter til land som Latvia og India (Fransson, 2013).



### **Eiendelenes omløpshastighet (ATO)**

ATO er et nøkkeltall som viser hvor mye salgsinntekter generes fra per krone i netto driftsrelaterte eiendeler.

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

Bransjens ATO ligger rundt 0,57 mens Statoil ligger på 2,11 som mye høyere. Det vil si at selskapet har brukt sine eiendeler mer effektivt enn bransjen i snittet.

### **Avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler (RNOA)**

RNOA er en av de tre drivene som utgjør ROCE. RNOA er den avkastningen selskapet har på selve driften. Den er resultatet av profitt margin (PM) ganger med eiendelenes omløpshastighet (ATO).

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

Selskapets PM var lavere enn bransjen, mens deres ATO hadde vært svært høyere enn bransjen. Dette har resultert i at selskapets RNOA på 16,97 % som er mye høyere enn bransjen på 8,3 %.

### **Finansiell gjeldsgrad (FLEV)**

FLEV sier noe om i hvilken grad netto operasjonelle eiendeler er finansiert ved å låne med netto finansielle forpliktelser eller ved egenkapital.

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

Ifølge Penman (2010) ligger vanligvis FLEV rundt 0,4, men dette kan variere fra selskap til selskap. Bransjen har snittet på 0,395 mens Statoil har FLEV ganske lav på 0,08. Det vil si at selskapet har lav netto finansiell gjeld og høy egenkapitalandel.

### **Driftsrelatert spread (SPREAD)**

SPREAD er summen av RNOA og RNFO. RNFO er selskapets finansielle kostnad/inntekt

som følge av netto finansiell gjeld, normalt vil RNFO være negativ og kalles gjerne for netto lånekostnad (NBC). En positiv SPREAD gir mulighet for giring, mens negativ SPREAD vil gjøre lånene ugunstig.

$$SPREAD = RNOA + RNFO$$

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

I beregning av snittet av RNFO og SPREAD for Statoil har jeg ikke tatt med året 2013 grunnet stor forandring i dette året når selskapet hadde netto finansielleiendeler på 13,6 milliarder kroner i begynnelsen av året, og en netto finansiell gjeld på 11,9 i slutten av året. Dette anses som ekstra ordinærpost og bør ikke inngå beregningen. SPREAD er på 12,89 % i snitt for selskapet peker på at høyere gjeldsgrad kan gi høyere egenkapitalavkastning for selskapet.

### **Avkastning på alminnelig egenkapital (ROCE)**

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

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

Fra tabell 10 ser jeg at Statoil sin ROCE var 16,98% i snitt, mens bransjen ligger rundt 9,1%. Dette vil si at Statoil har høy avkastning på sin alminnelige egenkapital.

### **Oppsummering av nøkkeltallanalysen**

Selskapets PM er ganske lav sammenlignet med bransjen. Dette tyder på at selskapet trenger å redusere sine kostnader. Høy ATO tyder på at selskapet har hatt lav varebeholdning og vært veldig flink til å utnytte sine eiendeler. Deres lave FLEV og positive SPREAD gir muligheter for giring. Alt av dette gjør at investorer i selskapet har fått høyere avkastninger i selskapet. Men disse kan bli høyere om selskapet kan redusere kostnader og øke gjeldsgrad framover.

## 4.2.2 Risikoanalyse

Gjennom regnskapsanalyse ønsker jeg også å se på selskapets evne til å betale kortsiktig gjeld samt til å tåle tap. Selskapets evne til å betale kortsiktig gjeld vil ses i likviditetsanalyse. Deretter vil selskapets evne til å tåle tap bli forklart i soliditetsanalyse.

### Likviditetsanalyse

De fleste virksomheter er fokusert på lønnsomhet, men dårlig likviditet kan være mer kritisk enn dårlig lønnsomhet (Aage, 2010). Likviditeten sier noe om virksomhetens evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Det skilles mellom likviditetsgrad 1 (LG1) og likviditetsgrad 2 (LG2). Likviditetsgrad 1 er et forholdstall mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld, mens likviditetsgrad 2 er et forholdstall mellom selskapets mest likvide omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

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

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

Det finnes tommelfingerregler som kan benyttes for ulike nøkkeltall. Disse tommelfingerreglene sier at LG1 bør være større enn 2, og LG2 bør være større enn 1. Et alternativt og kanskje bedre mål er bransjegjennomsnittet. Dersom nøkkeltallene er høyere enn bransjegjennomsnittet er det et tegn på at selskapets likviditet er relativt god.

Med selskapets mest likvide omløpsmidler mener Kristoffersen (2005) at det er de omløpsmidler som kan omgjøres til kontanter ved enkle transaksjoner. Når det gjelder varelager-posten ser jeg at Statoil er en produksjonsbedrift der de selv produserer olje og gass for direkte salg til kunder. Dermed mener jeg at deres varelager omfatter råvarer, materialer, varer i arbeid og ferdigproduserte varer (Aage, 2010). Statoils varelager kan ikke omgjøres til kontanter ved enkle transaksjoner og blir trukket fra de mest likvide omløpsmidlene (Kristoffersen, 2005). De øvrige postene som kundefordringer og andre fordringer, finansielle derivater, finansielle investeringer, og betalingsmidler blir klassifisert som likvide. Dermed blir de mest likvide omløpsmidler i Statoils tilfelle lik omløpsmidler fratrukket varelager.

(i milliarder kroner)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Omløpsmidler	126,67	116,38	147,60	198,10	183,00	238,8
Mest likvide omløpsmidler	111,52	96,19	124,00	170,30	157,70	209,20
Kortsiktig gjeld	158,86	111,81	136,30	171,10	163,50	166,9
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>0,80</b>	<b>0,73</b>	<b>0,93</b>	<b>1,25</b>	<b>1,15</b>	<b>1,50</b>
<b>Likviditetsgrad 2</b>	<b>0,70</b>	<b>0,61</b>	<b>0,78</b>	<b>1,07</b>	<b>0,99</b>	<b>1,32</b>

Tabell 11: Utvikling i Statoil likviditetsgrader

Selskapets LG1 ligger rundt 0,8 – 1,5 i de siste seks årene. Det var litt lave i uroperioden fra 2008 – 2010, under 1, og blitt høyere enn 1 fra og med 2011. Ifølge tommelfingerregler er dette ikke så gode nøkkeltall. Men det er neppe belegg for å si at selskapet har betydelige likviditetsproblemer.

Til tross for at deres LG1 ikke tilfredsstillt kravet til de generelle reglene, ser jeg at Statoils LG2 ligger rundt 1 i de siste 3 årene og det anses som gode nøkkeltall. Dette vil si at den kortsiktige gjelden kan håndteres med likvide midler og det igjen betyr lav konkurs-risiko.

### Soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen har til hensikt å si noe om selskapets evne til å tåle tap over tid. Soliditeten til selskapet har sammenheng med hvor stor andel av selskapet som er finansiert med egenkapital. Et underskudd fra resultatet vil trekke ned selskapets egenkapital. Dersom selskapet har høy egenkapital vil det tåle en lengre periode med underskudd. Et mål for soliditet er egenkapitalprosenten som er et forholdstall mellom egenkapital og totalkapital. Aage (2010) mener at egenkapitalprosent bør være over en tredjedel av totalkapital.

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

(i milliarder kroner)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapital	216,1	200,1	226,4	285,2	319,9	356,0
Totalkapital	579,2	562,8	643,3	768,6	784,4	885,6
<b>Egenkapitalprosent</b>	<b>37,3 %</b>	<b>35,6 %</b>	<b>35,2 %</b>	<b>37,1 %</b>	<b>40,8 %</b>	<b>40,2 %</b>

Tabell 12: Utvikling i Statoil egenkapitalprosent

Statoil har egenkapitalprosent rundt 37,3% til 40,2% i det siste og dette er ifølge Aage (2010) et godt nøkkeltall. I tillegg ser jeg at i dårlige perioder som i 2008 og 2009, klarer selskapet å holde sin egenkapitalprosent over en tredjedel av total kapital. Det vil si at selskapet har hatt godt soliditet i de siste årene.

### **Oppsummering av risikoanalysen**

Selskapets LG1 er i overensstemmelse med bransjen og dermed tror jeg at de klarer å betale kortsiktig gjeld. Denne konklusjonen blir støttet ved å se på LG2. Når det gjelder evne til å tåle tap ser jeg at selskapet har egenkapitalprosent høyere enn en tredjedel av total kapital. Dermed klarer de å tåle uforventet tap i lengre perioder.

