

Strategisk analyse & Regnskapsbasert verdsettelse av

Det Norske Oljeselskap ASA

av

Henrik Nygaard

FORORD

Denne utredningen utgjør avsluttende del av masterstudiet i finansiell økonomi ved Høgskolen i Bodø.

Bakgrunnen for valg av oppgave har vært en generell interesse for finansmarkeder og de krefter og prosesser som påvirker disse. Denne interessen er blitt videreført gjennom fagene, Finansmarkeder og Investeringsanalyse, med Frode Sættem og Øystein Gjerde. Grunnen til jeg har valgt å skrive om oljebransjen skyldes i hovedsak at vi i Norge har en svært oljepåvirket økonomi.

Avslutningsvis vil jeg benytte anledningen til å takke min veileder Frode Sættem for veiledning underveis i arbeidet med oppgaven.

Bodø, 13.06.2007

Henrik Nygaard

SAMMENDRAG

Hensikten med denne oppgaven var å beregne et verdiestimat for DNO sin egenkapital, og basert på dette komme frem til en anbefaling om kjøp eller salg.

Jeg har med denne utredningen foretatt strategisk og regnskapsbasert verdsettelse av DNO ASA. Gjennom den strategiske analysen har jeg diskutert mulige konkurransemessige fortrinn for selskapet I fremtiden, til tross for at det hersker stor usikkerhet knyttet til potensielle substitutter og intern rivalisering I bransjen. Interne ressurser som organisasjonskultur, kompetanse og omdømme er svært viktige for den fremtidige suksess, og det er viktig at DNO prøver så godt de kan å ivareta disse ressursene, slik at de kan skape varige konkurransemessige fortrinn I fremtiden.

Gjennom regnskapsanalysen fant jeg ut at selskapet har en god likviditet og soliditet, samtidig som at rentabiliteten har vært bra de siste årene. Ut ifra den strategiske regnskapsanalysen utarbeidet jeg et fremtidsregnskap og fremtidsbalanse, slik at jeg kunne foreta en fundamental verdsettelse av DNO. Jeg kom frem til et estimat på kroner 44,63 per aksje, mot børskursen på 53 den 31.05.06. Min anbefaling ble derfor å selge eventuelle aksjer I porteføljen, da aksjen er overpriset.

Videre utarbeidet jeg en sensitivitetsanalyse, hvor jeg fokuserte på endringer I oljepris og produksjonsvolum. Aksjekursen er svært følsom overfor endringer I disse størrelsene, og man er nødt til å være klar over dette ved en eventuell handling.

Innholdsfortegnelse

1 INNLEDNING.....	1
1.1 Problemstilling og formål.....	1
1.3 Avgrensning.....	1
1.4 Struktur.....	1
2 METODE DEL.....	2
2.1 Validitet og reliabilitet.....	2
2.2 Primærogsekundærdata.....	2
2.3 Metoder for datainnsamling.....	3
2.4 Valg av metode.....	5
3 PRESENTASJON AV DNO OG BRANSJEN.....	7
3.1 Presentasjon av DNO.....	7
3.1.1 Historien bak DNO.....	8
3.2 Generelt om bransjen.....	9
3.2.1 Utviklingen i oljepris.....	10
4 RAMMEVERK FOR VERDSETTELSE.....	11
4.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker.....	11
4.1.1 Fundamental verdsettelse.....	11
4.1.2 Komparativverdsettelse.....	12
4.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	12
4.2 Valg av verdsettelsesteknikk.....	12
5 STRATEGISKANALYSE.....	14
5.1 Eksternbransjeorientert analyse.....	14
5.1.1 Potensiell inntrengere.....	15
5.1.2 Rivalisering mellom etablerte selskaper.....	17
5.1.3 Leverandørens forhandlingsmakt.....	19
5.1.4 Kundernes forhandlingsmakt.....	22
5.1.5 Trussel fra substitutter.....	23
5.2 Oppsummering av eksternanalyse.....	24
5.3 Intern ressursbasert analyse.....	24
5.3.1 SVIMA-analyse.....	25
5.4 Oppsummering av internanalyse.....	27
6 REGNSKAPSANALYSE.....	28
6.1 Klargjøringtiregnskapsanalyse.....	29

6.1.1	Analysenivå.....	29
6.1.2	Analyseperiode.....	29
6.2	Omgruppering for investororientert analyse.....	30
6.2.1	Omgruppering av avsatt utbytte.....	30
6.2.2	"Dirty surplus".....	31
6.2.3	Normalt kontra unormalt resultat.....	31
6.2.4	Drift vs. Finansiering.....	32
6.3	Omgruppertresultat.....	33
6.4	Analyse og justering av målefeil.....	35
7.	ANALYSE AV RISIKO.....	36
7.1	Likviditetsanalyse.....	36
7.2	Rentedekningsgrad.....	47
7.3	Soliditetsanalyse.....	38
7.4	Syntetisk rating.....	39
8.	AVKASTNINGSKRAV.....	40
8.1.1	Avkastningskravet til egenkapital.....	40
8.1.2	Risikofrirente.....	40
8.1.3	Betaverdi.....	41
9.	ANALYSE AVLØNNSOMHET.....	42
8.1	Egenkapitalrentabilitet.....	42
8.2	Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten	43
8.2.1	Netto driftsrentabilitet.....	44
8.2.2	finansiell giring.....	44
8.3	Oppsummert analyse lønnsomhet.....	45
9.	ANALYSE AV VEKST.....	46
9.1	Vekst i driftsinntekter.....	46
9.2	Vekst idriftskostnader.....	47
9.2.1	Vekst inettodriftsresultat.....	47
9.2.2	Vekst i nettoresultat tiegenkapital.....	48
10.	BUDSJETTERING OG FREMSKRIVNING.....	49
10.1	Valg av budsjetthorisont.....	49
10.2	Budsjett drivere.....	50
10.2.1	Driftsinntekter.....	50
10.2.2	Omløpet til netto driftseiendeler.....	51
10.2.3	Netto driftsmargin.....	51
10.2.4	Budsjettering av finansiell gjeld.....	52
10.2.5	Budsjettering av netto finanskostnad.....	52
10.3	Oppsummering av verdidrivere.....	52
10.4	Utarbeidelse av fremtidsregnskap.....	53

11. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	54
<i>11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital modell.....</i>	54
<i>11.1.2 Superprofitt til egenkapital modell.....</i>	54
<i>11.1.3 Superprofitt fra drift modell.....</i>	54
11.2 Verdiestimat.....	55
11.2.1 Verdsettelse ved bruk av egenkapitalmetode.....	56
11.2.2 Verdsettelse ved bruk av totalkapitalmetode.....	56
11.4 Sensitivitetsanalyse.....	56
12. OPPSUMMERING OG KONKLUSJON.....	59

1. INNLEDNING

Med denne utredningen vil det bli foretatt en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av DNO ASA. Det er flere grunner til at jeg valgte å analysere nettopp dette selskapet. DNO har hatt en enorm kursoppgang de siste årene, samtidig som det har blitt en internasjonalt selskap og blir derfor påvirket av internasjonal økonomi. Samtidig har selskapet nylig vært igjennom en omfattende omstrukturering, og det blir spennende å se hvilke resultater dette har bidratt med.

Bakgrunnen for valg av oppgave har vært en generell interesse for finansmarkeder og de krefter og prosesser som påvirker disse. Denne interessen er blitt videreført gjennom fag som, Finansmarkeder og Investeringsanalyse, med Frode Sættem og Øystein Gjerde.

1.1 Problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å beregne et verdiestimat for DNO sin egenkapital per 31.12.05, og dermed komme frem til en anbefaling om kjøp eller salg av selskapets aksjer.

1.2 Avgrensning

I denne oppgaven blir verdien til hele DNO konsernet verdsatt. Det er blitt benyttet kilder fra økonomiske lærebøker, samt utstrakt bruk av Internett for innhenting av sekundær data. Det forutsettes at leseren har grunnleggende kjennskap til økonomiske ord, uttrykk og beregninger, og dette vil derfor ikke bli forklart nærmere i denne utredningen.

1.3 Struktur

Jeg har valgt å dele oppgaven inn i 3 deler. I del 1, vil jeg gi en presentasjon av DNO og bransjen selskapet operer i. Dette har jeg tatt med for å kunne gi leseren en viss forståelse av hva slags selskap det er snakk om, og hvilken bransje de opererer i. Til slutt foretar jeg en strategisk analyse, hvor jeg ser på om forhold i bransjen og/eller ressurser internt i DNO legger grunnlag for fremtidig egenkapitalrentabilitet utover egenkapitalkravet for selskapet.

I del 2, vil jeg foreta en regnskapsanalyse av DNO, hvor jeg vil utføre en analyse av risiko og lønnsomhet. Den strategiske analysen i forrige del vil legge grunnlaget for den fremtidige budsjetteringen og fremskrivningen i del 3.

I del 3, vil jeg utarbeide et fremtidsregnskap for dermed å foreta en verdsettelse av egenkapitalen til selskapet. Helt til slutt vil jeg konkludere og oppsummere, for så å gi en anbefaling om kjøp eller salg av aksjen.

2. METODE DEL

Metode er ofte ansett som det fremste kriteriet på vitenskapens rasjonalitet, med andre ord, det verktøyet som har bidratt med kunnskap til å transformere verden. Foruten valg av verktøy og teknikk, handler det om å forstå konsekvensen av ulike valg, og om å knytte sammen vitenskapsteori og empiri.

Halvorsen beskriver begrepet metode som, læren om de verktøy en kan benytte for å samle inn informasjon.¹

2.1 Primær- og sekundærdata

Primærdata refereres til *nye* data som blir samlet inn av forskeren selv, gjennom bruk av en eller flere datainnsamlingsmetoder, mens sekundærdata kjennetegnes ved informasjon som allerede foreligger i en eller annen form, og som er mer eller mindre tilgjengelig.

Det finnes ulike typer sekundærdata, og disse er; *prosessdata*, som oppstår i tilknytning til den løpende aktiviteten i samfunnet, *bokholderidata* som f.eks. bedriftsregnskaper, og *forskningsdata* som er samlet inn av andre forskere.²

2.2 Validitet og reliabilitet

Validitet er et begrep som benyttes for å angi i hvilken grad de innsamlede data samsvarer med det fenomen vi ønsker å måle.³ Videre kan reliabilitet betegnes som målesikkerhet. Hvis den samme måling gjentas mange ganger, er målet reliabelt om vi får det samme svaret hver gang.

Det hersker liten usikkerhet om hvorvidt innsamlede data er valide og reliable. Offentlige årsregnskaper følger strenge retningslinjer med krav om god validitet, og jeg konkluderer derfor med at de data jeg har samlet inn er i tråd med realitetene.

¹ Halvorsen (2003)

² Halvorsen (2003)

³ wikipedia.no

2.3 Metoder for datainnsamling

Et fundamentalt valg som må foretas når forskeren har bestemt seg for å samle inn egne data, er valget av undersøkelsesmetode. Før dette gjøres må forskeren ha klart for seg hva slags type data som skal samles inn.⁴

Vi skiller som regel mellom en kvalitativ eller kvantitativ metode for datainnsamling. Kvalitative metoder kjennetegnes ved personlige intervjuer, hvor forskeren selv er med på å forme de data man henter inn. På den annen side kjennetegnes kvantitative metoder ved fenomener som er uttrykt i tall eller andre mengdetermer.

Kvalitativ metode

Med kvalitative metoder menes metoder som har til hensikt å beskrive kvaliteter ved et handlingsforløp, med andre ord en metode for å beskrive egenskaper som ikke er kvantifiserbare. Samtidig har kvalitativ metode til hensikt å gi en helhetlig forståelse av spesifikke forhold, ved å gå i dybden i stedet for i bredden. Kvalitative metoder kalles også induktive metoder, fordi forskeren trekker sine konklusjoner på bakgrunn av et fåtall observasjoner.

Ved å bruke kvalitative metoder, innhentes fylldige data om personer og situasjoner. På denne måten er det mulig å forstå atferd og situasjoner slik de oppfattes av de som undersøkes. *Her innebærer det å fokusere på meningsinnhold som ikke er umiddelbart innlysende*⁵.

Det finnes en rekke ulike kvalitative metoder. I enkelte sammenhenger blir kvalitative metoder forstått som synonymt med deltagende observasjon. Men avhengig av problemstilling og analysenivå har forskeren et vidt spekter av metoder til disposisjon. Eksempler på dette er ulike former for observasjon, kvalitative intervju og samtaler.

Et viktig punkt innen kvalitativ metode er *observasjon*. Forskerens observasjon kan deles inn i *deltakende* og *ikke-deltakende*. Ved deltagende observasjon, er forskeren i en situasjon hvor han eller hun er i samhandling med de som studeres. Deltakende

⁴ Halvorsen (2003)

⁵ Halvorsen (2003)

observasjon kan igjen deles inn i aktiv og passiv observasjon. Ved aktiv observasjon kan forskeren påvirke de resultater som er ønskelig.

Vi kan dele kvalitative intervjuer inn i strukturerte og ustrukturerte intervjuer. Hensikten med et strukturert kvalitativt intervju er å gi forskeren en dypere forståelse av informantens tankeverden gjennom å stille spørsmål. Spesifikke situasjoner og handlingsforløp analyseres med utgangspunkt i informantens egen forståelse. Målet med slike intervjuer er å få frem et nyansert bilde av situasjonen informanten beskriver. Det er derfor, viktig med en direkte dialog og god kontakt mellom informant og intervjuer, slik at alle relevante opplysninger kommer frem.

Ustrukturerte intervjuer kjennetegnes ved det motsatte av strukturerte. Her styrer forskeren samtalen så lite som mulig, og informanten fører ordet. Denne metoden er relevant når man er interessert i å få informasjon om noe som allerede har skjedd.⁶

Kvantitativ metode

Kvantitative metoder er, som begrepet tilsier, metoder som har til hensikt å beskrive antall eller utbredelse av fenomener, uttrykt i tall eller andre mengdetermer.

Kvantitativt orienterte studier konsentrerer seg om målbare forhold, og hensikten er å kunne generalisere på bakgrunn av en serie observasjoner.

Kvantitativ metode forbindes ofte med hypotetisk-deduktiv metode, ved at den tar sikte på å vurdere holdbarheten av bestemte teorier gjennom hypotesetesting og statistiske metoder.

Det finnes en rekke ulike statistiske analyseformer, men bruksområdet for de forskjellige metodene avhenger av variablenes målenivå. Målenivå er egenskaper ved variablene som bestemmer i hvor stor grad forskeren meningsfylt kan rangere de ulike verdiene. Man skiller mellom nominal-, ordinal-, intervall- og forholdstallsnivå.

⁶ Kvale (1997)

2.4 Valg av metode

I min utredning har jeg valgt å benytte en kvantitativ tilnærming, hvor jeg har innhentet sekundærdata ifra Internettet. Dette være seg årsregnskaper, samt øvrig informasjon selskapet og bransjen det opererer i. Videre har jeg hentet teori ifra lærebøker innen faget, og benyttet subjektive meninger ved analyse av selskapet.