### **4.2.3 Vekstanalyse**

Jeg vil senere i denne oppgaven prognostisere selskapets fremtidsregnskap. I den forbindelse skal jeg i denne delen av oppgaven analysere selskapets vekst i de siste 6 årene.

Ifølge Penman (2010) er ikke vekst i inntektene et godt mål for vekst når man skal verdsette et selskap ettersom vekst i inntektene ikke nødvendigvis skaper merverdi for selskapet. Veksten i superprofitten er derimot et gyldig vekstmål. Med veksten i superprofitten mener Penman veksten i ROCE og alminnelig egenkapital.

Første steg i vekstanalysen er å sette opp et driftsregnskap som kun baseres på normale poster. Aktiviteter som gjentas regelmessig er normale poster (kjerneaktivitet), mens uregelmessige aktiviteter (både ift 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 vektstall. 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 vektstall som i neste instans vil føre til for høye verdier i fremtidsregnskapet (Penmann, 2010).

(i milliarder kroner)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Driftsinntekter</b>						
Salgsinntekter	652	462,3	527	645,4	704,3	619,4
Resultatandel fra egenkapitalkonsoliderte selskaper	1,283	1,8	1,133	1,3	1,7	0,1
Andre inntekter	2,76	1,4	1,797	23,3	16	17,8
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>656</b>	<b>465,5</b>	<b>529,9</b>	<b>670</b>	<b>722</b>	<b>637,4</b>
<b>Driftskostnader</b>						
Varekostnad	-329	-206	-257,4	-320,1	-364,5	-307,5
Andre kostnader	-59,3	-56,9	-57,6	-59,7	-61,2	-75
Salgs- og administrasjonskostnader	-11	-10,3	-11,08	-13,2	-11,1	-9,2
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	-43	-54,1	-50,7	-51,4	-60,5	-72,4
Undersøkelseskostnader	-14,7	-16,7	-15,77	-13,8	-18,1	-18
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-457</b>	<b>-344</b>	<b>-392,6</b>	<b>-458,2</b>	<b>-515,4</b>	<b>-482,1</b>
<b>Kjerne driftsresultat (før skatt)</b>	<b>198,9</b>	<b>121,7</b>	<b>137,3</b>	<b>211,8</b>	<b>206,6</b>	<b>155,5</b>
<b>Skatt</b>						
Rapportert skattekostnad	-137,2	-97,2	-99,17	-135,4	-137,2	-99,2
Skatteeffekt	3,975	-2,45	-0,14	0,56	0,028	-4,76
Sum skatt på driftsresultat	-133,2	-99,6	-99,31	-134,8	-137,2	-104
<b>Kjerne driftsresultat (etter skatt)</b>	<b>65,6</b>	<b>22,1</b>	<b>38,0</b>	<b>77,0</b>	<b>69,4</b>	<b>51,5</b>
<i>Unormale driftsrelaterte poster</i>						
Inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapit	20,77	-11,3	2,231	0,5	-7,9	18,5
Netto gevinst/tap på utenlandsk valuta	-32,56	1,993				
Aksjebaserte betalinger ført mot egenkapitalen	0,08	0,282				
Sum unormal driftsrelaterte poster	-11,7	-8,98	2,231	0,5	-7,9	18,5
<b>Fullstendig driftsresultat</b>	<b>53,9</b>	<b>13,1</b>	<b>40,3</b>	<b>77,5</b>	<b>61,5</b>	<b>70,0</b>

Tabell 13: 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.
- Inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen er unormale grunnet sin uregelmessighet.
- Når jeg senere i oppgaven skal verdsette Statoil vil jeg bruke superprofitt metoden som basere 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 tabell 14 har jeg dekomponert ROCE og samtidig tatt utgangspunkt i kjernedriftsregnskapet 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.

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

(i milliarder kroner)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Inndata</b>						
Kjerne driftsresultat (etter skatt)	65,6	22,0	38,0	78,0	69,4	51,5
Salgsinntekter	652,0	462,3	526,7	645,6	705,7	619,4
Unormale driftsrelaterte poster (UP)	-11,7	-9,0	2,2	0,50	-7,90	18,5
Gjennomsnittlig (NOA)	203,79	233,72	246,28	281,59	305,95	337,05
Gjennomsnittlig (NFO)	6,2	25,6	33,0	25,8	3,4	0,85
<b>Tall fra lønnsomhetsanalysen</b>						
ATO	3,20	1,98	2,14	2,29	2,31	1,84
FLEV	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,00
SPREAD	190,46 %	-18,95 %	15,26 %	33,10 %	22,17 %	1455 %
<b>Vekstanalyse</b>						
Kjerne PM	10,1 %	4,8 %	7,2 %	12,1 %	9,8 %	8,3 %
Δ Kjerne PM		-5,3 %	2,5 %	4,9 %	-2,2 %	-1,5 %
Δ ATO		-1,2	0,2	0,2	0,0	-0,5
UP/NOA	-5,75 %	-3,84 %	0,91 %	0,18 %	-2,58 %	5,49 %
Δ UP/NOA		1,91 %	4,75 %	-0,73 %	-2,76 %	8,07 %
Δ RNOA som følge av Δ Kjerne PM		-16,96 %	4,86 %	10,39 %	-5,13 %	-3,51 %
Δ RNOA som følge av Δ ATO		-5,82 %	1,17 %	1,85 %	0,14 %	-3,90 %
Δ RNOA som følge av Δ UP/NOA		1,91 %	4,75 %	-0,73 %	-2,76 %	8,07 %
<b>Δ RNOA</b>		<b>-20,87 %</b>	<b>10,78 %</b>	<b>11,50 %</b>	<b>-7,75 %</b>	<b>0,66 %</b>
FLEV*SPREAD	6,07 %	-2,36 %	2,41 %	3,42 %	0,25 %	-3,88 %
Δ FLEV*SPREAD		-8,42 %	4,77 %	1,01 %	-3,17 %	-4,13 %
<b>Δ ROCE</b>		<b>-29,29 %</b>	<b>15,55 %</b>	<b>12,52 %</b>	<b>-10,92 %</b>	<b>-3,47 %</b>
<b>Vekst i alminnelig egenkapital (CSE)</b>						
Δ Salgsinntekter		-189,7	64,4	118,9	60,1	-86,3
1/ATO	0,31	0,51	0,47	0,44	0,43	0,54
Δ 1/ ATO		0,19	-0,04	-0,03	0,00	0,11
Δ Gjennomsnittlig NFO		19,4	7,4	-7,2	-22,4	-2,6
Δ CSE som følge av Δ Salgsinntekter		-59,3	32,6	55,6	26,2	-37,4
Δ CSE som følge av Δ ATO		89,2	-20,1	-20,1	-1,9	68,5
Δ CSE som følge av Δ NFO		19,4	7,4	-7,2	-22,4	-2,6
<b>Δ CSE</b>		<b>10,5</b>	<b>5,1</b>	<b>42,7</b>	<b>46,7</b>	<b>33,7</b>

Tabell 14: Historisk vekstanalyse

Det kommer fram av vekstanalysen at de største forandringene i RNOA kommer som følge av forandring i kjerne PM. Forandring som følge av unormale driftsrelaterte poster gjør seg også

sterkt gjeldende, og dermed er det nødvendig at dette blir fjernet i forbindelse med beregning av kjerne driftsresultat.

### ***Vekst i alminnelig egenkapital***

Den andre driveren av vekst i superprofitt 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 kroner 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 overfor 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. Men det tegnes like fullt et bilde av en stadig økende CSE i Statoil.

### **Konklusjon på historisk regnskapsanalyse**

Det var tydelig at selskapets CSE økes hvert år, mens ROCE har vært opp og ned i analyseperioden. Dette skyldes hovedsakelig store endringer i PM. Hendelsen i 2008 og 2009 gjorde at PM i 2009 ble redusert med 16,96%. En av årsakene til dette er lavere priser på olje og gass i denne perioden. I perioden fra 2010 til 2011 har prisene økt igjen slik at dette medfører økning på PM for selskapet. De siste 2 årene har prisene på Brent råolje vært ganske stabil, rundt 110 USD per fat, men det er merket en økning i kostnader, særlig kostnader på personal i Norge for selskapet, samt kostnader for å rekruttere utenlandske eksperter. Igjen har dette spist opp en del av PM.



## 5. AVKASTNINGSKRAV

Senere i den fundamentale verdsettelsen vil det være behov for et avkastningskrav når de framtidige driftsrelaterte superprofittene skal diskonteres for å finne nåverdi.

Avkastningskravet er minimumsavkastningen en investor krever som kompensasjon for tidsverdien og risikoen som forløper på investeringen. For å skape merverdi må investeringen gi høyere avkastning enn det som er minimumskravet (Penman, 2010).

De to viktigste kildene et selskap har til å generere profitter er egenkapital og gjeld.

'Weighted Average Cost of Capital' (WACC) er gjennomsnittet av kostnadene ved disse to finansieringskilder, og gir hver en riktig vektning. Undersøkelsen gjennomført av Osteby og Nesse (2010) der 500 forskjellige store norske selskap ble spurt om hvordan de fastsetter avkastningskrav ved investeringsprosjekter. Kapitalkostnad (WACC) var foretrukket som avkastningskrav på deres investeringsprosjekter. Jeg vil dermed bruke WACC modellen for å finne avkastningskravet på selskapets totalkapital. Denne metoden krever at jeg først finner avkastningskravet på egenkapital og gjeld.

### 5.1 Avkastningskravet på egenkapital

Avkastningskravet på egenkapitalen er beregnet ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). CAPM ble utviklet på 1960-tallet av Sharpe og Treynor, og deretter videreutviklet av Mossin, Lintner og Black.

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

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

$r_f$  = risikofri rente

$\beta$  = 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, men 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).

CAPM tar utgangspunkt i at investorer krever å bli kompensert for tid og risiko. Kompensasjonen for tid blir i CAPM representert ved risikofri rente. Risikokomponentens kompensasjon avhenger av to faktorer; systematisk risiko og markedets risikopremie. Den systematiske risikoen er representert av betakoeffisienten. Markedets risikopremie er den ekstra avkastningen investorer krever for å investere i systematisk risikable eiendeler fremfor systematisk risikofrie investeringer. (Bøhren og Michalsen, 2006).

### **Risikofri rente**

Den risikofrie renten skal representere den avkastningen som kan oppnås uten å ta risiko. Kjøp av foretak er normalt langsiktige investeringer. Man benytter derfor ofte den langsiktige statsobligasjonsrente som representant for den risikofrie rente (Boye og Dahl, 1997). I tillegg skal statsobligasjoner som forfaller på samme tidspunkt som den respektive kontantstrømmen benyttes. Jeg ser på Statoil som et langsiktig prosjekt og skal senere prognosere både kortsiktige og langsiktige kontantstrømmer. Dermed er statsobligasjonsrenten med utløpt om 30 år er valgt å bruke ved estimering av avkastningskrav for egenkapital.

Ideelt sett skal yielden på statsobligasjoner fra det landet hvor kontantstrømmen generes, benyttes som risikofri rente (Koller, et al., 2010). Statoil er et internasjonalt selskap som har både produksjon og salg verden rundt og selskapet er børsnotert i Oslo, London og New York. Det vil da være naturlig å ta utgangspunkt i internasjonale obligasjonsrenten. Det er mange internasjonale selskap er notert i USA og det er Statoil også. Dermed blir yielden fra 30 årlige amerikanske nullkupongsobligasjoner (STRIPS) valgt i dette tilfellet. Den 28.02.2014 ble en STRIPS som har utløp den 25.02.2043 handlet med en rente på 3,75% (TWSJ, 2014).

### **Betaverdi**

Betaverdien er et mål for korrelasjon med markedet, også kjent som markedsrisiko, ikke-diversifiserbar risiko, eller systematisk risiko. Betaen finner man ved å sammenligne avkastningen på aksjen i selskapet man analyserer med en indeks som representerer markedet (Kane og Marcus, 2009). En aksje som i gjennomsnitt svinger i takt med markedsindeksen,

har en  $\beta$  lik 1.  $\beta$  er sjeldent lavere enn 0,5 og sjeldent høyere enn 2 (Gunnar, 2004). For å estimere beta vil regresjonsanalysen bli brukt. Der sammenligner man sammenhengen mellom selskapets daglig aksjesluttkurser og en markedsindeks.

En bedrifts sanne beta kan ikke observeres og må dermed estimeres. De fleste anbefaler at man gjennom regresjonsanalyse beregner et rå estimat av beta basert på historisk avkastning. Deretter bør man justere estimatet for å forbedre det (Koller, 2010). Koller også anbefaler at man ikke bør bruke en lokal markedsindeks fordi noen lands indekser ofte er overrepresentert med noen få industrier og bedrifter. Dermed er Oslo Børs ikke aktuelt i dette tilfellet. Jeg vil sammenligne Statoils sin avkastning med NYSE, grunnet Statoil er børsnotert i NYSE og NYSE presenterer for store internasjonale selskaper.

Krishna (2010) anbefaler at investorer bør benytte en beta estimert på månedlig avkastning og lengre estimeringsperioder dersom man foretar langsiktige investeringsbeslutninger. Dermed vil perioden for data er 5 år bak i tid. Jeg først beregner måneds logaritmisk avkastning for selskapet og NYSE. Deretter med hjelp av regresjonsanalyse fra Excel kommer jeg til resultater som vist i tabellene under

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,691395112
R Square	0,478027201
Adjusted R Square	0,470675471
Standard Error	0,121065004
Observations	73

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>gnificance F</i>
Regression	1	0,953016297	0,953016	65,02241	1,27E-11
Residual	71	1,040628196	0,014657		
Total	72	1,993644493			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>ower 95,0%</i>	<i>pper 95,0%</i>
Intercept	-2,404442206	0,690979382	-3,47976	0,000862	-3,78222	-1,02667	-3,78222	-1,02667
X\Variable 1	0,621823839	0,07711446	8,063648	1,27E-11	0,468062	0,775586	0,468062	0,775586

Tabell 15: Regresjonsstatistikk for beregning av betaen

Modellen viser at betakoeffisienten til selskapet er 0,62. P-verdien er langt lavere enn 0,05, noe som gir sterke bevis for å konkludere med at estimert betakoeffisient er signifikant forskjellig fra 0 (Bodie et al., 2011:286).

### **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 risikofrie aktiva.. Risikopremien bygger ofte på beregninger av historiske risikopremier. Antakelsen er at investorene historisk har realisert den risikopremie de har forventet. Videre forutsetter man at krav til fremtidig risikopremie tilsvarer historisk risiko premie.

Dimson, Marsch og Staunton (2000) har konkludert i sin forskning at markedsrisikopremien ligger på rundt 6,7%. Forskningen er basert på historisk aritmetisk gjennomsnittlig avkastning over 100 år i 12 land. Jeg velger å forholde meg til anbefalinger av Dimson, Marsch og Staunton og bruker dermed 6,7% som markedspremie.

### **Avkastningskrav på Statoils egenkapital**

Gitt verdiene ovenfor blir avkastningskravet på Statoils egenkapital

$$R_{EG} = 3,75\% + 0,62 * 6,7\% = 7,9\%$$

## **5.2 Avkastningskravet på fremmedkapitalen**

Når vi beregner avkastningskravet for gjelden, kan vi benytte gjennomsnittlig lånerente (Boye og Dahl, 2010). Tidligere i lønnsomhetsanalysen har jeg beregnet selskapet vektete gjennomsnittlige rentekostnad på 4,5% og dette vil jeg bruke som avkastningskravet for gjelden i fremtiden.

## **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 (7,9%)

$r_D$  = avkastningskravet på fremmedkapitalen (4,5%)

$V$  = Markedsverdi på totalkapitalen (998,33)

$E$  = Markedsverdi på egenkapitalen (468,73)

$D$  = gjeld (529,6)

$S$  = Skattesats (0,28)

Jeg antar ikke at alle eiendeler i balansen er bokført i markedsverdier. På bakgrunn av dette beregner jeg egenkapital ved å ta aksjesluttkurs\* antall utestående aksjer per 30.12.2013, og får en egenkapital i NOK 469,13 milliarder (=147\*3,188647103).

Jeg velger å bruke gjeldsverdi fra balansen i årsregnskapet 2013. Implisitt antar jeg at gjeldsverdien er balanseført i markedsverdier.

Andel av egenkapital er 0,47(= 468,73/998,33) og gjeldsandel er 0,53

Statoil oppgir ofte en meget høy skattesats, dette kommer av at petroleumsvirksomheter ilegges en særskatt i Norge på 50% i sammenligning til ordinær skatt på 28%. Denne skatten er knyttet til resultatet og skal ikke brukes på finansielle aktiviteter

$$r_{WACC} = (0,47 * 7,9\%) + (0,53 * 4,5\% * 0,72) = 5,43\%$$

Avkastningskravet på Statoils totalkapital, ved WACC- metoden, er dermed 5,43%.