2.5 Bearbeiding og behandling av data

Igjennom et kvalitativt intervju er det viktig å ha det klart for seg hvordan man skal bearbeide informasjon man har tilegnet seg. Forskeren kan ikke alltid stole på sin egen hukommelse, og burde derfor ta i bruk ulike hjelpemidler for å lagre dataene. Dette kan gjennomføres ved f.eks. lydbånd eller videooptaker. Neste steg er å omforme informasjonen til skriftlige notater som deretter kan systematiseres.⁷

Når det gjelder kvantitative data, må registreringen skje i en form som gir det mulig å analysere arbeidet videre. Kvantitative data er som nevnt lett å bearbeide, siden de kjennetegnes ved å være *harde* data. Disse sorteres, for deretter å kunne foreta en eventuell analyse og fortolkning. Tolkningen går blant annet ut på å finne fram til alternative forklaringsmuligheter, fordi de resultatene forskeren har kommet frem til, alltid kan tolkes på flere måter.⁸

Når man tolker resultatene av målingene, er det viktig å spørre seg selv om det kan ha oppstått eventuelle feilkilder som presentert nedenfor;

- Sviktende validitet
- Sviktende reliabilitet
- Kontrolleffekter
- Skjevheter i utvalget
- Feil ved koding, registrering og beregning
- Effekt av analyseopplegget

⁷ Halvorsen (2003)

⁸ Halvorsen (2003)

Når det gjelder regnskapsanalysen i denne utredningen vil jeg ta utgangspunkt i de regnskapstallene som offentliggjøres i års og kvartalsrapporter. Her er det viktig å fastsette hvilket perspektiv og hvilken analyseperiode man ønsker å ta utgangspunkt i, før selve oppbygningen av analysemodellen starter. Deretter vil tallene ifra regnskapene bli omgruppert slik tallene er så "rene" som mulig for regnskapsanalysen. Dersom det er mistanke om målefeil i finansregnskapet vil disse bli justert. Til slutt presenteres det endelig omgrupperte finansregnskapet.

Hvilke justeringer og omgrupperinger som foretas, avhenger av hva analysen skal brukes til og hvilke interessenter som skal benytte seg av informasjonen. Ulike interessenter kan være innskyttere av kapital som långivere og investorer, skattemyndigheter, leverandører, kunder, ansatte, media og finansanalytikere. I hovedsak har man to bruksområder, hvorav det første er bruk av analysen til å foreta beslutninger knyttet til for eksempel oppkjøp, investeringer, og salg. Det andre bruksområdet er som kontrollredskap for eksisterende eller potensielle kreditorer, samt intern kostnads- og eierkontroll.

I denne oppgaven er imidlertid målet å komme frem til en verdivurdering av kapitalen til DNO fra en egenkapitalinvestors ståsted. Dermed blir fokuset på verdiskapningen og verdiutdelingen i selskapet viktig. Videre vil virkelige verdier være mer relevante enn eventuell historisk kost. I den grad det er nødvendig vil regnskapstallene bli omarbeidet og justert, for å få bedre oversikt over selskapets drift og underliggende økonomiske forhold

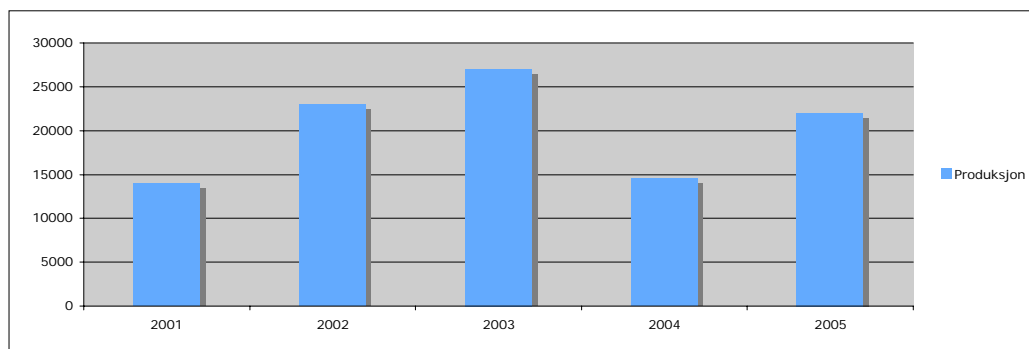
3. PRESENTASJON AV DNO OG BRANSJE

I denne delen av oppgaven vil det bli gitt en generell presentasjon av DNO ASA. Videre vil det bli gitt en kort historisk gjennomgang av selskapet, før jeg beskriver nærmere om bransjen DNO opererer i.

Petroleumsnæringen er Norges største næring, og i 2005 stod petroleumssektoren for 25 prosent av verdiskapingen i Norge. I 2005 var Norge rangert som verdens tredje største oljeeksportør og den åttende største oljeprodusenten.

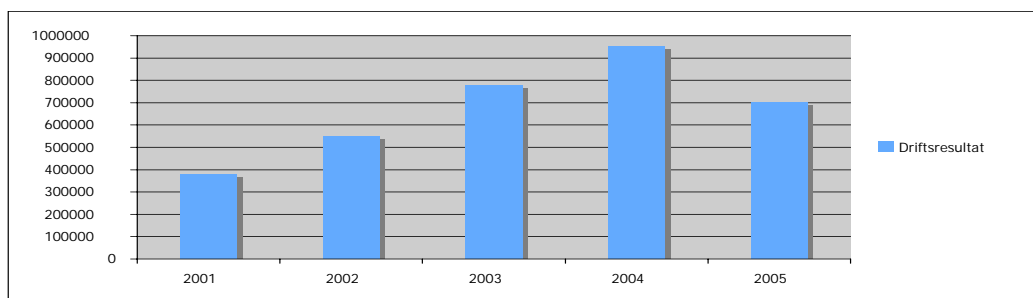
3.1 Presentasjon av DNO

DNO kjennetegnes som et innovativt og kompetanseorientert oljeselskap, som hovedsaklig fokuserer på produksjon av olje og gass fra mindre og marginale oljefelt. Selskapet har operasjoner både på norsk sokkel og i utlandet, og på den norske sokkelen har de én lisens i Barentshavet og tre i Nordsjøen. I utlandet har de lisenser i Yemen, Mozambique og Ekvatorial-Guinea. Den siste avtalen deres var i 2004, hvor de skrev under på en kontrakt om å drive petroleumsutvinning i Midtøsten.



Figur 1 – Figuren viser årlig produksjon av olje i millioner kroner.

Ut ifra figuren ser vi at DNO har økt produksjonen sin ifra 2001-2003, mens den har gått litt ned i 2004, før den igjen i 2005. Den fremtidige produksjonen vil være avhengig av hva som skjer med avtalen i Irak, og oljeboringer i Yemen.



Figur 2 – Figuren viser årlig driftsresultat i millioner kroner.

Ut ifra figuren ser vi at DNO har hatt en positiv utvikling de senere årene, noe som hovedsaklig skyldes økt oljepris. I 2005 hadde DNO en enorm kursutvikling, og aksjen steg med nærmere 800%.

3.2 Historien bak DNO

Det norske oljeselskap ble stiftet i 1971, og var det første norske oljeselskapet som ble registrert på Oslo Børs. Selskapet fikk sine første inntekter i 1974 da de startet opp med oljeproduksjon på det såkalte Heather-feltet, lokalisert på den britiske kontinental sokkel. Selskapet fikk sin første norske lisens i 1984, siden den gang har selskapet vært med på både oppturer og nedturer. Dette har vært i form av svingninger i oljepris og etterspørsel, noe som førte til at DNO utarbeidet en rekke kort siktige strategier. I 1995 var selskapet nedskalert til kun tre ansatte.

Ny ledelse og ny tidsalder

Et viktig årstall i DNO sin historie er 1996. Dette var året da de fikk nye eiere og ny ledelse. De endret strategi, til å heller konsentrere seg om små oljefelt, samt utvide produksjonen fra modne felt. Selskapet valgte altså å satse på en nisje i markedet som mange andre oljeselskap ikke var interessert i. En annen viktig grunn til at DNO endret sin strategi, var at de ikke hadde tilstrekkelig med ressurser til å lete etter, og utvinne store felt.

Den nye ledelsen utnyttet denne nye strategien og kjøpte seg opp i Heather-feltet på britisk sektor. De ble godt mottatt av myndighetene, nettopp fordi at de bidro til at levetiden til feltet ble forlenget, noe som resulterte en bedre utnyttelse av oljeressursene. Britisk olje hadde stor påvirkning på DNO sin kontantstrøm i årene som fulgte. Det var derfor meget overraskende at DNO, i 2003, bestemte seg for å

selge denne forretningsdelen til det svenske oljeselskapet Lundin Petroleum. Det var estimert en verdi av dette salget på 240 millioner dollar.

I 1997 ekspanderte DNO internasjonalt, da de fikk operatørstatus på et lite funn i Yemen, og pr. dags dato står Yemen for om lag 75 prosent av selskapets totale oljeproduksjon. Den resterende oljeproduksjonen stammer fra det norske Glitne-feltet.

På norsk sokkel har DNO en lisens i Barentshavet og tre i Nordsjøen. I utlandet har de lisenser i Yemen, Mozambique og Ekvatorial-Guinea. I 2004 meddelte DNO at de hadde inngått en avtale om petroleumsutvinning i Irak. Dette området er veldig stort, og har et areal på nærmere 4000 kvadratkilometer. Dette området har et enormt potensiale for betydelig størrelse av et oljefelt. Dessverre hersker det mye tvil rundt denne avtalen, om hvorvidt den er gyldig eller ikke, men DNO på sin side hevder at alt er i orden.

3.3 Generelt om bransjen

DNO operer i oljebransjen. Olje kjennetegnes som verdens viktigste handelsvare og energikilde, og den driver nesten all transport både til lands, sjøs og i lufta. Dette betyr at nesten all transport er totalt avhengig av olje.

Rundt regnet kan vi si at verden så langt har brukt 1000 milliarder fat olje. Reservene per dags dato utgjør snautt 1200 milliarder fat, samtidig som det anslåes at man vil finne minst 300 milliarder fat til. Verdens årlige forbruk er 30 milliarder fat og IEA forventer altså en 60 prosents økning innen 25 år.

Den økende etterspørselen vil i hovedsak måtte dekkes av et fåtall land, i hovedsak land i Midtøsten og Russland. For sistnevntes del vil allikevel evnen til å eksportere synke etter hvert som innenlands økonomi og forbruk vokser. Økningen forventes i all hovedsak å komme i Asia, som resultat av økonomisk utvikling, og da særlig i Kina. Landets samlede petroleumsforbruk økte i fjor med 15,4 prosent, suverent mest i verden.

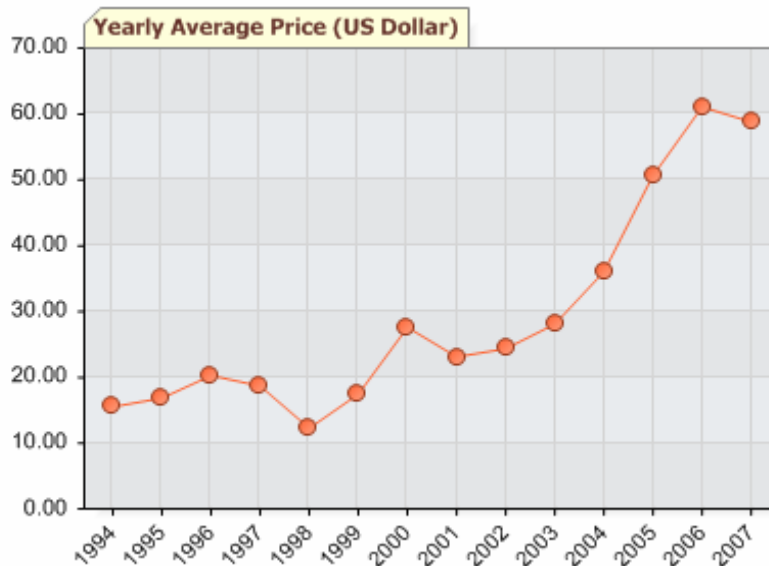
I løpet av de siste tiårene er det blitt funnet stadig mindre ny olje i verden. Allerede i 2002 brukte verden 4 ganger så mye olje som det ble oppdaget. 80 prosent av den oljen som skal dekke behovet om 10 år er ennå ikke i produksjon. Dette betyr at det vil kreve enorme investeringer og utvikling i ny teknologi for å opprettholde

produksjonen av olje. Økt global konkurranse om oljen fører også til enda større press på utvinningen og dermed enda raskere uttømming.

Petroleumsnæringen er Norges største næring, og i 2005 stod petroleumssektoren for 25 prosent av verdiskapingen i Norge. I 2005 var Norge rangert som verdens tredje største oljeeksportør og den åttende største oljeprodusenten.

3.3.1 Utviklingen i oljepris

Det er en kjent sak at prisen på olje er meget ustabil. Over de siste 30 årene har oljeprisen fluktuert veldig mye, og selv i rolige perioder har den endret seg så mye som 50-100 prosent. Men prissvingninger er typisk for en rekke råvarer.



Figur 3 – Figuren viser utviklingen i oljepris de siste årene.⁹

I løpet av de siste to årene har oljeprisen vært over 70 dollar fatet. Relativt høy oljepris er også forventet å fortsette i de nærmeste årene. Hvor høy prisen faktisk kommer til å bli er det derimot uenighet om. Flere banker har i den siste tiden høynet deres fremtidige anslag på oljeprisen. Flere banker har et estimat for perioden 2009 – 2012 på 60 dollar fatet, og fra 2013 har de et estimat på 45 dollar.¹⁰

⁹ www.offshore.no

¹⁰ www.dn.no

De store internasjonale investeringsbankene spår også høye fremtidige oljepriser. Goldman Sachs for eksempel spår en oljepris i løpet av de fire neste årene mellom 50 og 105 dollar fatet.¹¹

4. RAMMEVERK FOR VERDSETTELSE

For å foreta en verdsettelse finnes det flere ulike teknikker som kan benyttes. Jeg vil her gi en oversikt over hovedteknikkene, samt velge hvilken teknikk som vil bli benyttet i denne oppgaven.

4.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker

Det finnes tre hovedteknikker for verdsettelse av virksomheter, og disse er;

1. Fundamental verdsettelse
2. Komparativ verdsettelse
3. Opsjonsbasert verdsettelse

4.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdsettelse er en metode som tar utgangspunkt i en strategisk analyse og regnskapsanalyse av finansregnskapet. Målet med dette er å verdsette virksomheten basert på de underliggende økonomiske forholdene.

Hensikten med en strategisk analyse er å få inngående kunnskaper om bedriften og bransjen den opererer i. Her er det vanlig å skille mellom en ekstern og en intern analyse av selskapet. En ekstern analyse har som formål å kartlegge muligheter og trusler som eventuelt befinner seg i selskapets omgivelse. En intern analyse fokuserer på selskapets styrker og svakheter internt i bedriften.

Neste steg er å foreta en regnskapsanalyse, hvor man foretar omgruppering og justerer for eventuelle målefeil i regnskapsmaterialet. Deretter analyserer man det omgrupperte resultatet, med det formål å kartlegge de økonomiske forholdene i selskapet.

Det siste steget foretar man selve verdsettelsen, hvor man benytter all den informasjon man har innhentet om selskapet ved den strategiske og regnskapsbaserte analysen.

¹¹ www.goldmansachs.com

4.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse handler om å identifisere sammenlignbare virksomheter for deretter å komme frem til en verdi basert på sammenlignbar prising. Komparativ verdsettelse kan utføres på to måter, via multiplikatormetoden eller substansverdimetoden.

Ved bruk av multiplikatormodeller beregner man en multiplikator basert på et sammenlignbart selskap, og multipliserer denne multiplikatoren med en skaleringsfaktor, for å finne verdien av selskapet man analyserer. *Balansebasert verdsettelse* består av substansverdimetoden og likvidasjonsmetoden.

Substansverdimetoden forutsetter et velfungerende marked for de materielle eiendelene, mens likvidasjonsmetoden egner seg best når det er stor fare for konkurs.