## **6. FREMTIDSREGNSKAP**

I denne delen av oppgaven skal jeg 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 jeg begynner å prognostisere fremtidsregnskap trenger jeg å bestemme hvor lang tid det er aktuelt i selskapets tilfelle når det gjelder budsjettperiode. Det er normalt å ha en budsjettperiode på fem til ti år, alt ettersom hvor stabil utviklingen i selskapet er (Penman, 2010). Hvis man skal verdsette nyetablerte selskap er det hensiktsmessig å ha lengst mulig budsjettperioden da veksten i selskapet er veldig usikkert, men et selskap som har stabil utvikling antas kontinuerlig vekst i fremtiden. Ut ifra Statoils strategisk- og historiskanalyse antar jeg at selskapet vil ha stabil vekst i framtiden, og en 5 år budsjettperiode passer i selskapets tilfelle. Selskapet skal oppnå en steady - state vekst fra og med 2019. Med steady-state vekst mener jeg at selskapets har en snitt vekst som tilsvarer langsiktig økonomivekst.

Analysen vil basere seg på superprofitten på driften (ReOI), som igjen er basert på kjerne driftsresultat og netto driftsrelaterte eiendeler. Dermed må kjerne resultatregnskap og den driftsrelaterte delen i den reformulerte balansen prognostiseres.

### **6.1 Prognostisering av kjerne driftsresultat**

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

#### **6.1.1 Driftsinntekter**

I denne delen av oppgaven vil jeg først estimere selskapets salgsinntekter. Salgsinntektene må bygges opp nedenfra (Boye & Fjell, 1989), dvs. at produktsjefene eller markedssjefene skal utføre mesteparten av budsjettarbeidet. På den måten sikres at de som har best tilgang på informasjon har utarbeidet budsjettet.

Selskapets salgsinntekter er summen av inntekter fra råolje, raffinerte produkter, gass, naturgass og andre produkter (Årsrapport 2013). Driftsinntekter er resultat av pris ganger med mengde av salg. Dermed for å kunne prognostisere fremtidige driftsinntekter må jeg klare å budsjettere salgsmengde samt prognostisere priser for hver enkel inntektsgruppe. Med begrensede informasjon kan jeg ikke utføre salgsbudsjett på denne måten.

En annen måte å estimere vekst for et selskap er å se på deres historisk regnskap (Damodaran, 2012) og denne metoden passer for et stabilt selskap. Ut ifra selskapets historie og fra den strategiske analysen ser jeg for meg at Statoil er et stabilt selskap og dermed vil jeg prognostisere selskapets vekst basert hovedsakelig på den strategiske analysen og den historiske regnskapsanalysen.

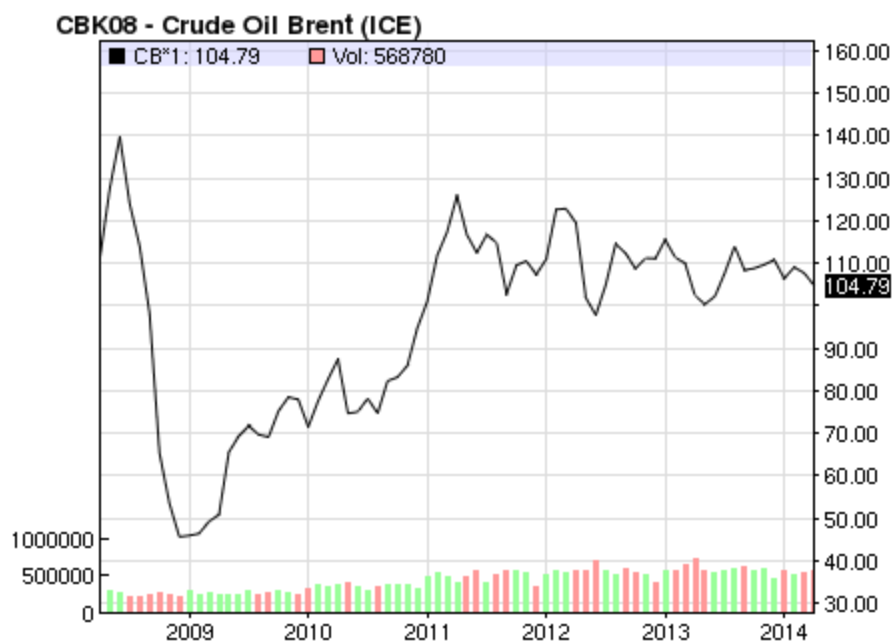
Fra årsrapporten i 2013 har jeg fått kun informasjon om sum driftsinntekter for alle produkter under ett. Dette gjør at det blir vanskelig for meg å budsjettere mer detaljert. Dermed ser jeg alle produkter under ett i min prognose

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Driftsinntekt	652	462,3	527	645,4	704,3	619,4	
<b>Δ driftsinntekt</b>		<b>-29,10 %</b>	<b>14,00 %</b>	<b>22,47 %</b>	<b>9,13 %</b>	<b>-12,05 %</b>	<b>0,89 %</b>

Tabell 16: Historisk vekst i driftsinntekter

Fra figur 10 ser vi at i 2009 faller oljeprisene kraftig fra ca. USD 140 per fat ned til ca USD 50 per fat. Dette gjør at salgsinntekter i dette året faller kraftig med 29,1% sammenlignet med 2008. I årene etter klarte selskapet å øke inntekter i takt med økning i oljeprisene i disse årene. I 2013 gikk inntekter ned igjen som hovedsakelig skyldtes reduksjon i produksjon og lavere priser. Dermed er historisk gjennomsnittsvest av de siste årene på 0,89%.

Ut ifra den strategiske analysen ser jeg at positive makrofaktor, moderat konkurranseintensitet og paritet konkurransefortrinn for selskapet vil medføre en moderat vekst for selskapet til tross for nedgangen i oljeprisene. Basert på historisk vekst i regnskap og potensiell utvikling i framtiden for selskapets produksjon og pris, velger jeg en driftsinntektsvekst som økes i takt med økonomien på 3,5% (OPEC, 2013) pluss inflasjonsrate på 2,5%. Dvs at om 5 år skal driftsinntekter vil øke i snitt 6% .



Figur 10: Prisene på crude oil Brent (Nasdaq)

## 6.1.2 Driftskostnader

i milliarder kroner	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Varekostnad	-329,182	-205,87	-257,427	-320,1	-364,5	-307,5	
Δ Varekostnad		-37,46 %	25,04 %	24,35 %	13,87 %	-15,64 %	<b>2,03 %</b>
Andre kostnader	-59,349	-56,86	-57,6	-59,7	-61,2	-75	
Δ Andre kostnader		-4,19 %	1,30 %	3,65 %	2,51 %	22,55 %	<b>5,16 %</b>
Salgs- og administrasjonskostnader	-10,964	-10,321	-11,081	-13,2	-11,1	-9,2	
Δ Salgs- og administrasjonskostnader		-5,86 %	7,36 %	19,12 %	-15,91 %	-17,12 %	<b>-2,48 %</b>
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	-42,996	-54,056	-50,7	-51,4	-60,5	-72,4	
Δ Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger		25,72 %	-6,21 %	1,38 %	17,70 %	19,67 %	<b>11,65 %</b>
Undersøkelseskostnader	-14,697	-16,686	-15,773	-13,8	-18,1	-18	
Δ Undersøkelseskostnader		13,53 %	-5,47 %	-12,51 %	31,16 %	-0,55 %	<b>5,23 %</b>

Tabell 17: Historisk vekst i driftskostnader

### Varekostnader

Jeg antar at varekostnader er kostnader ved kjøp av varer fra tredje parti for videre salg. Når driftsinntekter øker økes varekostnader og motsatt. Dermed ser jeg for meg at varekostnader har samme tendens i vekst som driftsinntekter. Men det ikke alle driftsinntekter kommer fra varer kjøpt fra tredje parti og dermed vil jeg justere 6% vekst i driftsinntekt til 4% vekst i varekostnader.



### **Andre kostnader**

Andre kostnader antar jeg som både faste og variable kostnader og som knyttes til produksjon av olje og gass. Det var stor økning i disse kostnadene i 2013 på 22,55% selv om salgsinntekter i året redusert og dette var uvanlige kostnader i forhold til de andre årene.

Dermed ser jeg for meg en vekst som er litt mindre enn gjennomsnitt er mer rimelig grunnet selskapet ønsker å kutte ned en del av faste kostnader, og dette bør ligge på 4% i framtiden.

### **Salgs- og administrasjonskostnader**

Salgs og administrasjonskostnader er omfattet som både faste og variable kostnader og disse kostnadene har blitt redusert veldig mye i de siste to årene. Selskapet har en målsetting å redusere disse kostnadene i framtiden når de ønsker å flytte en del av aktiviteter til utlandet for å redusere høye kostnader i Norge. Dermed forventes veksten i disse å være -2,5% i framtiden.

### **Avskrivninger og amortiseringskostnader**

Disse er generelt faste kostnader. Selskapet må avskrive maskin og utstyr hvert år ettersom disse er mindre verdt etter brukstid. Dermed bruker jeg fortsatt historisk vekst på 12% i framtiden..

### **Undersøkelseskostnader**

Jeg antar undersøkelseskostnader som faste kostnader, og selskapet holder fortsatt undersøkelse nivå som i snitt. Dermed en vekst på 6% er valgt i dette tilfellet.

## **6.1.3 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 prognostisert kjerne driftsregnskap.

I milliarder kroner	Vekst	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Sum driftsinntekter	<b>6,00 %</b>	619,4	656,56	695,96	737,72	781,98	828,90	878,63
Varekostnad	<b>4,00 %</b>	-307,5	-319,80	-332,59	-345,90	-359,73	-374,12	-389,09
Andre kostnader	<b>4,00 %</b>	-75	-78,00	-81,12	-84,36	-87,74	-91,25	-94,90
Salgs- og administrasjonskostnader	<b>-2,50 %</b>	-9,2	-8,97	-8,75	-8,53	-8,31	-8,11	-8,43
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskriv.	<b>12,00 %</b>	-72,4	-81,09	-90,82	-101,72	-113,92	-127,59	-132,70
Undersøkelseskostnader	<b>6,00 %</b>	-18	-19,08	-20,22	-21,44	-22,72	-24,09	-25,05
Sum driftskostnader		-482,1	-506,94	-533,50	-561,94	-592,43	-625,16	-650,16
<b>Kjerne driftsresultatet (før skatt)</b>		<b>137,30</b>	<b>149,63</b>	<b>162,46</b>	<b>175,77</b>	<b>189,55</b>	<b>203,74</b>	<b>211,89</b>
Skatt (78%)		107,09	116,71	126,72	137,10	147,85	158,92	165,27
<b>Kjerne driftsresultatet (etter skatt)</b>		<b>30,21</b>	<b>32,92</b>	<b>35,74</b>	<b>38,67</b>	<b>41,70</b>	<b>44,82</b>	<b>46,62</b>

Tabell 18: Prognostisert kjerne driftsregnskapet

## 6.2 Prognostisering av netto driftsrelaterte eiendeler

For driftsrelaterte eiendeler har jeg valgt å slå sammen visse småposter i oppsamlingsposten 'Annet' som omfatter utsatteskattefordeler, skattefordringer og pensjonsmidler. Posten *eiendeler klassifisert som holdt for salg* i 2010 har jeg satt sammen i posten *varige driftsmidler*.

For driftsrelaterte gjeld har jeg satt posten *Forpliktelses knyttet til eiendeler holdt for salg* i 2010 sammen med *avsetninger*.

(i milliarder kroner)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
<b>DRIFTSRELATERTE EIENDELER</b>							
Varige driftsmidler	329,8	340,8	396,5	407,6	439,1	487,4	
<b>Δ Varige driftsmidler</b>		3,33 %	16,33 %	2,80 %	7,73 %	11,00 %	<b>8,24 %</b>
Immaterielle eiendeler	66,0	54,3	43,2	92,7	87,6	91,5	
<b>Δ Immaterielle eiendeler</b>		-17,84 %	-20,37 %	114,58 %	-5,50 %	4,45 %	<b>15,06 %</b>
Investeringer i tilknyttede foretak	12,6	10,1	9,0	9,2	8,3	7,4	
<b>Δ Investeringer i tilknyttede foretak</b>		-20,44 %	-10,50 %	2,22 %	-9,78 %	-10,84 %	<b>-9,87 %</b>
Varelager	15,2	20,2	23,6	27,8	25,3	29,6	
<b>Δ Varelager</b>		33,30 %	16,99 %	17,66 %	-8,99 %	17,00 %	<b>15,19 %</b>
Kundefordringer og andre fordringer	69,9	58,9	75,9	103,8	74,0	81,8	
<b>Δ Kundefordringer og andre fordringer</b>		-15,78 %	28,87 %	36,76 %	-28,71 %	10,54 %	<b>6,34 %</b>
Annet	5,1	4,9	7,1	9,6	13,3	13,5	
<b>Δ Annet</b>		-5,42 %	47,16 %	34,40 %	38,54 %	1,50 %	<b>23,24 %</b>
<b>Sum driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>498,7</b>	<b>488,9</b>	<b>556,2</b>	<b>652,8</b>	<b>647,5</b>	<b>711,5</b>	
<b>Driftsrelatert gjeld</b>							
Utsatt skatt	68,1	76,3	78,1	82,5	81,2	71	
<b>Δ Utsatt skatt</b>		12,00 %	2,27 %	5,70 %	-1,58 %	-12,56 %	<b>1,17 %</b>
Pensjonsforpliktelser	25,5	21,1	22,1	27,0	20,6	22,3	
<b>Δ Pensjonsforpliktelser</b>		-17,21 %	4,58 %	22,12 %	-23,70 %	8,25 %	<b>-1,19 %</b>
Avsetninger	54,4	55,8	77,2	87,3	95,5	101,7	
<b>Δ Avsetninger</b>		2,71 %	38,31 %	13,05 %	9,39 %	6,49 %	<b>13,99 %</b>
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	61,2	59,8	73,7	94,0	81,8	95,6	
<b>Δ Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld</b>		-2,29 %	23,24 %	27,54 %	-12,98 %	16,87 %	<b>10,48 %</b>
Betalbar skatt	57,1	41,0	46,7	54,3	62,2	52,8	
<b>Δ Betalbar skatt</b>		-28,17 %	13,90 %	16,29 %	14,55 %	-15,11 %	<b>0,29 %</b>
<b>Sum driftsrelatert gjeld</b>	<b>266,3</b>	<b>253,8</b>	<b>298,6</b>	<b>345,9</b>	<b>341,2</b>	<b>343,4</b>	
<b>Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)</b>	<b>232,4</b>	<b>235,1</b>	<b>257,6</b>	<b>306,8</b>	<b>306,4</b>	<b>368,1</b>	

Tabell 19: Historisk vekst i netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)

Ved estimering av framtidige NOA velger stort sett å holde meg til gjennomsnittet

(i milliarder kroner)	Vekst	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>DRIFTSRELATERTE EIENDELER</b>							
Varige driftsmidler	<b>8,24 %</b>	487,4	527,6	571,0	618,1	669,0	724,1
Immaterielle eiendeler	<b>15,06 %</b>	91,5	105,3	121,1	139,4	160,4	184,5
Investeringer i tilknyttede foretak	<b>-9,87 %</b>	7,4	6,7	6,0	5,4	4,9	4,4
Varelager	<b>15,19 %</b>	29,6	34,1	39,3	45,2	52,1	60,0
Kundefordringer og andre fordringer	<b>6,34 %</b>	81,8	87,0	92,5	98,4	104,6	111,2
Annet	<b>23,24 %</b>	13,5	16,6	20,5	25,3	31,1	38,4
<b>Sum driftsrelaterte eiendeler</b>		<b>711,2</b>	<b>777,2</b>	<b>850,4</b>	<b>931,7</b>	<b>1022,1</b>	<b>1122,7</b>
<b>Driftsrelatert gjeld</b>							
Utsatt skatt	<b>1,17 %</b>	71	71,8	72,7	73,5	74,4	75,2
Pensjonsforpliktelser	<b>-1,19 %</b>	22,3	22,0	21,8	21,5	21,3	21,0
Avsetninger	<b>13,99 %</b>	101,7	115,9	132,1	150,6	171,7	195,7
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	<b>10,48 %</b>	95,6	105,6	116,7	128,9	142,4	157,3
Betalbar skatt	<b>0,29 %</b>	52,8	53,0	53,1	53,3	53,4	53,6
<b>Sum driftsrelatert gjeld</b>		<b>343,4</b>	<b>368,4</b>	<b>396,4</b>	<b>427,8</b>	<b>463,2</b>	<b>502,9</b>
<b>Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)</b>		<b>367,8</b>	<b>408,9</b>	<b>454,1</b>	<b>503,9</b>	<b>558,9</b>	<b>619,8</b>