4.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av fundamental verdsettelse, der man prøver å bygge inn nåverdien av fleksibilitet Dette kan for eksempel være ved å kalkulere inn nåverdien av en nedleggelsesopsjon, eller en utsettelsesopsjon.¹²

4.2 Valg av verdsettelsesteknikk for DNO

Når man skal velge hvilken verdsettelsesteknikk som egner seg best for et selskap, er det fornuftig å se på hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg. Videre må man finne ut om bedriften skal avvikles eller om den skal fortsette driften. Siste steg er å finne ut hvilken bransje selskapet operer i.¹³

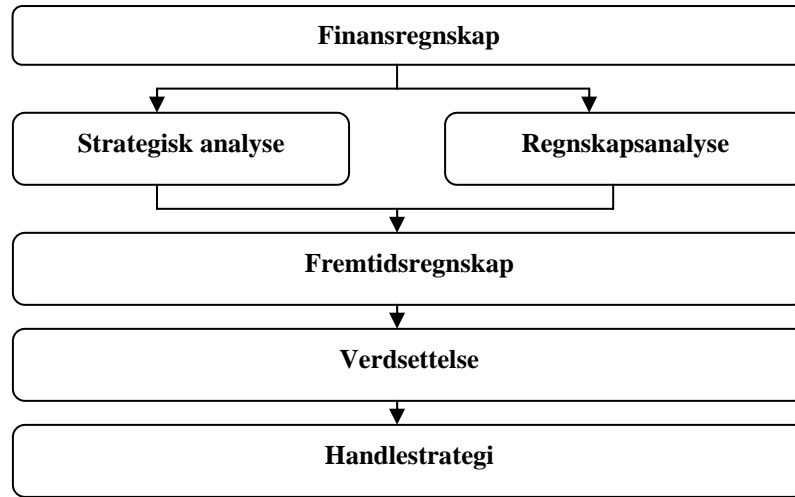
I bransjer hvor det finnes flere sammenlignbare selskaper, blir analyser basert på komparativ verdsettelse mer hensiktsmessige enn i bransjer hvor man har vanskeligere for å identifisere relevante sammenligningsselskaper.

DNO befinner seg i en moden fase i livssyklusen, med lang historikk, samtidig som det er lite trolig at selskapet velger å avvikle driften med det første. Dette medfører at fundamental eller komparativ verdsettelse kan være fornuftig. Jeg velger å basere min

¹² Damodaran (1996)

¹³ Damodaran (1996)

verdsettelse på fundamental verdsettelsesmetode, da tilgangen til komparativ virksomheter er begrenset.



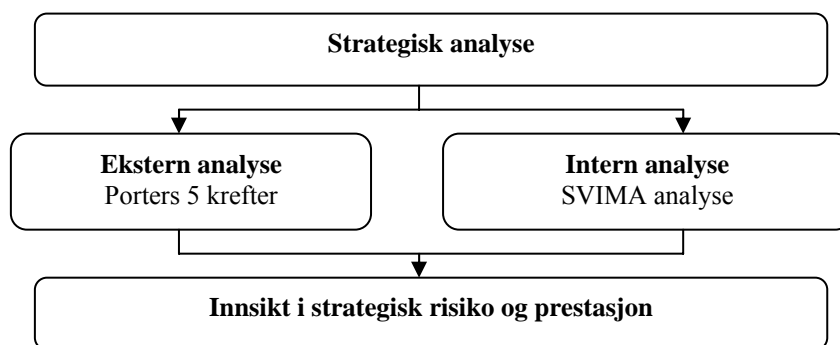
Figur 4 - Figuren viserrammeverket for fundamental verdsetting

Figuren viser rammeverket for den fundamentale verdsettelses metode. Det er dette som vil være oppsettet videre i arbeidet med utredningen.

5. STRATEGISK ANALYSE

I denne delen av oppgaven vil det bli foretatt en strategisk analyse av selskapet, med hensikt å finne ut om DNO har et konkurransefortrinn eller er i besittelse av strategiske fordeler. Slike fortrinn vil kunne danne grunnlag for en mulig superprofitt, det vil si at rentabiliteten er større enn avkastningskravet.

Hovedsakelig kan man benytte to ulike modeller til den strategiske analysen. Dette er en bransjeorientert modell med fokus på eksterne forhold, og en ressursbasert modell med fokus på interne ressurser. Den bransjeorienterte analysen tar utgangspunkt i forholdene i bransjen, som indikerer om det er grunnlag for mer avkastning. En ressursbasert modell er mer opptatt av interne ressurser, og vurderer om disse kan gi mellomlang eller varig meravkastning.



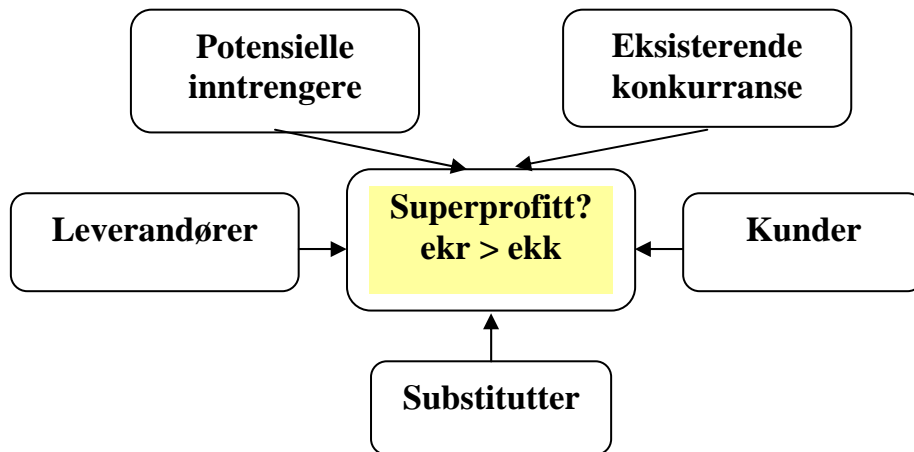
Figur 5 - Figuren viser rammeverket for strategisk analyse.

Figuren viser rammeverket for den strategiske analysen. Det vil først bli foretatt en ekstern analyse, ved hjelp av Porters fem krefter modell. Her vil jeg beskrive de ulike faktorene som er med på å utforme konkurransen innad i bransjen. Videre vil det bli foretatt en intern ressursbasert analyse, ved hjelp av en SVIMA-analyse.

5.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Den eksterne analysen vil bli gjennomført ved hjelp av Porters fem krefter - modell. Modellen kartlegger hvilke eksterne krefter som har innvirkning på en bransje, for slik å vise hvilke muligheter og trusler som påvirker konkurransen og foreslå strategier som kan besvare disse.

Porters fem krefter



Figur 6 - Porters fem krefter

Jeg vil i det følgende avsnitt presentere de ulike kreftene, samt nevne momenter under hver av kreftene som kan ha betydning for eventuell superprofitt. (det vil si egenkapitalrentabilitet utover kravet)

5.1.1 Potensielle inntrengere

Inntrengere kan betegnes som selskaper som ikke er konkurrenter i bransjen på det nåværende tidspunkt, men som har kapasitet til å etablere seg hvis de ønsker det.¹⁴

Det vil være veldig fristende for mulige inntrengere å etablere seg innenfor oljebransjen pr dags dato, og da spesielt på grunn av den høye oljeprisen. De etablerte aktørene prøver da som regel å "skremme" konkurrenter fra å etablere seg, slik at de kan opprettholde sin markedsandel og profitt.

Inngangsbarrierene varierer litt fra bransje til bransje, men de viktigste er; merkeloyalitet, absolutte kostnadsfordeler, stordrifts- og skalafordeler, byttekostnader, kontaktnett og offentlige reguleringer.¹⁵

¹⁴ Hill & Jones (2004)

¹⁵ Hill & Jones (2004)

Merkeloyalitet

Sterke merkenavn kan gjøre det meget vanskelig for nye aktører å etablere seg i bransjen. Det finnes flere store aktører innen oljebransjen med lang historie, og derfor også sterke merkenavn. Dette tiltrekker som oftest flere kunder, og kan være lettere for disse å få nye lisenser til petroleumsutvinning.

Absolutte kostnadsfordeler

Med absolutte kostnadsfordeler mener man at potensielle nye aktører ikke kan forvente å matche det etablerte selskapets kostnadsstruktur. Slike kostnadsfordeler har hovedsakelig sitt utspring i effektiv produksjon som følge av erfaring, patenter og teknologi. En annen faktor er kontroll over spesiell input som er nødvendig for produksjonen, som for eksempel arbeidskraft, materiell, utstyr, eller ledelseevner. Siste punkt er tilgangen til gunstig finansiering, som følge av at eksisterende aktører ofte har mindre risiko enn nyetablerte.

Stordrifts- og skalafordeler

Kostnadsfordeler som følge av store produksjonsvolum kalles stordrifts- eller skalafordeler. Utgifter til blant annet forskning og utvikling, kan fordeles på større volum og dermed redusere enhetskostnadene.

Byttekostnader

Byttekostnader oppstår når kundene må bruke tid, energi og penger på å bytte produkter fra en eksisterende til en nyetablert aktør. Høye byttekostnader kan være med på å låse kunder til en aktør, og således gjøre markedet betydelig mindre for en ny aktør.

Offentlige reguleringer

Reguleringer fra myndighetenes side har historisk sett kunnet begrense konkurransen betydelig. Disse restriksjonene er gjerne knyttet opp mot ønsket om å beskytte egne aktører mot konkurranse fra utenlandske aktører. En annen vanlig konkurransehindring er utdeling av konsesjoner, som begrenser aktører i et marked til en eller noen få aktører. Hvis en slik konsesjon er vanskelig å få, vil det medføre en betydelig hindring.

Videre er myndighetene positive til nye aktører på markedet, siden de ønsker en høyest mulig utvinningsgrad på den norske sokkel.

Alle punktene beskrevet ovenfor er med på å hindre eventuelle nyetableringer i oljemarkedet. Selv om det har vært en enorm utvikling i oljeprisen de siste årene, har det vist seg at det har vært færre søkere ved de siste konsesjonsrundene enn ved tidligere runder. Dette symboliserer at den norske sokkelen er over i en moden fase, hvor nyetableringer forekommer mer sjeldent. Det er innenfor nisjemarkeder at nyetableringer kan skje, og dette er områder som de store aktørene ikke viser store interesse for.

Videre foreligger det ikke like høye inngangsbarrierer innenfor nisjemarkedene som ved de store markedene. Potensielle inntrengere trenger heller ikke like mye kapital for å etablere seg her.

Hvis vi sammenligner den britiske sokkel med den norske, ser vi at den britiske er mye lenger over i en moden fase enn den norske. Her opererer det per i dag bortimot 70 oljeselskaper, og sannsynligvis vil den norske sokkelen gå i samme retning. I fremtiden vil vi nok kunne få se mange flere små aktører som opererer i nisjemarkedet i Norge.

Når det gjelder inngangsbarrierene i gruppen av store oljeselskaper er de av helt andre dimensjoner. Store oljeselskaper driver produksjon i stor målestokk og nyter godt av skalafordeler. De store aktørene har også så å si hele verdikjeden integrert i driften sin, og for at en mulig inntrenger skal kunne etablere seg her kreves det enorme investeringer. En annen faktor som hindrer nyetableringer, er at olje kjennetegnes som et homogent produkt, noe som gjør at utfordringer innen produktlansering ikke er spesielt urovekkende.

5.1.2 Rivalisering mellom etablerte selskaper

En annen av Porters konkurransefaktorer er konkurranse mellom eksisterende aktører i et marked. Rivaliseringen referer til selskapenes kamp for å øke sine markedsandeler

og” stjele” kunder fra hverandre. Virkemidler i slik konkurranse kan være, pris, produktdesign, reklame og service.¹⁶

Her befinner oljeindustrien seg i en litt pikant posisjon, nemlig fordi det ikke er kundene som står i fokus, men hovedsakelig tilgangen til attraktive arealer for oljeutvinning.

De arealene som er mest attraktive er lisenser som gir et høyt utvinningsvolum til lave kostnader, og rivalisering på dette området vil føre til en knapphet av attraktive lisenser, noe som vil gi mindre lønnsomhet i bransjen. På den annen side kan man tenke seg at hvis det er en liten grad av rivalisering vil dette føre til økt lønnsomhet.¹⁷

Man kan derfor hevde at lønnsomheten til DNO er bestemt utifra hvilke utvinningslisenser som selskapet får tilgang til. Videre er det viktig for selskapet å kunne utnytte disse lisensene på en mest mulig effektiv måte. Det er også uhyre viktig for et selskap innen oljebransjen å ha evnen til å reise kapital på ulike tidspunkter. Dette vil være helt avgjørende med tanke på graden av lønnsomhet.

Rivaliseringen mellom etablerte virksomheter kan deles inn i fire faktorer: ”produkt differensiering, konkurransestruktur, etterspørselsforhold og utgangsbarrierer”¹⁸

Konkurransestruktur kjennetegnes ved, antall bedrifter og størrelsen på disse innen en bransje. Oljebransjen på norsk sokkel består hovedsaklig av få og store aktører, med lang historikk. Eksempler på slike selskaper er for eksempel Statoil og Hydro. Oljebransjen på norsk sokkel kjennetegnes ved en hard konkurransestruktur, hvor et fåtall store aktører hersker over markedet. Her er det så å si umulig å etablere seg, da de store aktørene drive produksjon av stor målestokk og nyter godt av skalafordeler. På mange måter kan oljebransjen på norsk sokkel sammenliknes med en konsolidert bransje, som kjennetegnes ved høye inngangsbarrierer, og en liten grad av rivalisering innad i bransjen.

En annen faktor som er med på å bestemme graden av rivalisering innen en bransje, er graden av etterspørsel. Hvis for eksempel et marked er i vekst og etterspørselen øker, vil dette kunne resultere i mindre rivalisering. I dette eksemplet er aktørene mer

¹⁶ Hill & Jones (2004)

¹⁷ Hill & Jones (2004)

¹⁸ Hill & Jones (2004)

opptatt av å drive salg, enn å drive rivalisering mot konkurrenter i bransjen. På den annen side, hvis marked og etterspørselen reduseres, vil motsatt være tilfelle.

Når det gjelder den norske sokkelen, tyder det på at vi er over i en moden fase. Det finnes ikke lenger like mange attraktive felt som det gjorde tidligere, og dette er med på bidra til en fallende etterspørsel i markedet. Dette fører igjen til økt rivalisering innad i bransjen.

En fallende etterspørsel i markedet vil også være avhengig av størrelsen på eventuelle utgangsbarrierer. Med dette mener jeg at aktørene har muligheter til å benytte investeringene og eiendelene sine andre steder. Når det gjelder oljeselskaper, vil det være viktig å kunne bruke de samme ressursene for oljeutvinning i andre land og havområder. Samtidig som at den norske sokkelen er blitt mindre attraktiv, har det åpnet seg muligheter internasjonalt for de norske oljeselskapene. Dette fører til at utgangsbarrierene har vært lave. Her er det viktig å trekke frem til store internasjonale selskapene med utenlandsk eierskap. Disse aktørene har ikke den samme følelsen for den norske sokkelen som de norske oljeselskapene har. I tillegg vil de norske oljeselskapene ha mange norske arbeidstakere som vil være mindre mobile enn kapitalen. Flere av de store internasjonale selskapene har sagt at de kommer til å satse mindre på den norske sokkelen i framtiden, og flytte fokuset sitt til andre deler av verden.¹⁹ Samlet sett resulterer dette i at rivaliseringen ikke har økt som følge av ”fallende etterspørsel”.

5.1.3 Leverandørenes forhandlingsmakt

Porters tredje konkurransekraft er leverandørenes makt. Her ser man på leverandørenes muligheter til å heve prisene på sine produkter eller senke bransjens lønnsomhet ved å redusere kvaliteten. Sterke leverandører kan true bransjens lønnsomhet, og tilsvarende med svake leverandører kunne øke bransjens mulighet til å få høyere marginer.

Det er store forskjeller mellom de store og de små oljeselskapene når det dreier seg om hvor mange av aktivitetene de har inkludert i sin egen virksomhet. De store integrerte oljeselskapene har tradisjonelt operert inn alle ledd av verdikjeden, mens de små oljeselskapene har en liten organisasjon som konsentrerer seg om enkelte ledd i verdikjeden, mens resten er overlatt til leverandører. Her kjennetegnes DNO som en

¹⁹ Kon-Kraft 2003

av de små aktørene som bare har kapasitet til å konsentrere seg om enkelte deler av den daglige driften. Det finnes både positive og negative sider ved dette, og en av de viktigste positive sidene er graden av fleksibilitet. DNO har muligheten til å omstille seg utrolig raskt i forhold til de store aktørene, som på mange måter har grodd fast i sine egne faste rutiner og mønstre. DNO har i så måte muligheten hvis de vil, flytte produksjonen ifra et felt til et annet iløpet av meget kort tid. Dette kan være viktig i tider hvor kaos og usikkerhet i stor grad er knyttet til bransjen. Per dags dato hersker det stor usikkerhet omkring oljeutvinning i deler av Midtøsten. Her kan det raskt skje endringer over natten, noe som vil kunne slå hardt utover de virksomheter som opererer i området. Samtidig er stor usikkerhet knyttet til forholdet mellom USA og Iran, noe som viser seg i den enorme økningen i oljeprisen de senere årene. Virksomheter som DNO vil her kunne være såpass små i størrelse til at de kan flytte produksjonen til andre deler av verden hvis ønskelig.

Det er selvfølgelig også store ulemper med å være av en slik størrelse som DNO, og en av de viktigste er nettopp det at de kan gjøre seg mer avhengige av leverandørene.

Det er fem forhold som gjør seg gjeldende når en skal vurdere forhandlingsmakten til leverandørene:²⁰

1. Hvor avhengig oljeselskapene er av produktene eller tjenestene som blir levert, og om det finnes substitutter.
2. Om leverandørene sin profitt i stor grad avhenger av innkjøpene til oljeselskapene.
3. Om oljeselskapene har store byttekostnader ved valg av en annen leverandør fordi produktet som var blitt levert er differensiert.
4. Om leverandørene er mulige inntrengere i bransjen, og kan bruke innsatsvarene sine til å konkurrere direkte med oljeselskapene.
5. Om oljeselskapene har muligheter til å tre inn i bransjen til leverandørene.

De store aktørene i oljebransjen har som fordel at de har muligheten til å integrere så å si hele verdikjeden inn i virksomheten. Likevel velger mange store aktører å benytte seg av leverandører til enkelte ledd av verdikjeden, nettopp fordi at leverandørene er mer spesialiserte og kan dermed utføre disse tjenestene mer effektivt. Når de store

²⁰ Hill & Jones (2004)

oljeselskapene har muligheten til å kontrollere hele verdikjeden selv, kan dette virke disiplinerende på leverandørene siden oljeselskapene kan true med å starte opp egen produksjon dersom prisen blir for høy, eller kvaliteten på det som blir levert er for lav. DNO har derimot ikke denne muligheten siden de er ute av stand til å utføre alle ledd i verdikjeden selv. DNO er som sagt mer fleksible enn de store selskapene ved denne forretningsmodellen, men de kan ikke true leverandørene med å integrere bakover og vil dermed være svært avhengig av et godt forhold til leverandørene.

Leverandørene vil være avhengige av innkjøpene til oljeselskapene dersom de har få alternative transaksjonspartnere og dersom mesteparten av omsetningen deres kommer som et resultat av ordrer fra oljeselskapene. Det går et skille mellom de små norske leverandørene som bare opererer på den norske sokkelen, og de store internasjonale leverandørselskapene som leverer så å si over hele kloden. De norske leverandørene vil være avhengige av DNO og de andre oljeselskapene som opererer på den norske sokkelen siden de ikke har alternative kjøpere, og siden selskapene på den norske sokkelen står for hele omsetningen deres. De store internasjonale leverandørene vil derimot ikke være avhengige av de norske oljeselskapene, siden den norske sokkelen bare utgjør en liten del av forretningsområdet deres. Dersom de internasjonale leverandørene ikke er fornøyde med bestemte vilkår i en kontrakt med DNO, kan de bare droppe forhandlingene og konsentrere seg om å utnytte ressursene sine andre steder og med andre oljeselskap. I den senere tiden har flere av de norske leverandørene blitt kjøpt opp av de internasjonale leverandørene. I så måte kan en si at leverandørene sin avhengighet til oljeselskapene, og særskilt til oljeselskap med beskjeden størrelse som DNO, har blitt redusert.

Dersom leverandørene har differensierte produkter vil oljeselskapene ha store byttekostnader med å skifte leverandør. I denne situasjonen vil leverandørene ha stor forhandlingsmakt. De store oljeselskapene var utviklet i en tid da teknologien var unik, slik at alle leddene i verdikjeden var integrert i selskapet. Senere, har teknologien derimot blitt mer standardisert, og dette har vært grunnlaget for etableringen av leverandørselskapene og de små oljeselskapene som baserer forretningsmodellen sin på utstrakt bruk av leverandører. I den siste tiden har store internasjonale leverandører stadig tatt over mer av teknologiutviklingen, og er blitt ledende på dette feltet. Dette fører til at oljeselskapene har fått større muligheter for

outsourcing, men de har samtidig økt avhengigheten sin til leverandørene.

Leverandørene vil ha stor forhandlingsmakt dersom de har mulighet til å tre inn i bransjen og konkurrere direkte mot oljeselskapene. Det finnes store internasjonale leverandører som har kompetanse i mange av de strategisk viktige leddene i verdikjeden, og vil ha mulighet til å tre inn i bransjen til oljeselskapene. Dette vil gjelde spesielt for den strategiske gruppen som inneholder små oljeselskaper grunnet relativt små inngangsbarrierer. De norske myndighetene har også signalisert at de ønsker flere leverandørselskaper velkommen som operatører på norsk sokkel. De små norske leverandørene vil derimot ha vanskelig for å bli inntrenger i bransjen på grunn av inngangsbarrierene.

Forhandlingsmakten til leverandørene vil være liten dersom oljeselskapene har muligheter til å tre inn i bransjen deres. De store oljeselskapene vil ha denne muligheten siden de tradisjonelt har operert inn alle deler av verdikjeden. De har den kompetansen og de finansielle ressursene som er nødvendig for å kontrollere hele verdiskapningsprosessen. De små oljeselskapene har derimot basert forretningsmodellen sin på å kontrollere noen få strategiske ledd av verdikjeden, og overlate resten til leverandørene. På dette punktet passer DNO best inn blant de små oljeselskapene siden de har en liten organisasjon og en utstrakt bruk av leverandører i virksomheten sin.

5.1.4 Kundernes forhandlingsmakt

En annen av Porters konkurransekrefter er kundernes forhandlingsmakt. Her ser man på kundernes mulighet til å presse prisene eller øke kostnadene ved å kreve et bedre produkt eller ekstratjenester. I bransjer hvor kundene har stor makt, kan de skvise bransjens lønnsomhet og således utgjøre en trussel for bransjens selskaper.

Tilsvarende vil man i bransjer hvor kunden har liten makt, se at aktørene i bransjen øker priser eller senker kvalitet for å få større profitt. Bransjer med høy kundemakt kjennetegnes gjerne med mange og små selgere, mens kjøperne er store og dominerende. Videre vil lave byttekostnader eller trusler om at kundene selv etablerer seg i bransjen kunne indikere stor kundemakt.

Forhandlingsmakten til kundene vil være stor dersom det råder store og få kunder i markedet, og hvis disse er viktige for oljeselskapene kan kundene true med vertikal integrasjon. Prisen på olje blir fastsatt i internasjonale spotmarkeder, og hvert enkelt oljeselskap og kunde har svært liten innvirkning på denne prisen. På samme tid er olje et homogent produkt, så det er ikke mulig for kunne kreve et ”bedre” produkt til den fastsette prisen.

Oljeprisen blir bestemt av tilbud og etterspørsel. OPEC spiller en viktig rolle på tilbydersiden ved at de kan avgjøre hvor stort produksjonsvolum de ønsker å ha, og dermed presse prisen opp eller ned. Oljeprisen blir også påvirket av generelle konjunkturer i markedet og er svært sårbar for ulike hendelser som for eksempel terroraksjoner. Per idage er oljeprisen på et svært høyt nivå og oljeselskapene tjener penger som aldri før. Mange analytikere tror at etterspørselen etter olje vil stige i de kommende årene. Siden vi går inn i en tid der produksjonen tenderer til å flate ut og kanskje gå litt ned, vil det oppstå et gap mellom tilbud og etterspørsel. Resultatet blir naturlig nok en enda høyere oljepris. Hvor lenge denne prosessen vil fortsette avhenger av hvor flink man er til å komme opp med alternative energikilder.

I verdenssamfunnet i dag er det et øket fokus på miljø og etikk, og dette er det viktig for oljeselskapene å være klar over. Det mest dramatiske er dersom myndighetene krever at de slutter med produksjon, men oljeselskapene kan også oppleve at store avtaler kan strande dersom det kommer frem at de har operert på en uforsvarlig måte. DNO har en stor del av produksjonen sin i Yemen. Dette er i et politisk ustabil område, og DNO må være varsom og hele tiden gjøre rette strategiske trekk. Dersom de opererer i gråsonen av hva som er allment akseptert, må de være forberedt på å forsvare handlingene sine dersom for eksempel media tar fatt i saken.

5.1.5 Trussel fra substitutter

Porters femte konkurransekraft beskriver substitutters mulighet til å virke og true lønnsomheten i en bransje. Substitutter er produkter fra andre bransjer som kan dekke det samme behovet som produsentens eget produkt. Bransjer med få og nære substitutter har man anledning til å heve prisene for å øke lønnsomheten.

I verdenssamfunnet i dag er det et økt fokus på de skadelige CO₂-utslippene. Dersom man kommer frem til nye klimaavtaler der en bøtelegger produkter som skaper CO₂-utslipp vil en få større insentiver til å komme opp med substitutter til olje og gass. I

den siste tiden har prisen på olje og gass steget kraftig. Dette er også noe som er med på å fremskynde prosessen ved å framskaffe konkurransedyktige substitutter.

Den største kunden til oljebransjen er transportindustrien. Innenfor transportindustrien har man endelig klart å utvikle el-bilen, men den har ikke fått noe særlig gjennomslag enda siden batteriene må lades ofte. Dette kan utgjøre en trussel i fremtiden, dersom man finner bedre måter å bevare energien i bilen på. Det samme gjelder dersom forskerne klarer å utvikle en hydrogenbil. Denne hydrogenbilen vil gå på vann, og vil dermed være mye billigere å kjøre, og samtidig føre til mindre forurensning.

5.2 Oppsummering av ekstern analyse

Ut ifra den eksterne analysen kan man konkludere med at oljebransjen virker som en meget attraktiv bransje, hvor det er store muligheter for å tjene en superprofitt. Denne profitten er veldig avhengig av nivået på oljeprisen, og som vi ser har denne økt betydelig de siste årene. Potensielle substitutter og intern rivalisering kan betegnes som de største truslene mot etablerte selskaper i oljebransjen.

DNO er et relativt lite oljeselskap dersom man sammenlikner med de største og dette fører til at trusselen fra nyetableringer vil være til stede for DNO siden det trengs relativt lite kapital for å starte opp med konkurrerende virksomhet. DNO benytter seg i utstrakt grad av leverandører i forretningsmodellen sin, og de vil kunne utgjøre en stor trussel for selskapet siden graden av avhengighet er meget stor.

5.3 Intern ressursbasert analyse

Den interne analysen skal avdekke hvilke interne ressurser som danner grunnlag for DNO sine konkurransefortrinn. Ved å ta utgangspunkt i de konkurransefortrinnene som fremkommer, blir de bakenforliggende ressursene som gjør disse konkurransefortrinnene mulig identifisert. Disse ressursene blir analysert ved hjelp av SVIMA-modellen. Hensikten med en intern-analyse er å se på selskapets interne styrker og svakheter slik at en kan velge strategier som er tilpasset både interne og eksterne forutsetninger.

5.3.1 SVIMA-analyse

Etter denne modellen må ressursen være enten sjelden, viktig, ikke imiterbar, mobilisert eller appropriert for å gi opphav til et varig konkurransefortrinn.

Konkurransefortrinn defineres som en bedrifts evne til å skape høyere avkastning enn markedets gjennomsnittsavkastning. Bedre lønnsomhet skyldes at en bedrift er flinkere til å skape verdier gjennom lavere kostnader, bedre produkt eller begge deler.

Finansiell kapital:

Finansiell kapital er en meget viktig ressurs for de fleste bedrifter, og spesielt i oljebransjen. Det er gjennom de ulike lisensene ethvert oljeselskap får tildelt, at de kan foreta større investeringer til ulike prosjekter som er nødvendige. Når det gjelder DNO, vet vi at de solgte Heather-feltet på den britiske sokkel, noe som ga DNO 165 millioner i kontanter.

Dette betyr at pr i dag har DNO er god likviditet, og stiller dermed veldig sterkt ved lisensutdelinger. Men slike enorme salg skjer veldig sjelden i oljebransjen, slik at dette hører til under punktet sjelden i SVIMA-analysen.

Fysisk ressurser/kompetanse:

Det er de menneskelige ressursene som er den viktigste ressursen innen oljebransjen. Dette fordi ulike oljeselskaper studerer undergrunnen av havene for å lete etter olje, og det er dermed kunnskap som spiller den sentrale rollen.

For at DNO skal fortsette å vise gode resultater ved den daglige driften, er det helt essensielt at de fysiske ressursene innehar en høy kompetanse. Fysiske ressurser spiller også en viktig rolle, ved utdeling av nye utvinningslisenser. Tildelinger skjer på bakgrunn av tidligere erfaringer og søkerens finansielle situasjon. Her er det derfor helt avgjørende at DNO viser til gode resultater.

Som kjent opererer DNO i et nisje marked, hvor kompetansen er meget fleksibel i forhold til de store aktørene som kanskje har en mer fastlåst kompetanse situasjon.

For at DNO fortsatt skal kunne vise til gode resultater, slik at de får nye lisenser, er det nødvendig med høy kompetanse.

Organisatorisk kapital:

Som kjent er DNO er liten organisasjon med få ansatte. Dette gjør at bedriften kan operere mer effektivt enn de store aktørene. Dette er i hovedsak deres evne til å fatte hurtige investeringsbeslutninger. Store oljeselskaper har ikke den same fordel, fordi her må beslutninger gå gjennom flere ledd før den eventuelt kan godkjennes. Videre er det lettere å kopiere rutiner og prosedyrer av de store selskapene, noe som er mye vanskeligere med et lite nisjeorientert selskap som DNO.

DNO sin organisasjonstruktur sammen med en tidlig nisjesatsing, har gitt selskapet muligheter til å bygge opp rutiner og prosedyrer som ikke like lett kan kopieres, I forhold til de store aktørene. Dette er med på å gi selskapet et konkurransefortinn, og som kan ha en viss varighet.

Omdømme:

DNO opererer I et nisjemarked for lete og senfase produksjon av olje. Her var de en av de aller første aktørene, og dette har gitt selskapet en rask suksess. Dette har ført til et sterkt merkenavn og omdømme innad i oljebransjen. Videre stiller derfor selskapet også sterkt ved tildeling av konsesjoner²¹. Dette resulterer i et konkurransefortrinn med en viss varighet.