Tabell 20: Prognostisert NOA

## 7. VERDSETTELSE

Dette kapittelet tar for seg fjerde steg i den fundamentale analysen, selve verdsettelsen. Utgangspunkt 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 driftsrelaterede superprofittmodellen, og i første del av dette kapittelet 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 driftsrelaterede superprofittmodellen

Superprofitt er et mål for avkastning utover avkastningskravet, det er denne mer avkastningen som tilføyer verdi til et investeringsobjekt (Penman, 2010)

Jeg forutsetter 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 kunne beregne superprofitt på driftsrelaterede aktiviteter (Berk og DeMarzo, 2007; Penman, 2010). Den driftsrelaterede 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 driftsrelaterede eiendeler

Egenkapitalens verdi er differansen mellom verdien av netto driftsrelaterede eiendeler og verdien av netto finansiell gjeld. Verdien av NOA fås ved å summere bokverdien av NOA og antatt framtidig verdi av den driftsrelaterede 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 framtidig verdi av driften, noe som gir mening (Penman, 2010; Penman og Sougiannis 1998). Modellen er presentert nedenfor

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

$NOA_0 - NFO_0$  = Bokverdi av egenkapitalen

$\rho_F$  = Diskonteringsraten (avkastningskravet på totalkapitalen)

CV = Horisontverdi

Som det kommer fram 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 foretas etter endt budsjettperiode, denne verdien er basert på veksten under 'steady state' og skal representere all verdi skapt etter budsjettperioden.

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

$g$  = langsiktig vekst til selskapet

## 7.2 Langsiktig vekst i selskapet

Horisontverdien regnes altså ut med Gordons vekstmodell, og den baserer seg på en konstant vekstverdi som kan opprettholdes i all fremtid. Siden Statoil er et internasjonalt selskap som har virksomheter over alt, velger jeg å ta utgangspunkt i verdensøkonomien.

Verdensøkonomiens vekst fram til 2035 er estimert lik 3,5% (Opec, 2013). Dermed velger jeg å holde meg til denne veksten.

## 7.3 Verdsettelse av Statoil

Med tall fra fremtidsregnskapet, avkastningskravet på totalkapitalen og den beregnende langsiktige økonomiske veksten får jeg ved hjelp av den driftsrelaterte superprofittmodellen, en egenkapitalverdi på 584,15 milliarder kroner. Per 20.05.2013 hadde Statoil 3,188647103 milliarder utestående aksjer, og dermed blir estimert aksjeverdi på NOK 179,47. På samme tidspunkt var markedsverdien av en Statoil aksje er NOK 178,6

i milliarder kroner	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kjerne driftsresultat (etter skatt)	30,2	32,9	35,7	38,7	41,7	44,8	46,6
Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	367,8	408,9	454,1	503,9	558,9	619,8	670,8
Avkastningskravet på totalkapitalen (WACC)	<b>5,43 %</b>						
ReOI		12,95	13,54	14,01	14,34	14,47	12,96
Nåverdi av ReOI	68,57						
Sum nåverdi av ReOI							
Langsiktig vekst	<b>3,5 %</b>						
Horisontverdi	515,58					671,61	
Selskapsverdi	584,15						
Netto finansiell gjeld (NFO)	11,90						
Verdi egenkapital	572,25						
Antall aksjer (milliarder)	3,19						
<b>Verdi per aksje</b>	<b>kr 179,47</b>						

Tabell 21: Verdsettelse av Statoil

Det er mange usikkerhetsmomenter knyttet til aksjeverdien jeg har beregnet, blant annet det utnevnte driftsinntekter, driftskostnader, avkastningskrav og langsiktig vekst. 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.

### 8.1 Endring i langsiktig vekst og avkastningskravet

Normalt vil avkastningskravet og vekstraten være faktorene med størst innvirkning på aksjeverdien. I tabell 22 kan man se hvordan en økning eller reduksjon i en eller begge verdiene vil påvirke aksjeprisen.

Et avkastningskrav lavere enn langsiktig vekst gir ingen mening for investoren, og derfor er feltene står tomme. Når avkastningskravet ligger veldig tett opptil veksten vil utslaget i horisontverdien blir meget stort, noe som igjen kan føre til ekstremene aksjepriser, disse feltene er derfor markert med grå farger.

		Vekst						
		2,50 %	3,00 %	<b>3,50 %</b>	4,00 %	4,50 %	5,00 %	5,50 %
WACC	4,00 %	405,12	592,64	1155,21				
	4,50 %	261,26	339,8	496,89	968,14			
	5,00 %	174,94	213,34	277,34	405,34	789,33		
	<b>5,43 %</b>	124,28	146,2	<b>179,47</b>	236	353,33	743,51	
	6,00 %	76,33	86,85	101,58	123,68	160,51	234,17	455,15
	6,50 %	45,54	50,72	57,62	67,28	81,77	105,92	154,22
	7,00 %	21,63	23,64	26,22	29,66	34,47	41,7	53,74

Tabell 22: Sensitivitetsanalyse: Langsiktig vekst og avkastningskravet

Det kommer veldig tydelig frem i tabell hvordan en liten justering i avkastningskravet eller langsiktig vekst kan gi stort utslag i estimert aksjepris. Er for eksempel det beregnede avkastningskravet 6% , altså 0,57%, vil faktisk synke aksjeverdi til NOK 101,58, altså 77,89 lavere enn mitt nåværende estimat.

## 8.2 Endring i oljeinntekter og varekostnader

Jeg har valgt å analysere virkningen av å endre vekstprognosene for driftsinntektene 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.

		Vekst i driftsinntekter				
		4,00 %	5,00 %	<b>6,00 %</b>	7,00 %	8,00 %
Vekst i	2,00 %	45,74	156,97	272,43	392,25	516,55
varekostnader	3,00 %	-1,35	110,9	227,43	348,37	473,83
	<b>4,00 %</b>	-51,42	61,86	<b>179,47</b>	301,51	428,13
	5,00 %	-104,58	9,73	128,41	251,57	379,24
	6,00 %	-160,95	-45,61	74,14	198,41	327,34

Tabell 23: Sensitivitetsanalyse: Vekst i driftsinntekter og varekostnader

Det blir klart i tabell 23 hvor viktig veksten i oljeinntekter og varekostnader er for selskapets verdi. Etter min antagelse ved estimering av vekst i varekostnader, vil driftsinntekter og varekostnader ha parallell positiv sammenheng. For øvrig i tilfelle der konkurranse er så hardt, og driftsinntekter økes lite sammenlignet med varekostnader vil det gi lavere eller negativ verdi for selskapet.

### Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Statoil sin verdi har stor variasjon følger endringer i avkastningskravet, langsiktig vekst, driftsinntekter og varekostnader. Dette bør investorer være oppmerksom på.



## 9. KONKLUSJON

Jeg har gjennom denne oppgaven utført en verdsettelse av Statoil ASA basert på den driftsrelaterte superprofittmodellen. Formålet med dette har vært å komme frem til et verdiesimat på aksjen og ut ifra dette estimatet komme frem til en handelsstrategi.

Verdi på aksjen ble beregnet fra det prognostisert driftsregnskapet. For å prognostisere fremtidige driftsregnskap har bransje- og selskapsinformasjon blitt presentert og analysert. Denne informasjonen har blitt strukturert og analysert i strategiske rammeverk som PESTEL, Porters fem krefter og VRIO. I tillegg har jeg gjennomført en regnskapsanalyse der selskapets historisk regnskap analysert gjennom modellene for lønnsomhet, likviditet og soliditet. Til slutt ble driftsregnskapene ble prognostisert basert på både den strategisk og regnskapsanalysen. Deretter ble de diskontert med et avkastningskrav basert på WACC-modellen.

Sensitivitetsanalyser utført viser at det er store variasjoner i selskapets verdi dersom WACC, langsiktig vekst, driftsinntekter og varekostnader endres.

Basert på mitt estimat er selskapets aksjer verdt NOK 179,47. Mitt estimat er gjennomført basert på årsrapport 2013, som er publisert den 25.mars. Markedsprisen på selskapet på den dagen var NOK 169,00, dvs. noe lavere. Men dersom jeg sammenligner med prisen den 01. jan var den mye høyere. Da var prisen NOK 147.