Videre er det viktig å bemerke seg deres operasjoner I Irak, hvor enkelte spekulerer I gyldigheten til kontraktene i Nord-Irak. Noen mener at DNO vil i verste fall kunne bli kastet ut av Irak, noe som har bidratt til en del negativ omtale i media. Det kan være vanskelig å si noe om hvor store ringvirkninger dette kan resultere i, men sannsynligvis spiller dette en mindre viktig rolle.

Ressurs	S	V	I	M	A	Vurdering
Finansielle	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Fysiske	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Organisatoriske	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Fortinn med viss varighet
Omdømme	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig konkurranse fortrinn

Tabell 1 – SVIMA modell

²¹ Offshore.no

5.4 Oppsummering av intern ressursbasert analyse

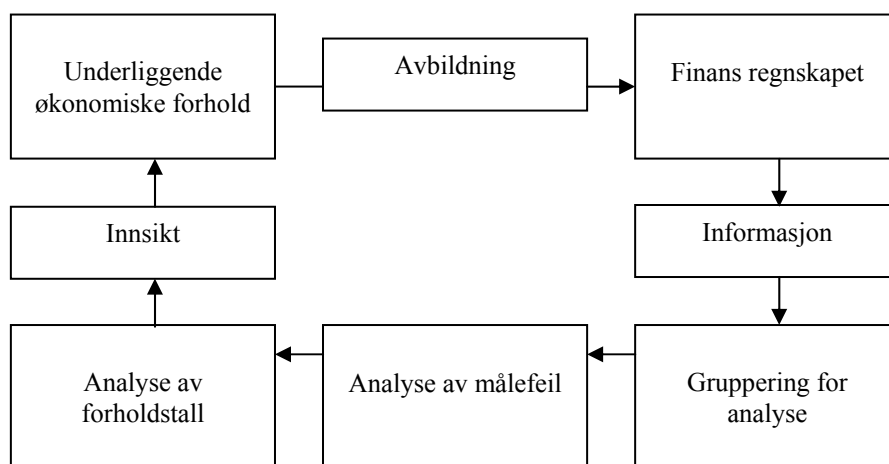
Etter den interne analysen kan man hevde at de viktigste ressursene til DNO som i fremtiden kan gi dem konkurransemessige fortrinn av en viss varighet er, kompetanse, organisatorisk kapital og omdømme.

Her er det viktig at DNO er klar over disse fordelene, og prøver å ivareta disse ressursene på en slik måte at de forblir varige i fremtiden.

6. REGNSKAPSANALYSE AV DNO ASA

Regnskapsanalysen er et av trinnene i den fundamentale verdsettelsen av DNO. I dette kapitlet vil jeg analysere finansregnskapet til selskapet for å danne meg et bilde av selskapets underliggende økonomiske tilstand.

Regnskapsanalyse kjennetegnes som en kvantitativ analyseteknikk, som innebærer at man benytter matematiske teknikker, forståelse av regnskapsregler og kjennskap til forretningsstrategi til å få innsikt i et selskaps økonomi. Innsikten i selskapets økonomiske historie benyttes videre til å predikere fremtiden. Hensikten med regnskapsanalysen er å klargjøre og avdekke økonomiske forhold.



Figur 8 – Figuren viser rammeverket til regnskapsanalysen

Regnskapsanalysen tar utgangspunkt i regnskapstallene som offentliggjøres i års og kvartalsrapporter. Før oppbygningen av analysemodellen begynner er det viktig å fastsette hvilket perspektiv og hvilken analyseperiode man ønsker å ta utgangspunkt i. Deretter omgrupperes tallene fra finansregnskapet for å gjøre tallene så klare som mulig for regnskapsanalysen. Dersom det er mistanke om målefeil i finansregnskapet vil disse bli justert. Til slutt presenteres det endelig omgrupperte finansregnskapet.

Hvilke justeringer og omgrupperinger som foretas, avhenger av hva analysen skal brukes til og hvilke interessenter som skal benytte seg av informasjonen. Ulike interessenter kan være innskytere av kapital som långivere og investorer, skattemyndigheter, leverandører, kunder, ansatte, media og finansanalytikere. I

hovedsak har man to bruksområder, hvorav det første er bruk av analysen til å foreta beslutninger knyttet til for eksempel oppkjøp, investeringer, og salg. Det andre bruksområdet er som kontrollredskap for eksisterende eller potensielle kreditorer, samt intern kostnads- og eierkontroll.

I denne oppgaven er imidlertid målet å komme frem til en verdivurdering av kapitalen til DNO fra en egenkapitalinvestors ståsted. Dermed blir fokuset på verdiskapningen og verdiutdelingen i selskapet viktig. Videre vil virkelige verdier være mer relevante enn eventuell historisk kost. I den grad det er nødvendig vil regnskapstallene bli omarbeidet og justert, for å få bedre oversikt over selskapets drift og underliggende økonomiske forhold

6.1 Klargjøring til regnskapsanalyse

Før man starter med omarbeidelse av regnskapene må man foreta noen vurderinger knyttet til valg av analysenivå, analyseperiode og valg av komparativ bransje eller benchmark. I dette kappitlet vil tall fra 2004 og 2005 være basert på IFRS-standarden, mens årsregnskap fra tidligere år vil være utarbeidet etter NGAAP29. Der det er naturlig blir det tatt hensyn til ulikheter i IFRS og NGAAP.

6.1.1 Analysenivå

I selskaper som opererer innen flere ulike forretningsområder, vil det være mest ideelt å analysere hvert enkelt forretningsområde uavhengig av de andre. Videre ville det vært naturlig med en ytterligere inndeling basert på geografiske områder. Som kjent opererer DNO innen tre forskjellige geografiske forretningsområder, men selskapets regnskaper gjenspeiler imidlertid i liten grad detaljer knyttet til inndeling i disse fire områdene, og spesielt tidligere års regnskaper har en annen inndeling. I årsrapportene finnes det oversikt over hvilke markeder driftsinntektene stammer fra, men ikke relaterte kostnader samt andre ønskelige detaljer knyttet til dagens eksisterende forretningsområder. I denne oppgaven er det derfor valgt et analysenivå hvor DNO sees på som et selskap med ett enkelt forretningsområde.

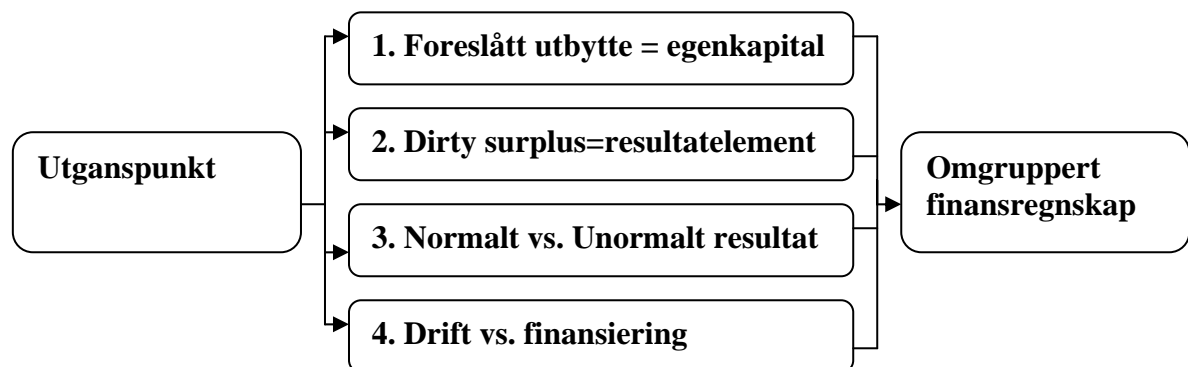
6.1.2 Analyseperiode

Valg av analyseperiode vil i stor grad avhenge av i hvilken grad virksomheten har vært stabil over tid. En stabil virksomhet vil ha en lengre analyseperiode, gjerne 10 år, mens mer ustabile selskaper vil ha kortere horisont, gjerne 4 år. DNO som selskap har

en lang historie bak seg, og således kunne man benyttet en lengre tidshorisont. Forhold som taler for en kortere horisont er imidlertid at selskapet har foretatt en rekke oppkjøp av andre selskaper for å styrke sin posisjon de siste årene, noe som medfører at de eldste tallene i analysen ikke er representative for dagens virksomhet. Som en avveining blir derfor en mellomlang analyseperiode på fem år fra 2001 til 2005 valgt.

6.2 Omgruppering for investororientert analyse

Etttersom det i oppgaven skal foretaes en investororientert analyse, vil regnskapstallene bli omgruppert fra deres opprinnelige kreditororienterte form. Omgrupperingen sørger for å få frem et klarere skille mellom drift og finansiering, og mellom normale og unormale poster, men de offentliggjorte regnskapstallene blir ikke endret. Dermed blir man i bedre stand til å måle rentabiliteten til egenkapitalen og risiko i tilknytning til denne.



Figur 9 - Figuren viser de fire stegene i omgrupperingen.

6.2.1 Omgruppering av avsatt utbytte

Fra en investors perspektiv er avsatt utbytte å regne som egenkapital som utbetales til eierne, og ikke kortsiktig rentefri gjeld som det er oppført under i balansen. Når avsatt utbytte blir regnskapsført som egenkapital, blir egenkapitalen redusert med det betalte utbytte når utbetalingen foretas.

Avsatt utbytte er trekt fra kortsiktig gjeld og lagt til egenkapitalen i stedet. Dette på grunn av at jeg ved å ha valgt et investororientert perspektiv medfører et eiersyn, og eierne kan da ikke ha gjeld til seg selv.

DNO (tall i mill. kr)	2001	2002	2003	2004	2005
IB egenkapital	796,7	941,6	901,9	923,5	585,3
+ Årsresultat	134,1	-64,6	134,0	202,1	113,3
+ Omgjøring av lån	0,3				
+ Oppkjøp av egne aksjer	-12,8	-0,7	-3,1	-533,8	-550,7
+ Salg av egne aksjer				499,1	1636,0
+ Opsjoner tilsatt	23,4				
+ Omregningsforskjeller	-0,1	-11,6	-84,8	1,1	-279,3
+ Utstedelse av aksjer		48,8	34,3	7,5	
+ Endring i regnskapsprinsipp		-11,6	-3,3		249,9
+ Betalt utbytte			-55,5	-514,3	-570,0
+ Derivater					-197,3
= UB egenkapital	941,6	901,9	923,5	585,3	987,1
= Endring i egenkapital	144,9	-39,7	21,5	-338,2	382,9

Tabell 2: Tabellen viser endringer i EK og man har omgruppert avsatt utbytte til EK

6.2.2 "Dirty surplus" – føring direkte mot egenkapital

I utgangspunktet endrer egenkapital seg gjennom opptjening av nettoresultatet, eller kapitalendring i form av netto betalt utbytte. I noen tilfeller vil man imidlertid foreta føring direkte mot egenkapitalen, uten at dette reflekteres i årsresultatet. Slik direkte føring omtales som "dirty surplus".

"Dirty surplus" et brudd på regnskapslovens kongruensprinsipp om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og inngå i årsresultatet. Men det er noen unntak hvor det er lov å føre direkte mot egenkapitalen. Endring av regnskapsprinsipp fra et regnskapsår til et annet og korrigeringer av feil i tidligere årsregnskap, er eksempler på dette.

Fullstendig nettoresultat = rapportert nettoresultat + dirty surplus

6.2.3 Normalt kontra unormalt resultat

Her skal jeg skille mellom normalt og unormalt resultat, hvor skattekostnaden vil bli fordelt på disse to. Unormale poster kjennetegnes som engangsposter som kun

påvirker finansregnskapet i en eller noen få perioder, og er således ikke relevant ved utarbeidelse av fremtidige regnskaper. Engangsposter kan blant annet være ”dirty surplus”, engangsnedskrivninger, restruktureringskostnader og finansielle gevinster eller tap. I tillegg kan engangsgevinst eller - tap ved salg av en eiendel regnes som unormal. Ved utarbeidelse av fremtidsregnskap blir det tatt utgangspunkt i de normale, permanente postene, som forventes å komme tilbake år etter år.

Her har jeg prøvd å skille mellom de postene som er relevante for videre budsjettering og fremskriving (normale poster – som kommer igjen år for år), og de som ikke er relevante (unormale poster – som inntreffer en - eller et fåtall ganger over analyseperioden). Unormale poster kan blant annet være; ”dirty surplus”, engangsvinning/-tap ved salg av en eiendel eller ekstraordinære poster.

Utrekning av driftsskattesats

Når man skal fordele skattekostnaden på det normale og unormale resultatet, og på driftsresultatet og finanspostene, er første steg å finne en driftsrelatert skattesats. En legger til grunn at skattesatsen på finansinntekter og finanskostnader er 28 prosent. Skattesatsen på driftsresultatet og det unormale resultatet kan derimot avvike fra dette. Formelen er:

$$SK - 0,28*(FR + UR)$$

DNO (tall i mill. kr)	2001	2002	2003	2004	2005
Skattekostnad	173,6	364,1	568,5	624,5	752,8
Normalt + Unormalt finansresultat	-59,0	-228,9	-52,8	-88,1	142,3
Normalt + Unormalt driftsresultat	366,8	523,8	755,3	914,7	704,0
Driftsskattesats	0,52	0,81	0,77	0,71	1,1

Tabell 4 - Tabellen viser utregning av driftsskattesats

Ved å finne gjennomsnittet til driftsskattesatsen, kommer jeg frem til 0,765. Dette virker fornuftig da særskatten for petroleumsutvinning er 78%.

Netto finansinntekt og netto finanskostnad

Denne posten er en samlepost der finansinntektene er trekt ifra finanskostnadene. I det omgrupperte resultatet ønsker jeg å presentere postene hver for seg, og jeg har funnet

disse i notene til årsrapporten. Skattesatsen som er blitt brukt, er som tidligere nevnt 28%.

Netto finansinntekt & finanskostnad	2001	2002	2003	2004	2005
Finansinntekt	42,5	67,4	33,0	21,0	67,5
- 28% skatt	11,9	18,9	9,2	5,9	18,9
= Netto finansinntekt	30,6	48,6	23,8	15,1	48,6
Finanskostnad	68,1	111,3	72,9	116,2	-61,2
- 28% skatt	19,1	31,2	20,4	32,5	-17,1
= Netto finanskostnad	49,1	80,2	52,5	83,7	-44,1

Tabell 5 - Utregning av netto finansinntekt og netto finanskostnad

6.2.4 Drift versus finansiering

For å kunne kartlegge avkastningen til driften og kostnaden til finansieringen, vil det være ønskelig å få frem et klart skille mellom driftsinvestering og finansielle investeringer. Jeg har derfor foretatt en omgruppering av balansen til selskapet, slik at det blir fokusert på drifts- og finansiell kapital, i stedet for det opprinnelige fokuset på likviditet alene.

6.3 Omgruppert resultat

Nå er jeg klar til å sette opp det omgrupperte resultatet. Som det fremkommer av tabellen nedenfor, ser vi at resultatet er delt inn i et normalt og unormalt resultat, og at det er splittet opp i drift og finansiering.

DNO (tall i mill. kr)	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter	1157,6	1685,1	2007,5	1308,3	1790,5
- Forskning og utvikling	9,7	93,0	55,6	95,5	106,3
- Lete og borekostnader	0	21,1	37,9	130,8	439,5
- Produksjons- og transportkostnader	476,2	489,6	719,0	275,2	286,7
- Ordinære avskrivninger	228,7	343,8	310,5	176,9	176,9
- Fjerningskostnader	18,4	18,2	16,5	5,3	7,0
- Lønn- og lønnsrelaterte kostnader	27,1	35,5	41,6	20,9	21,6
- Andre driftskostnader	49,5	84,9	34,1	43,0	43,0
- Tap på fordringer	1,0	13,0	25,3	5,4	5,4
= Sum driftskostnader	810,7	1099,2	1240,5	753,1	1086,5
> Driftsresultat fra egen virksomhet	346,9	585,8	767,0	555,3	704,0

- Driftsrelatert skattekostnad	179,8	474,8	592,2	393,9	712,9
- Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	-33,4	-191,7	-25,6	15,6	15,6
= Netto driftsresultat	133,7	-80,7	149,1	176,8	6,7
+ Finansinntekter	30,6	48,6	23,8	15,1	48,6
= Netto resultat til sysselsatt kapital	164,3	-32,1	172,8	191,9	55,3
- Finanskostnad	49,1	80,2	53,5	83,7	-44,1
= Nettoresultat til EK	115,3	-112,3	120,4	108,6	99,3
+ Unormalt netto driftsresultat	18,8	36,0	-71,1	95,0	-285,1
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til EK	134,0	-72,9	49,2	203,3	-185,7
- Netto betalt utbytte	-10,9	-33,2	24,3	467,0	-515,2
= Endring i EK	144,9	-43,0	24,9	-263,7	329,4

Tabell 6 - Tabellen viser omgruppert resultat.

<i>DNO (tall i mill. kr)</i>	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsrelaterte anleggsmidler	1521,5	1521,5	1856,0	418,2	1064,2
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	440,6	345,8	389,9	27,6	140,9
= Anleggsmidler	1080,9	1175,6	1466,0	390,6	923,3
Driftsrelaterte omløpsmidler	183,5	180,1	235,5	103,2	598,9
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	319,9	232,4	349,1	85,5	353,2
= Driftsrelatert arbeidskapital	-136,4	-52,3	-113,6	17,6	245,7
= Driftseiendeler	944,5	1123,3	1352,5	408,2	1169,0
+ Finansielle anleggsmidler	484,6	255,9	260,0	73,1	235,2
+ Finansielle omløpsmidler	163,7	83,7	137,7	747,8	1081,5
= Finansielle eiendeler	648,3	339,7	397,8	821,0	1316,7
= Eiendeler	1592,8	1463,0	1750,3	1229,2	2485,7

Tabell 7 - Tabellen viser omgruppert balanse med fokus på eiendeler

<i>DNO (tall i mill. kr)</i>	2001	2002	2003	2004	2005
Egenkapital	941,7	898,6	923,5	659,7	989,2
Minoritetsinteresser		3,3			
Langsiktig finansiell gjeld	651,1	561,1	781,8	469,5	1396,5
- Finansielle anleggsmidler	484,6	255,9	260,0	73,1	235,2
= Langsiktig finansiell gjeld	166,5	305,1	521,7	396,3	1161,3
Kortsiktig finansiell gjeld			45,0	100,0	100,0
- Finansielle omløpsmidler	163,7	83,7	137,7	747,8	1081,5
= Kortsiktig finansiell gjeld	-163,6	-83,7	-92,7	-647,8	-981,5
> Finansiell gjeld	2,8	221,4	428,9	-251,5	179,8
> Egenkapital og gjeld	944,5	1123,3	1352,5	408,2	1169,0

Tabell 8 - Tabellen viser omgruppert balanse med fokus på EK

6.4 Analyse og justering av målefeil

Som børsnotert selskap er DNO forpliktet til å følge hovedreglene i regnskapsloven, og fra 2005 også IFRS reglene. Regnskapet skal således være satt opp i samsvar med regnskapsloven, grunnleggende regnskapsprinsipper og forutsetninger om fortsatt drift.

Regnskapsføring skjer hovedsakelig etter transaksjonsbasert historiske kostnader, noe som medfører at de fleste balanseposter ikke gjenspeiler de virkelige verdiene.

Justering av målefeil kan være en måte å få et bedre bilde av underliggende økonomiske forhold, men samtidig kan det også medføre ekstra ”støy” i analysegrunnlaget.

De tre hovedtypene av målefeil er; avvik mellom korrekt historisk kost og verdibasert regnskapsføring, avvik mellom god regnskapskikk og korrekt historisk kost, samt målefeil på grunn av kreativ regnskapsføring. Anvendelse av kreativ regnskapsføring anses som lite sannsynlig for DNO sin del, ettersom selskapet er en seriøs aktør som følges tett av mange interessenter. Justeringer blir derfor ikke aktuelle her. DNO er heller ikke i en situasjon hvor kortsiktig sminking av regnskapene, for eksempel i forbindelse med en børsintroduksjon eller emisjon, er sannsynlig.

En mulig justering i DNO sitt tilfelle kunne vært å balanseføre deler av FoU kostnadene, som hittil i sin helhet er blitt kostnadsført direkte. Som ekstern analytiker har man imidlertid dårligere informasjon enn selskapet selv, og justering av målefeil vil kunne føre til ekstra støy uten å gi noen bedre estimater, så i den videre analyse velges det å ikke foreta noen justeringer. Ved utarbeidelse av for eksempel avkastningskrav, blir det tatt utgangspunkt i virkelig verdi av egenkapitalen ved vekting, og dermed blir problemet med bokførte verdier ytterligere redusert. Videre forutsettes det at gjeldsposter er ført til virkelig verdi i finansregnskapet.

7. ANALYSE AV RISIKO

Totalrisiko består av to komponenter – både systematisk og usystematisk risiko. I et perfekt kapitalmarked kan den usystematiske risikoen elimineres ved å spre investeringer utover flere selskaper. Da reduseres totalrisikoen til porteføljen og den konvergerer mot den systematiske risikoen etter hvert som antall verdipapirer i porteføljen øker, det vil si risikoen til markedsporteføljen.

I tilfeller der kapitalmarkedet ikke er perfekt, og full diversifisering er vanskelig, vil de selskapsspesifikke risikoen ha en innvirkning på avkastningskravet.²²

I fortsettelsen vil jeg analysere den selskapsspesifikke risikoen i to steg, først gjennomføre en analyse av den kortsiktige risikoen – en likviditetsanalyse – og deretter gjennomføre en analyse av den langsiktige risikoen – en soliditetsanalyse.

7.1 Likviditetsanalyse

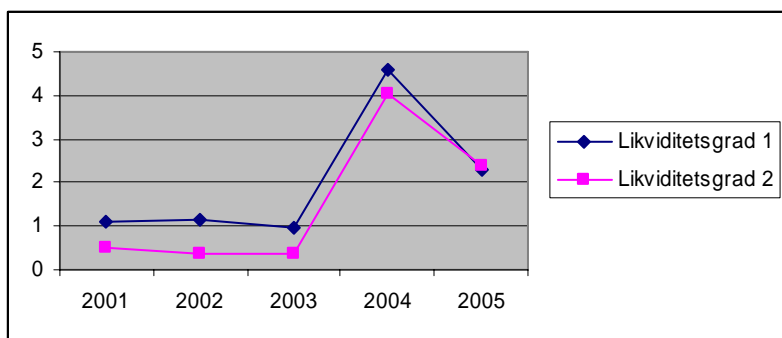
Den kortsiktige risikoen analyseres gjennom likviditetsanalysen. Målet er å undersøke om virksomheten har nok likvide midler til å dekke de krav etter hvert som de forfaller. Likviditetsanalysen skal også klargjøre om det er sannsynlig at selskapet kan risikere å gå konkurs på grunn av manglende likviditet på kort sikt.

Følgende formler for likviditetsanalyse:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{(Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld)}}$$

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{(Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld)}}$$

²² Penman (2004)



Figur 10 – Figuren viser utviklingen av likviditetsgrad 1 & 2

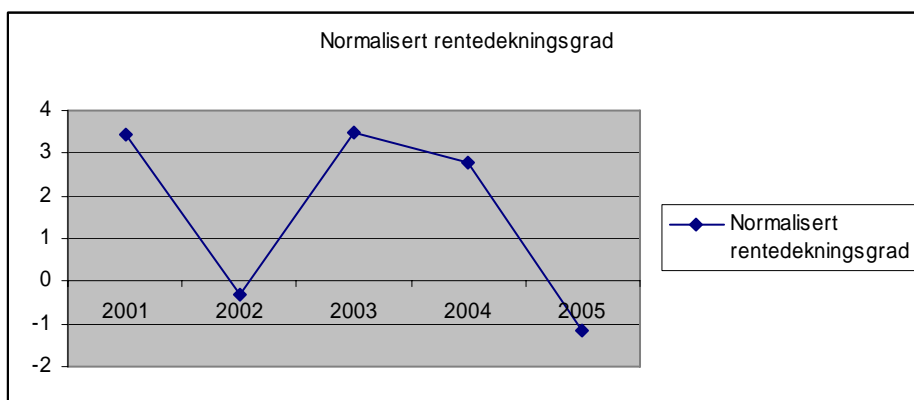
Av diagrammet over ser vi at likviditetsgrad 1 har hatt en meget positiv utvikling. Mye tyder på at det er salget av Heather feltet som er årsaken til det kraftige økningen ifra 2003. Videre ser vi at graden reduseres litt frem mot 2005, noe som tyder på at selskapet har foretatt flere investeringer den siste tiden, og derfor tatt opp lån til driften av selskapet. Til sammenlikning var bransjgjennomsnittet 1,2.

Når det gjelder likviditetsgrad 2, ser vi at også denne har hatt en meget positiv utvikling. Bransjgjennomsnittet i samme periode var på 0,2, slik at likviditetsgrad 2 er meget solid.

7.2 Rentedeckningsgrad

Normalisert rentedeckningsgrad er nettoresultat til sysselsatt kapital dividert med netto finanskostnad. Denne viser om selskapet er godt rustet til å betjene rentene etter hvert som de påløper.

Rentedeckningsgrad = Nettoresultat til sysselsatt kapital/Netto finanskostnad.



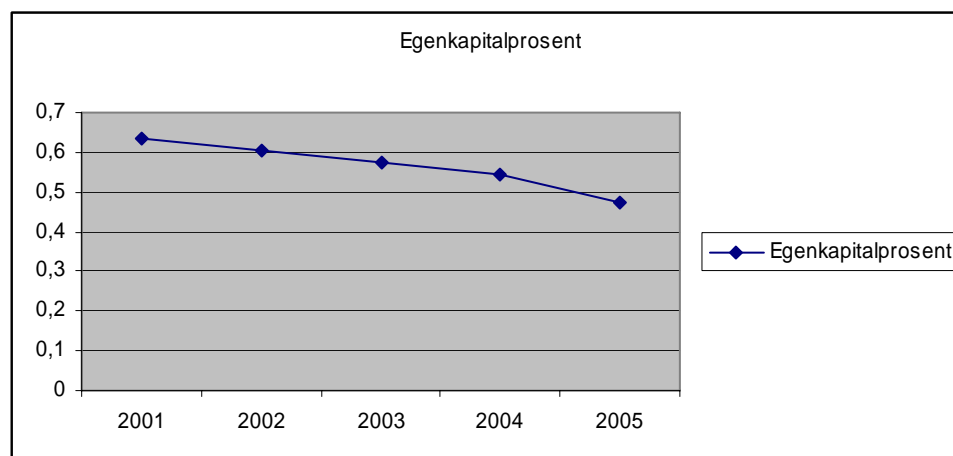
Figur 11 – Normalisert rentedeckningsgrad

Av diagrammet over ser vi at den normaliserte rentedekningsgraden har vært meget ustabil i perioden 2001-2005. I samme periode var bransje gjennomsnittet på 9, noe som er vesentlig forskjellig ifra DNO. Hovedgrunnen til at grafen er såpass ustabil kan være endringer av strategier innad i selskapet, samtidig som omsetningen har vært meget varierende i samme periode.

7.3 Soliditetsanalyse

Analysen av soliditet skal kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå imot tap i fremtiden.

Egenkapitalprosenten = (Egenkapital + Minoritetsinteresser)/Totalkapital



Figur 12 - Egenkapitalprosenten i perioden 2001-2005

Jeg har valgt å sammenlikne egenkapitalprosenten med sysselsatt kapital. Vi ser at egenkapitalprosenten har blitt redusert de siste årene. Selv om egenkapitalen til selskapet har økt de siste årene, delvis pga salget av Heather-feltet, synker egenkapitalprosenten. Dette tyder på at selskapet har økt gjelden sin relativt større enn veksten i egenkapitalen.

7.4 Syntetisk rating

Kredittrating utføres av selskaper som har spesialisert seg på kredittvurderinger. De mest kjente av disse er Standard & Poor's²³. Disse selskapene benytter seg av likviditetsanalyser, soliditetsanalyser og en rekke andre vurderinger når de rater et selskap.

De mest kredittverdige selskapenes rates AAA (trippel-A), og deretter følger, AA, A, BBB, B, CCC, CC, C og D. Rating fra AAA til BBB, kalles "investment grade", mens rating dårligere enn BBB omtales som "Junk Bonds".

	2001	2002	2003	2004	2005
Likviditetsgrad I	1,0852	1,1351	0,9470	4,5860	2,2922
Rentedekningsgrad	3,422	-0,2955	3,5041	2,7839	-1,1341
Egenkapitalprosent	0,6358	0,60632	0,57306	0,54510	0,47401

Syntetisk rating	2001	2002	2003	2004	2005
Likviditetsgrad I	BB	BB	B	A	BBB
Rentedekningsgrad	BBB	C	A	BB	C
Egenkapitalprosent	B	B	B	B	C
Snitt	BB	B	BBB	A	B

Tabell 9 - Syntetisk rating basert på ulike forholdstall

I tabellen over har jeg ratet DNO ved å se nøye på de tre forholdstallene som er listet opp. Hvert år har jeg gitt forholdstallene en karakter, og snittet av disse gir en samlet rating for hvert år. Senere har jeg vektet disse årsratingene, med mest vekt på de siste to årene, og ender opp med et snitt som er representativt for DNO.

Den informasjonen som analysen beskrevet over gir oss, er at DNO nå befinner seg i en situasjon der hvor sannsynligheten for konkurs er relativ liten. Når konkurrisikoen er såpass liten som hos DNO, vil det også gi en lav kredittrisikofaktor.

²³ www.standardandpoors.com

8. HISTORISK AVKASTNINGSKRAV

For å kunne måle hvorvidt rentabiliteten til DNO er god, trengs det et avkastningskrav å se rentabiliteten i forhold til, og det samme gjelder underliggende internrente.

Dersom rentabiliteten overgår avkastningskravet genererer selskapet superprofitt, det vil si mer avkastning enn hva investorene krever.

8.1.1 Avkastningskravet til egenkapitalen:

Utgangspunktet for å finne avkastningskravet til egenkapitalen, er kapitalverdimodellen, CAPM²⁴. CAPM ble først tatt i bruk på 1960-tallet, og ble først utviklet av William Sharpe, John Lintner og Jan Mossin på 60-tallet.

Ved hjelp av CAPM regnes egenkapitalkravet ut på følgende måte:

$$r_{ek} = r_e = r_f + \beta_e \cdot (E(r_m) - r_f) \quad ^{25}$$

8.1.2 Risikofri rente, r_f

Ulike verdipapirer kan brukes i bestemmelsen av den risikofrie renten, bl.a. rente på statscertifikater, lange og mellomlange statsobligasjoner. Det er uheldig å benytte en kort rente i fastsettelsen av avkastningskravet når det skal brukes i verdsettelse fordi man ønsker størst mulig stabilitet i avkastningskravet. Her vil jeg derfor benytte meg av en 3 mnd NIBOR etter skatt²⁶.