## Referanseliste

- Akiner, S., Aldis, A. (2004). *The Caspian: Politics, Energy and Security*. Routledge.
- Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A. J. (2011). *Investments and portfolio management* (9. utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Boye, K. og Dahl, G.A.(1997). *Verdsettelsesmodeller, Verdsettelse i teori og praksis*. Cappelen akademisk forlag
- Boye, K. og Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Dimson, E., Marsh, P. og Staunton, M. (2008). *The World Wide Equity Premium: A smaller Puzzle*. Hentet 10.april 2014 fra [http://symposium.bnymellonam.com/core/literature/symposium/elroy\\_dimson\\_worldwide\\_equity\\_premium\\_Ch11\\_of\\_handbook\\_of\\_the\\_equity\\_risk\\_premium\\_elsevier\\_2008.pdf](http://symposium.bnymellonam.com/core/literature/symposium/elroy_dimson_worldwide_equity_premium_Ch11_of_handbook_of_the_equity_risk_premium_elsevier_2008.pdf)
- Fransson, L. (2013). *Statoil vil flytte 500 stillinger ut av landet*. Hentet 22.10.2013 fra <http://www.dagbladet.no/2013/10/22/nyheter/statoil/samfunn/innenriks/okonomi/29903889/>
- Forbes (2012). *The world's 25 biggest oil company*. Hentet 20.01.2014 fra <http://www.forbes.com/pictures/mef45edhmf/not-just-the-usual-suspects-17/>
- Frank, A. F. (2005). *Oil Empire: Visions of Prosperity in Austrian Galicia (Harvard Historical Studies)*. Harvard University Press.
- Gassco. (2010). *Ord og uttrykk*. Hentet 19. 01. 2014 fra <http://www.gassco.no/wps/wcm/connect/gassco-no/Gassco/Home/presse/ord-oguttrykk/>
- Jean, T.E. (1982). *Canada West's Last Frontier*. Lambton County Historical Society.
- Koller, T., Copeland, T. E., Wessels, D., Goedhart, M. og Murrin, J. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Krishna, Y. R. (2010). Estimating Systematic Risk: The Return Interval and Proxy for the Market Effect. *International Research Journal of Finance and Economics*(51), 162-167
- Krylov, N. Y.; Bokserman, A.A.; Stavrovsky, E.R.(1998) *The Oil Industry of the Former Soviet Union*. CRC Press.
- Norsk olje og gass (2014). *Leting etter olje og gass*. Hentet 10.02.2014 fra <http://verdensklasse.no/fakta/?id=758&t=Leting-etter-olje-og-gass>
- Osteby, L. og Nesse, L. (2010) *Bruk av analyseteknikker og fastsettelse av avkastningskrav ved investeringsbeslutninger: En studie av praksis blant Norges største bedrifter*. NTNU
- Oljedirektoratet. (2014). *Oljeordliste*. Hentet 26. 02. 2014 fra <http://www.npd.no/no/Om-OD/Informasjonstjenester/Oljeordliste/>

Oljedirektoratet (OD) (2011). *Om Oljedirektoratet*. Hentet 23.01.2014 fra <http://npd.no/no/Om-OD>

Olje og Energi Departementet (OED) (2012). *Norsk oljehistorie på 5 minutter*. Hentet 21.01.2014 fra [http://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/tema/olje\\_og\\_gass/norsk-oljehistorie-pa-5-minutter.html?id=440538](http://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/tema/olje_og_gass/norsk-oljehistorie-pa-5-minutter.html?id=440538)

OPEC (2014). *Member countries*. Hentet 22.02.2014 [http://www.opec.org/opec\\_web/en/about\\_us/25.htm](http://www.opec.org/opec_web/en/about_us/25.htm)

Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston, Mass.: McGraw-Hill.

Professional Academy (2014). *Marketing theories – Pestel analysis*. Hentet 30.01.2014 fra <https://www.professionalacademy.com/news/marketing-theories-pestel-analysis>

Statoil (2014). Kort om Statoil. Hentet 25.02.2014 fra <http://www.statoil.com/no/About/InBrief/Pages/default.aspx>

Statoil (2014). Sterk markedsposisjon. Hentet 02.02.2014 fra <http://www.statoil.com/no/ouoperations/gas/pages/market.aspx>

Statoil (2014). *Vår virksomhet*. Hentet 30.01.2014 fra <http://www.statoil.com/no/OurOperations/Pages/default.aspx>

Store Norske Leksikon. (2014). *Petroleum*. Hentet 17.04.14 fra <http://snl.no/petroleum>.

Saiko, T. (2000). *Environmental Crises*. Pearson Education.

The Wall Street Journal (2014). *U.S. Treasury Strip*. Hentet 25.02.2014 fra [http://online.wsj.com/mdc/public/page/2\\_3020-tstrips.html](http://online.wsj.com/mdc/public/page/2_3020-tstrips.html)

Thoresen, O. (2011). *Verdsettelse av aksjer: en fullstendig introduksjon til kunsten å verdsette aksjeselskaper med hendige tips, verdivurderingsverktøy og praktiske eksempler*. Oslo: Hegnar media.

Tolf, R. W. (1976). *The Saga of the Nobel Family and the Russian Oil Industry*. Hoover Press.

Trencome. (2013). *Petroleum Industry*. Hentet 24. 02.2014 fra <http://www.trencome.com/petroleumindustry.htm>

United States Congress, Joint Economic Committee (1993). *The Former Soviet Union in Transition*. M.E. Sharpe.

Vassiliou, M. (2009). *Historical Dictionary of the Petroleum Industry*. Lanham, MD: Scarecrow Press (Rowman and Littlefield).

# Vedlegg

## Vedlegg 1: Konsolidert oppstilling over endringer i egenkapital

(i milliarder kroner)	Aksje- kapital	Annen innkutt egenkapital	Opptjent egenkapital	Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	Omregnings- differanser	Aksjonærs egenkapital	Ikke- kontrollerende eierinteresser	Sum egenkapital
31. desember 2010	8,0	40,8	164,9	0,2	5,6	219,5	6,9	226,4
Årets resultat			78,8			78,8	-0,4	78,4
Inntekter og kostnader ført mot egenkapitalen			-5,4	-0,2	6,1	0,5		0,5
Utbytte			-19,9			-19,9		-19,9
Andre egenkapitaltransaksjoner		-0,1	0,1			0,0	-0,2	-0,2
31. desember 2011	8,0	40,7	218,5	0,0	11,7	278,9	6,3	285,2
Årets resultat			68,9			68,9	0,6	69,5
Inntekter og kostnader ført mot egenkapitalen			4,0		-11,9	-7,9		-7,9
Utbytte			-20,7			-20,7		-20,7
Andre egenkapitaltransaksjoner		-0,1	0,1			0,0	-6,2	-6,2
31. desember 2012	8,0	40,6	270,8	0,0	-0,2	319,2	0,7	319,9
Årets resultat			39,9			39,9	-0,6	39,2
Inntekter og kostnader ført mot egenkapitalen			-4,4		22,9	18,5		18,5
Utbytte			-21,5			-21,5		-21,5
Andre egenkapitaltransaksjoner		-0,3	-0,3			-0,6	0,4	-0,2
31. desember 2013	8,0	40,3	284,5	0,0	22,7	355,5	0,5	356,0

## Vedlegg 2: Konsernbalanse

(i milliarder kroner)	Note	31. desember	
		2013	2012
<b>EIENDELER</b>			
Variante driftsmidler	11	487,4	439,1
Immaterielle eiendeler	12	91,5	87,6
Investeringer i tilknyttede selskaper		7,4	8,3
Utsatt skattefordel	9	8,2	3,9
Pensjonsmidler	19	5,3	9,4
Finansielle derivater	25	22,1	33,2
Finansielle investeringer	13	16,4	15,0
Forskuddsbetalinger og finansielle fordringer	13	8,5	4,9
<b>Sum anleggsmidler</b>		<b>646,8</b>	<b>601,4</b>
Varelager	14	29,6	25,3
Kundefordringer og andre fordringer	15	81,8	74,0
Finansielle derivater	25	2,9	3,6
Finansielle investeringer	13	39,2	14,9
Betalingsmidler	16	85,3	65,2
<b>Sum omløpsmidler</b>		<b>238,8</b>	<b>183,0</b>
<b>Sum eiendeler</b>		<b>885,6</b>	<b>784,4</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>			
Aksjonærs egenkapital		355,5	319,2
Ikke-kontrollerende eierinteresser		0,5	0,7
<b>Sum egenkapital</b>	17	<b>356,0</b>	<b>319,9</b>
Finansiell gjeld	18, 22	165,5	101,0
Utsatt skatt	9	71,0	81,2
Pensjonsforpliktelser	19	22,3	20,6
Avsetninger	20	101,7	95,5
Finansielle derivater	25	2,2	2,7
<b>Sum langsiktig gjeld</b>		<b>362,7</b>	<b>301,0</b>
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	21	95,6	81,8
Betalbar skatt		52,8	62,2
Finansiell gjeld	18	17,1	18,4
Finansielle derivater	25	1,5	1,1
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>		<b>166,9</b>	<b>163,5</b>
<b>Sum gjeld</b>		<b>529,6</b>	<b>464,5</b>