NIBOR er den renten som bankene tilbyr til hverandre. I og med at NIBOR renten ikke er helt risikofri, trekkes det i fra en risikopremie, og jeg velger å sette denne lik 10%. I tabellen nedenfor viser jeg hvordan jeg har kommet frem til en risikofri rente etter skatt basert på NIBOR renten.

²⁴ Capital Asset Value Model

²⁵ r_f = risikofri rente, $E(r_m)$ = forventet markedsavkastning, β = mål på systematisk risiko. Det vil si hvor mye en aksje svinger i takt med markedet, der markedsporteføljen har en $\beta = 1$, og $\beta = 0$ til en risikofri plassering. Dersom et selskap har en β høyere enn 1, betyr dette at selskapets aksjer er mer risikable enn markedet. β verdi under 1, betyr at selskapets aksjer er mindre risikable enn markedet.

²⁶ Hentet fra statistikk på www.norges-bank.no

Risikofri rente	2001	2002	2003	2004	2005
NIBOR-rente 3 mnd	0,072	0,069	0,041	0,020	0,022
- Risikotillegg	0,007	0,007	0,004	0,002	0,002
= Risikofri rente før skatt	0,065	0,062	0,037	0,018	0,020
- 28% skatt	0,018	0,017	0,010	0,005	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,047	0,045	0,026	0,013	0,014

Tabell 10 – Risikofri rente etter skatt

8.1.3 Betaverdien

Betaverdien måler i hvilken grad markedsavkastningen og selskapets avkastning samvarierer, og måler dermed systematisk risiko, det vil si den risikoen som ikke kan diversifiseres bort.

En virksomhets historiske beta kan estimeres med bakgrunn i historiske kursdata for aksjen og en relevant markedsportefølje. Jeg har valgt å benytte Oslo Børs hovedindeks (OSEBX) for å bestemme betaverdien til selskapet, og jeg har kommet frem til en betaverdi på 1,104.

Asymmetrisk informasjon eller annen risiko knyttet til et selskap kan medføre en viss grad av markedssvikt i kapitalmarkedene. For å ta hensyn til slik markedsvikt beregnes gjerne en likviditetspremie på 0-5 %. DNO er imidlertid et relativ likvid børsnotert selskap, så derfor benyttes en likviditetspremie på 0.

Tabellen viser en oppsummering av alle kravene til de ulike kapitalene²⁷.

Avkastningskrav	2001	2002	2003	2004	2005
Egenkapitalkrav, ekk	0,11	0,083	0,087	0,095	0,103
Netto driftskrav, ndk	0,099	0,083	0,067	0,065	0,078
Netto finansielt gjeldskrav nfgk	0,064	0,058	0,039	0,024	0,034
Finansielt gjeldskrav fgk	0,055	0,052	0,034	0,021	0,029
Finansielt eiendelskrav fek	0,038	0,037	0,022	0,015	0,021

Tabell 10 - Tabellen viser krav til de ulike kapitaler over analyseperioden

²⁷ fek = kontantkrav · kontantvekt + finansielt fordringskrav · finansiell fordringsvekt + investeringskrav · investeringsvekt fgk = risikofri rente (etter skatt) + premie for systematisk risiko + premie for kredittrisiko. ndk = egenkapitalkrav · (EK/NDK) · (MI/NDK) + netto finansiell gjeldskrav · (NFG/NDK), hvor EK = egenkapital, NDK = netto driftskapital, NFG = netto finansiell gjeld nfgk = fgk · (FG/NFG) – fek · (FE/NFG) mik = ekk + likviditetspremie

9. ANALYSE AV LØNNSOMHET

Jeg vil her kartlegge hvor lønnsom DNO har vært historisk sett, da i forhold til krav og bransje. Hovedsakelig vil jeg se på egenkapitalrentabiliteten, og dekomponering av denne rentabiliteten, for på den måten å finne de underliggende kildene til lønnsomhet.

Rentabiliteten viser hvor mye avkastning man får for hver krone investert. Rentabilitetstall gjør det mulig å kartlegge en bedrifts lønnsomhet over tid, samt sammenligne avkastning med andre selskaper.

Normalisert nettoresultat til kapitalen

Hovedfokus i lønnsomhetsanalysen vil være på egenkapitalrentabiliteten (ekr), og dermed den avkastningen eierne får for sin investering i selskapet. Deretter vil egenkapitalrentabiliteten dekomponeres for å kunne analysere de underliggende kildene til rentabilitet.²⁸

9.1 Egenkapitalrentabilitet

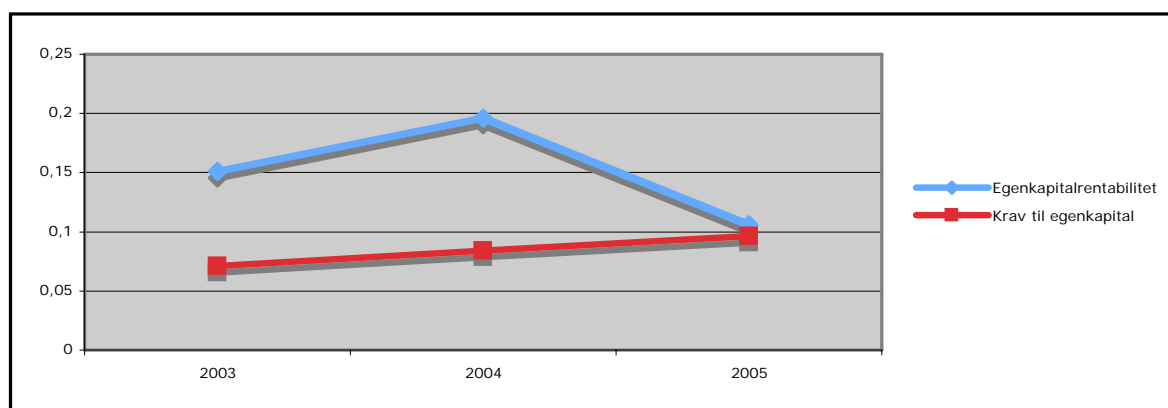
Egenkapitalrentabiliteten viser eiernes avkastning til egenkapitalen, og den bør sammenlignes mot egenkapitalkravet og mot bransjen.

Rentabilitetstallene beregnes etter følgende formel:

$$EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2$$

Jeg har her valgt å fokusere på årene fra 2003-2005, fordi jeg mener det er disse årene som vil gi det mest korrekte bildet av den økonomiske situasjonen i DNO for øyeblikket. Årene før var stabile, med lite variasjon.

²⁸ Penman (2004).



Figur 13 – Egenkapitalrentabiliteten og krav til egenkapital i perioden 2003-2005.

Av diagrammet ovenfor ser vi at egenkapitalrentabiliteten var større enn avkastningskravet i årene 2003-2005, noe som betyr at investorene i selskapet, vil oppnå en høyere avkastning enn hva de opprinnelig krever. Videre ser vi at superrentabiliteten blir redusert i 2005, og årsaker til dette kan være fordi DNO var inne i en tid med omstilling og nye investeringer.

8.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

For å få en dypere innsikt i de underliggende kildene til egenkapitalrentabiliteten til DNO, vil jeg derfor foreta en dekomponering. Her benyttes dekomponering i forhold til netto driftsrentabilitet. Dette på grunn av at jeg da får et klart skille mellom drift og finansiering, noe som da gjør det enkelt å finne ut hvor mye driften kaster av seg, og hvor mye finansieringen koster.

Egenkapitalrentabiliteten vil bli delt opp i tre forskjellige komponenter, og disse er netto driftsrentabilitet, netto finansiell giring, og minoritetsinteresser. Ut ifra tabellen nedenfor, ser vi at DNO ikke har særlig med minoritetsinteresser i den aktuelle perioden.

	2003	2004	2005	Snitt	Krav	Bransje
Netto driftsrentabilitet, ndr	0,127	0,253	0,021	0,135	0,087	0,135
Netto finansiell giring, nfg	0,017	-0,061	0,125	0,027		0,058
Minoritetsinteresser, mi	-	-	-	-	-	-0,002
Egenkapitalrentabilitet	0,144	0,192	0,146	0,161	0,087	0,195

Tabell 11 – Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Ut ifra tabellen ser vi at netto gjennomsnittet av driftsrentabiliteten ligger over netto driftskrav, noe som indikerer at DNO er lønnsom. Videre ser vi en god utvikling i rentabiliteten fra 2003 til 2004, men falt litt tilbake i 2005

Dersom vi sammenligner med bransjen, oppnår selskapet en like høy avkastning på netto driftseiendeler som bransjegjennomsnittet. Dette er bra, og viktig for å være konkurransedyktige.

8.2.1 Netto driftsrentabilitet

Driftsrentabilitet forteller hvor mye avkastning selskapet genererte for hver krone driftskapital, og generelt sett er det denne komponenten som har den sentrale rollen i utviklingen av egenkapitalrentabiliteten. Derfor skal vi se litt nærmere på den. Netto driftsrentabilitet kan splittes videre opp i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Netto driftsmargin viser hvor mye virksomheten sitter igjen med i netto driftsresultat for hver krone som ble omsatt, mens omløpet til netto driftseiendeler viser hvilken evne virksomheten har til å skape driftsinntekter per krone investert.²⁹

	2003	2004	2005	Snitt	Bransje
Dekomp.: ndm, netto driftsmargin	0,077	0,156	0,009	0,080	0,060
* Dekomp.: onde, netto driftseiendeler	1,695	1,605	2,000	1,768	1,832
= Netto driftsrentabilitet	0,136	0,266	0,002	0,135	0,135

Tabell 12 - Endringer i avkastningskarv på egenkapitalen

Av tabellen ser vi at DNO sin driftsmargin varierer noe voldsomt ifra 2003-2005. Vi ser også at snittet til DNO er det samme som bransjen, og grunnen til dette er fordi at DNO er en gjennomsnittlig høyere margin på driften sin, men et gjennomsnittlig lavere omløp på eiendelene.

8.2.2 Finansiell giring

I den dekomponerte egenkapitalrentabiliteten finnes det også påvirkning fra finansiell giring. Den finansielle giringen illustrerer hvorvidt gjeldsfinansieringen bidrar positivt eller negativt til egenkapitalrentabiliteten.

²⁹ Penman (2004)

	2003	2004	2005	Snitt
Netto driftsrentabilitet	0,136	0,267	0,002	
Netto finansiell gjeldsrente	0,075	0,048	0,287	
Netto finansiell gjeldsgrad	0,246	-0,324	-0,365	
Egenkapitalrentabilitet	0,151	0,196	0,106	0,151

Tabell 13 - Netto finansiell giring 2003-2005

I store deler av analyseperioden ligger de finansielle eiendelene høyere enn den finansielle gjelden, noe som fører til at netto finansiell gjeldsgrad ble negativ i 2004 og 2005. I 2003 ser vi at DNO får et positivt bidrag fra finansieringen siden netto driftsrentabilitet ligger over netto finansiell gjeldsrente, og DNO oppnår dermed en meravkastning ved å låne penger og plassere de i driften. I 2004 er bidraget negativt siden netto driftsrentabilitet ligger over gjeldsrenten, og gjeldsgraden er negativ. I dette året kunne man ha øket egenkapitalrentabiliteten ved å ha øket netto finansiell gjeldsgrad. I 2005 påvirker den finansielle giringen egenkapitalrentabiliteten positivt siden netto driftsrentabilitet ligger under gjeldsrenten, og gjeldsgraden er negativ.

8.3 Oppsummert analyse av lønnsomhet

Ved å regne ut gjennomsnittet av egenkapitalrentabiliteten de siste tre årene, får jeg et resultat på 15,1. Videre er det netto driftsrentabilitet som er den viktigste bidragsyteren. Ved å sammenlikne med bransjen ser man at DNO har en egenkapitalrentabilitet som er 5% lavere, og dette kan virke som et faresignal for DNO. Det kan virke som om selskapet har en eller annen ulempe i ressursbruken deres i forhold til andre selskaper i bransjen. Her er det viktig å merke seg at bransjen ellers består av store aktører, samtidig som DNO har vært igjennom en rekke omstillinger de siste årene.

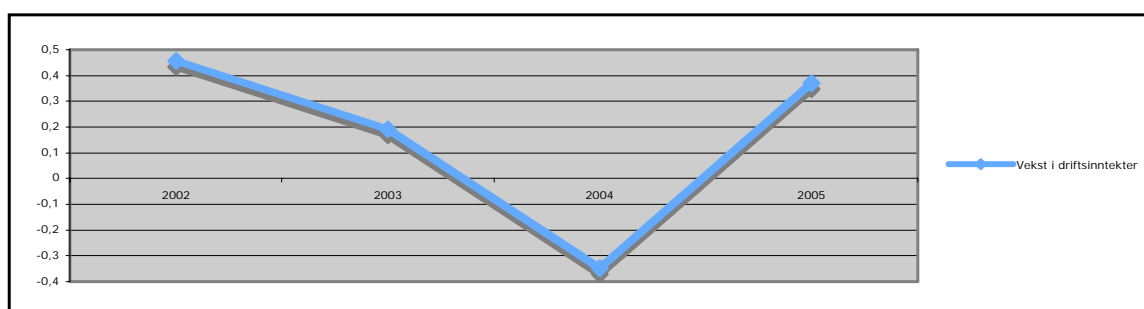
Jeg velger derfor å fremdeles hevde at DNO har konkurransemessige fortrinn av en viss varighet som vil avspeiles i fremtidsregnskapet. Ved en videre sammenlikning mellom egenkapitalkravet og bransje snittet ser man at bransjen oppnår en superrentabilitet på nesten 11 prosent, noe som er svært bra. Hovedgrunnen til at DNO har vært lønnsom de siste årene er fordi de opererer i en meget profitable

bransje, hvor prisen på olje holder seg svært høy. I hvilken grad bransjen vil generere superprofitt i fremtiden vil også være svært avhengig av prisen på olje.

9. ANALYSE AV VEKST

Jeg vil nå se litt nærmere på hvordan veksten har vært i DNO. Vekst i driftsinntekter, kostnader, omsetning, og resultatvekst vil alle gi et svar på hvordan utviklingen har vært for DNO.

Veksten er den prosentvise endringen i et regnskapstall over tid, og en analyse av denne veksten er viktig fordi vekst er en underliggende verdidriver ved fundamental verdsetting.



Figur 14 - Vekst i driftsinntekter

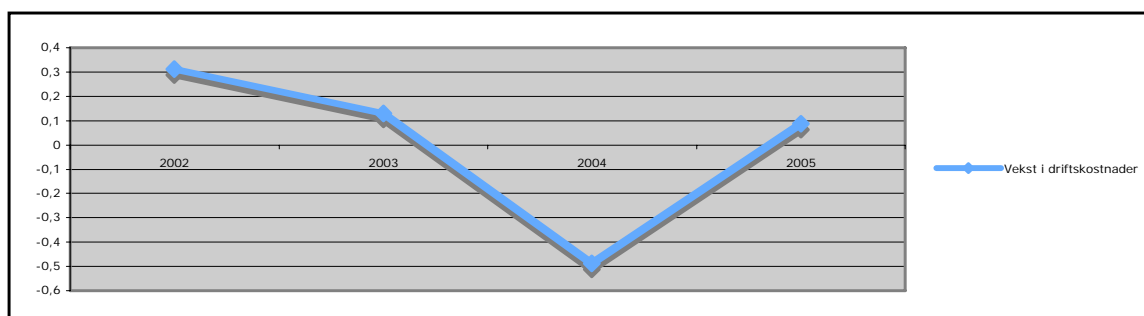
9.1 Vekst i driftsinntekter

DNO har i perioden mellom 2003-2005 hatt et snitt i driftsinntekstveksten på 17 prosent. Til sammenlikning hadde bransjen et snitt på 15 prosent. Dette virker fornuftig da vi vet at DNO er et meget lite selskap i forhold til de store aktørene i samme bransje.