### Vedlegg 3: Konsernresultatregnskap

(i milliarder kroner)	Note	2013	For regnskapsåret 2012	2011
Salgsinntekter		619,4	704,3	645,4
Resultatandel fra tilknyttede selskaper		0,1	1,7	1,3
Andre inntekter	4	17,8	16,0	23,3
<b>Sum inntekter</b>	<b>3</b>	<b>637,4</b>	<b>722,0</b>	<b>670,0</b>
Varekostnad		-307,5	-364,5	-320,1
Andre kostnader		-75,0	-61,2	-59,7
Salgs- og administrasjonskostnader		-9,2	-11,1	-13,2
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	11, 12	-72,4	-60,5	-51,4
Undersøkelseskostnader	12	-18,0	-18,1	-13,8
<b>Resultat før finansposter og skattekostnad</b>	<b>3</b>	<b>155,5</b>	<b>206,6</b>	<b>211,8</b>
Netto finansposter	8	-17,0	0,1	2,0
<b>Resultat før skattekostnad</b>		<b>138,4</b>	<b>206,7</b>	<b>213,8</b>
Skattekostnad	9	-99,2	-137,2	-135,4
<b>Årets resultat</b>		<b>39,2</b>	<b>69,5</b>	<b>78,4</b>
Tilordnet aksjonærer i morselskapet		39,9	68,9	78,8
Tilordnet ikke-kontrollerende eierinteresser		-0,6	0,6	-0,4
Ordinært resultat per aksje (i kroner):	10	12,53	21,66	24,76
Utvannet resultat per aksje (i kroner):	10	12,50	21,60	24,70

På grunn av avrundning, vil sum og delsum ikke være lik total i enkelte tabeller.

## Vedlegg 4: Konsolidert kontantstrømsoppstilling

(i milliarder kroner)	Note	2013	For regnskapsåret 2012	2011
Resultat før skattekostnad		138,4	206,7	213,8
Avskrivninger, amortiseringer og netto nedskrivninger	11,12	72,4	60,5	51,4
Kostnadsføring av tidligere års balanseførte undersøkelsesutgifter		3,1	3,1	1,5
(Gevinst) tap på valutatransaksjoner		4,8	3,3	4,2
(Gevinst) tap ved salg av anleggsmidler og andre poster	4	-19,9	-21,9	-27,4
(Økning) reduksjon i langsiktige poster knyttet til operasjonelle aktiviteter		8,8	-7,4	-0,7
(Økning) reduksjon i netto kortsiktige finansielle derivater	25	11,7	-1,1	-12,8
Mottatte renter		2,1	2,6	2,7
Betalte renter		-2,5	-2,5	-3,1
Betalte skatter		-114,2	-119,9	-112,6
<u>Justering for arbeidskapital elementer</u>				
(Økning) reduksjon i varelager		-1,1	0,8	-4,1
(Økning) reduksjon i kundefordringer og andre fordringer		-11,9	10,8	-14,3
Økning (reduksjon) i leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld		9,7	-7,0	20,4
<b>Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter</b>		<b>101,3</b>	<b>128,0</b>	<b>119,0</b>
Kjøp av virksomhet		0,0	0,0	-25,7
Investeringer i varige driftsmidler		-103,3	-94,8	-84,2
Balanseførte betalte renter		-1,1	-1,2	-0,9
Balanseførte undersøkelsesutgifter og andre immaterielle eiendeler		-10,0	-16,4	-7,2
(Økning) reduksjon i finansielle investeringer		-23,2	-12,1	3,8
Endring i utlån og andre langsiktig poster		0,0	-1,9	-0,5
Salg av eiendeler	4	27,1	29,8	29,8
<b>Kontantstrøm benyttet til investeringsaktiviteter</b>		<b>-110,4</b>	<b>-96,6</b>	<b>-84,9</b>
Ny langsiktig rentebærende gjeld		62,8	13,1	10,1
Nedbetaling langsiktig gjeld		-7,3	-12,2	-7,4
Betalt utbytte	17	-21,5	-20,7	-19,9
Netto endring kortsiktige lån og annet		-7,3	1,6	4,5
<b>Kontantstrøm fra (benyttet til) finansieringsaktiviteter</b>		<b>26,6</b>	<b>-18,2</b>	<b>-12,7</b>
<b>Netto økning (reduksjon) i betalingsmidler</b>		<b>17,5</b>	<b>13,2</b>	<b>21,4</b>
Effekt av valutakursendringer på betalingsmidler		2,9	-1,9	-0,2
Betalingsmidler ved årets begynnelse (netto etter overtrekk)	16	64,9	53,6	32,4
Betalingsmidler ved årets utgang (netto etter overtrekk)	16	85,3	64,9	53,6

## Vedlagt 5: Inndata for beregning av beta

Date	STO	NYSE	Ln(STO)	Ln(NYSE)
May 1, 2014	31,14	10703,50	3,44	9,28
Apr 1, 2014	30,47	10627,17	3,42	9,27
Mar 3, 2014	28,22	10527,77	3,34	9,26
Feb 3, 2014	26,34	10425,86	3,27	9,25
Jan 2, 2014	23,71	9967,65	3,17	9,21
Dec 2, 2013	24,13	10400,32	3,18	9,25
Nov 1, 2013	22,54	10183,23	3,12	9,23
Oct 1, 2013	23,63	10009,64	3,16	9,21
Sep 3, 2013	22,68	9621,24	3,12	9,17
Aug 1, 2013	21,95	9270,66	3,09	9,13
Jul 1, 2013	21,59	9558,83	3,07	9,17
Jun 3, 2013	20,69	9112,69	3,03	9,12
May 1, 2013	22,52	9302,27	3,11	9,14
Apr 1, 2013	24,50	9276,88	3,20	9,14
Mar 1, 2013	24,62	9107,04	3,20	9,12
Feb 1, 2013	24,93	8868,72	3,22	9,09
Jan 2, 2013	26,53	8894,71	3,28	9,09
Dec 3, 2012	25,40	8443,51	3,23	9,04
Nov 1, 2012	24,39	8260,43	3,19	9,02
Oct 1, 2012	24,55	8221,40	3,20	9,01
Sep 4, 2012	25,79	8251,00	3,25	9,02
Aug 1, 2012	25,27	8014,93	3,23	8,99
Jul 2, 2012	23,79	7863,93	3,17	8,97
Jun 1, 2012	23,86	7801,84	3,17	8,96
May 1, 2012	22,70	7463,96	3,12	8,92
Apr 2, 2012	26,91	8119,06	3,29	9,00
Mar 1, 2012	27,11	8206,93	3,30	9,01
Feb 1, 2012	28,48	8113,24	3,35	9,00
Jan 3, 2012	25,26	7838,48	3,23	8,97
Dec 1, 2011	25,61	7477,03	3,24	8,92
Nov 1, 2011	25,92	7484,50	3,26	8,92
Oct 3, 2011	25,43	7563,38	3,24	8,93
Sep 1, 2011	21,55	6791,65	3,07	8,82
Aug 1, 2011	24,90	7528,39	3,21	8,93
Jul 1, 2011	24,57	8079,44	3,20	9,00
Jun 1, 2011	25,45	8319,10	3,24	9,03
May 2, 2011	26,34	8477,28	3,27	9,05
Apr 1, 2011	29,31	8671,41	3,38	9,07
Mar 1, 2011	27,64	8404,98	3,32	9,04
Feb 1, 2011	26,39	8438,55	3,27	9,04
Jan 3, 2011	24,42	8139,16	3,20	9,00
Dec 1, 2010	23,77	7964,02	3,17	8,98
Nov 1, 2010	19,99	7430,94	3,00	8,91
Oct 1, 2010	21,83	7513,35	3,08	8,92
Sep 1, 2010	20,98	7281,07	3,04	8,89
Aug 2, 2010	18,74	6704,15	2,93	8,81
Jul 1, 2010	20,33	6998,99	3,01	8,85
Jun 1, 2010	19,15	6469,65	2,95	8,77