Av diagrammet ser vi at DNO sine driftsinntekter har vært svært varierende de siste årene. I 2002 var veksten på hele 46 prosent, før den sank ned til 19 prosent i 2003. Som nevnt tidligere utførte DNO en rekke kortsiktige strategier i perioden 2003, noe som tydeligvis påvirket inntektsveksten. De siste årene har DNO opplevd en enorm

kursutvikling, delvis pga økt vekst i driftsinntektene, og vi ser at utviklingen har vært svært positiv ifra 2004-2005.

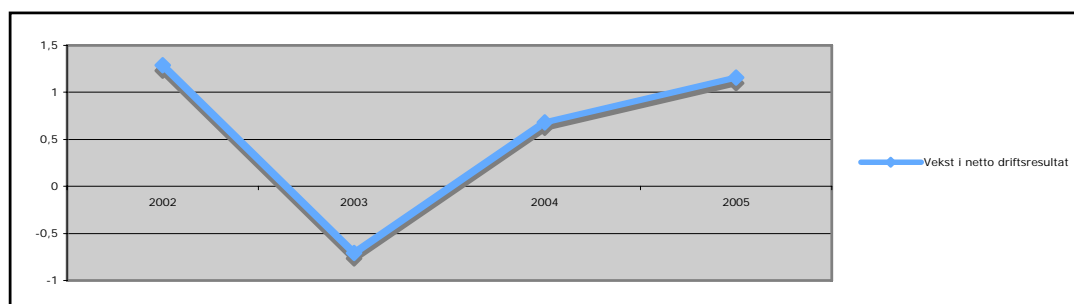
9.2 Vekst i driftskostnader



Figur 15 - Vekst i driftskostnader

DNO har i perioden mellom 2003-2005 hatt et snitt i vekst i driftskostnader på 2 prosent. Til sammenlikning hadde bransjen et snitt på 14 prosent. Veksten i driftskostnader har altså vært mye lavere enn veksten i driftsinntekter, samtidig som den også er mye lavere enn bransjesnittet. Dette er meget positivt, noe som indikerer at selskapet har blitt mer effektivt de siste årene.

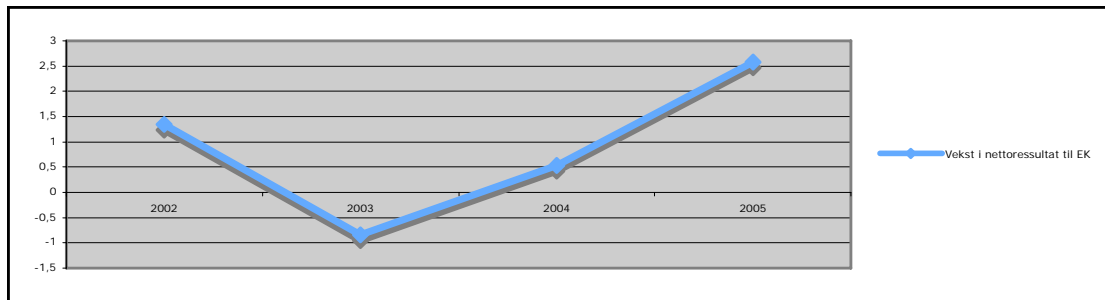
9.3 Vekst i netto driftsresultat



Figur 16 - Vekst i netto driftsresultat

DNO har i perioden mellom 2003-2005 hatt en snitt i veksten av netto driftsresultat på 60 prosent. Til sammenlikning hadde bransjen et snitt på 30 prosent. Selv om det er bra at DNO sitt snitt er høyere enn bransjen, ser vi ut ifra diagrammet over at denne størrelsen har til tider vært negativ, noe bidrar til et resultat uten mening. Det er dermed vanskelig å konkludere om dette er positivt eller negativt.

9.4 Vekst i nettoresultat til egenkapital

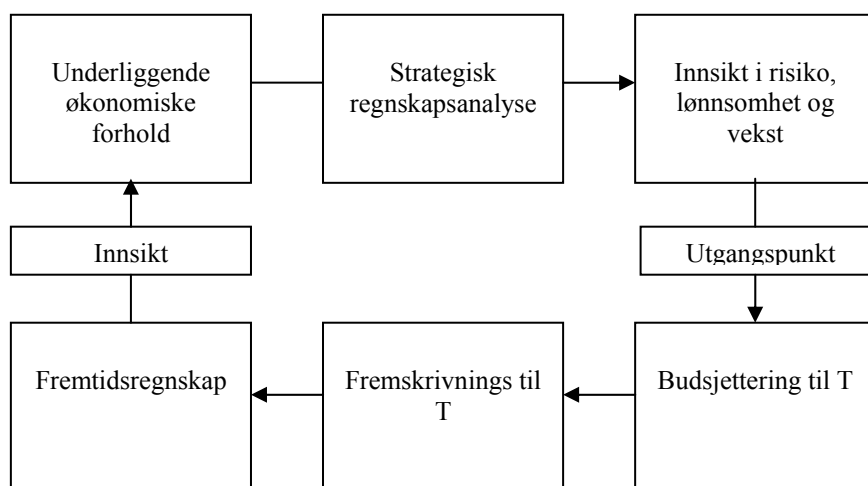


Figur 17 - Vekst i nettoresultat til egenkapital

Veksten i nettoresultat til egenkapitalen var i snitt 90 prosent for DNO, og til sammenlikning 16 prosent i bransjen. Vi ser også her at resultatet har til tider vært negativt, noe som bidrar til et resultat uten mening. Det er derfor også her vanskelig å konkludere om dette er positivt eller negativt.

10. BUDSJETTERING OG FREMSKRIVNING

Budsjettering og fremskrivning er et av trinnene i den fundamentale verdsettelsen, og rammeverket for dette presenteres her:



Figur 18 - Figuren viser rammeverk for fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet består av en budsjettperiode og en fremskrivingsperiode. Dette betyr at frem til budsjetthorisonten T vil jeg budsjettere utviklingen i de viktigste budsjettdriverne. Deretter vil de viktigste verdidriverne til DNO ble fremskrevet over horisonten (T+1), før jeg vil estimere avkastningskravene i budsjett- og fremskrivingsperioden.

10.1 Valg av budsjetthorisont

Før jeg går i gang med budsjetteringen må jeg bestemme en passende budsjetthorisont, T. Budsjetthorisonten er det året jeg går fra budsjettering til enkel fremskriving av budsjettdriverne, for å oppnå konstant rentabilitet, vekst og avkastningskrav. "Steady state" oppstår på det tidspunkt det er rimelig å tilnærme veksten med den langsiktige veksten i økonomien generelt. Samtidig må bedriften ha en konstant avkastning på investert og ny kapital.

DNO som selskap befinner seg i en moden fase i livssyklusen, noe som indikerer en lavere vekstrate. Samtidig er oljebransjen generelt i en krysning mellom vekst og moden fase, og jeg velger derfor en relativt lang budsjetthorisont. Her velges en budsjetthorisont på 8 år, og da forutsettes det at selskapet har nådd "steady rate". I virkeligheten vil nok ikke selskapet nå steady rate på en lang tid, siden selskapet er

relativt nytt, med en ganske kort historisk levetid. Å predikere fremtiden er imidlertid meget usikkert, og det forventes ikke her at en lengre horisont enn 8 år ville gitt et bedre estimat.

10.2 Budsjettdrivere

Framtidsregnskapet vil jeg estimere ved hjelp av 6 forskjellige budsjettdrivere. Disse er vekst i driftsinntekter, omløpet til nettodriftseiendeler, netto driftsmargin, finansielle eiendels- og gjeldsdel og finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet.

10.2.1 Driftsinntekter:

For å komme frem til driftsinntektene benyttes følgende formel³⁰:

$$DI_t = (1 + div_t) \cdot DI_{t-1}, \text{ der } div_t = (DI_t - DI_{t-1})/DI_{t-1}$$

Veksten i driftsinntektene til DNO avhenger av flere faktorer, som påpekt i den strategiske analysen. Disse er blant annet oljeprisen, og graden av lete og utbyggingsaktivitet. Analyse av disse faktorene, indikerer at driftsinntektsveksten vil være ganske høy de neste årene.

På bakgrunn av analysen har jeg tatt utgangspunkt i hva analytikere sier om fremtidig produksjon av olje og gass, samtidig som jeg også tar i betraktning prisen på Brent Blend olje.

Både produksjon og pris på olje stiger jevnt hvert år, og i perioden ifra 2005 til 2007, økte den totale produksjonen med olje og gass med omtrent 25%. Her er det viktig å legge merke til at det er først og fremst gass produksjonen som forventes å øke mest, mens produksjonen av olje var forventet å holde seg stabil.

Oljeprisen var forventet å øke i perioden fremover, og i dag er prisen på Brent olje 59\$ pr. Fat. Markedet forventer at oljeprisen vil ligge over 65\$ fatet i tiden fremover og at den vil holde seg over dette nivået de neste fem årene.³¹ Futuresprisen på Brent for desember 2011 ligger på om lag 68\$.

Oslo Børs kjennetegnes som en råvarebørs, og prisen på olje i stor grad påvirker aksjemarkedet her i Norge. Regjeringen ser for seg en høyere oljepris frem mot 2015, og Dr. Stephen Leeb ved Leeb Capital Markets mener vi kan forvente å se en oljepris

³⁰ DI = driftsinntekter og div = driftsinntektsveksten.

³¹ Holbergfondene

opp mot 200\$ om ikke markedets evne til å tilpasse seg tilbudet i forhold til etterspørsel bedres betraktelig. Videre er det viktig å legge merke til at hvis tilstanden mellom USA og Iran forbedres og blir stabil, vil dette sannsynligvis bidra til en lavere oljepris.

DNO har hatt en omfattende letevirsomhet de siste årene, og jeg hevder at all reel vekst i driftsinntekene vil skje ved økning i produksjonskvantum. Hvis det viser seg at selskapet finner store oljereserver i Midtøsten vil dette kunne endre fremtidsbildet drastisk, og jeg velger derfor å sette en sterk vekst i driftsinntekene de første årene, hvor de sammenfaller med “steady rate” i 2013- en vekst på 6%.

10.2.2 Budsjettering av netto driftseiendeler

$NDEt-1 = DI_t / \text{ondet}$, der $\text{ondet} = DI_t / NDEt-1$. NDE = netto drifteieendeler og onde = omløpet til netto driftseiendeler. Omløpet til netto driftseiendeler avhenger av graden av kapitalbruk i selskapet.

I 2005 var netto driftseiendeler litt over 2, og bransjegjennomsnittet lå på rundt 1,8. Det virker fornuftig at DNO sin kapitaleffektivitet er så og si det samme bransjen i det lange løp. Videre antar jeg at i det lange løp vil denne reduseres mot 1,6 både for bransjen og DNO. Grunnen til dette er fordi jeg tror bransjen vil etter hvert gå mot en mer senmoden fase, noe som igjen vil føre til færre tilgjengelige felt for oljeutboring. Dette fører til at man må benytte flere ressurser for å utvinne et fat olje, enn tidligere.

10.2.3 Netto driftsresultat

Budsjettdriveren her er netto driftsmarginen. $NDR_t = \text{ndmt} \cdot DI_t \Rightarrow \text{ndmt} = NDR_t / DI_t$. NDR = netto driftsresultat og ndm = netto driftsmargin.

Netto driftsmargin angir hvor stor del av inntekten man sitter igjen med etter at man har trukket fra driftsrelaterte kostnader som kostnader solgte varer, lønns- og salgskostnader og avskrivninger.

Ut ifra den strategiske analysen viste det seg at DNO de neste årene vil generere en høy superprofit. Netto driftsmargin var svært lav i 2005, noe som tyder på store investeringer i Midtøsten. På lengre sikt antar jeg at de strategiske fordelene ved DNO er med på å gi en netto driftsmargin høyere enn bransjesnittet. Bransjen opererer med en driftsmargin på 6% på lang sikt, og jeg antar at DNO vil ha 8%. Dette fordi DNO

har hatt en høyere margin på norsk sokkel enn sine konkurrenter, og det er grunn til å tro at selskapet vil fortsette å ha en høy margin når de nå satser utenlands.

10.2.4 Budsjettering av finansiell gjeld

Budsjettdriveren her er finansiell gjeldsdel. $FG_t = fgdt \cdot NDE_t \Rightarrow fgdt = FG_t/NDE_t$.

I de siste årene har det vist seg at DNO har økt broken av lån i finansieringen sin, og denne har økt mer enn de finansielle eiendelene. Derfor antar jeg at finansiell gjeldsgrad vil konvergere mot 0,4 for DNO. Ved budsjettering av de finansielle eiendelene har DNO hatt veldig mye kontanter, og jeg tror at DNO ved fremtidige investeringer vil bruke noe av disse kontantene, og at finansiell eiendel dermed vil konvergere mot 0,3.

10.2.5 Budsjettering av netto finanskostnad

Budsjettdriveren her er finansiell gjeldsrente. $NFK_t = fg_r \cdot FG_t - 1 \Rightarrow fg_r = NFK_t/FG_t - 1$. NFK = netto finanskostnad, og fg_r = finansiell gjeldsrente. Så lenge kapitalmarkedet er velfungerende og netto finansiell gjeld er balanseført til beste anslag for virkelig verdi.

Jeg forutsetter her at netto finansiell gjeld i balansen er oppgitt til virkelig verdi. Videre forsettes det at det er velfungerende kapitalmarkeder. Ut ifra disse forutsetningene er det naturlig å anta at den renten som DNO må betale på sine utlån, er identisk med det avkastningskravet kreditorene har på sine utlån ($nfgr = nfgk$).

10.3 Oppsummering verdidrivere

Verdidrivere	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Oljeprisvekst	335	432	460	477	490	500	518	534	551	561
Mengde fat (tusen)	4100	7000	12000	19000	27000	35500	41000	44000	45000	47000

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Onde	1,931	1,924	1,918	1,871	1,865	1,845	1,831	1,690	1,650	1,631
Ndm	0,10%	25,00%	23,00%	22,30%	18,90%	15,10%	13,90%	11,90%	8,00%	8,00%
Fgd	1,150	1,051	0,97	0,89	0,82	0,73	0,65	0,57	0,5	0,5
Fed	1	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2
Fgr	3,10%	3,42%	3,90%	4,45%	4,80%	5,28%	5,70%	6,70%	6,56%	6,56%
Fer	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%

Tabell 12 – Tabellen viser verdidriverne

10.4 Utarbeidelse av fremtidsregnskap

På bakgrunn av den strategiske rekneskapsanalysen har jeg nå budsjettert de fem budsjettdriverne som er nødvendig for å utarbeide fremtidsregnskapet for DNO fra 2006 – 2013.

Resultat regnskap:

Budsjett Resultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	3379,1	5871,4	9780,3	13698,7	17841,5	22180,6	23402,1	25670,5
Netto driftsresultat	890,1	1400,7	1890,6	2230,0	2542,4	2623,0	2530,0	1980,9
+ Netto finansinntekt	67,0	170,6	254,4	315,4	372,4	355,6	320,1	259,7
= Netto res til sys kap	954,1	1499,8	215,5	2708,5	3204,9	3079,6	2660,2	2344,2
- Netto finanskostnad	51,5	118,1	206,4	317,1	422,4	546,3	579,2	598,3
= Netto res til EK	898,6	1037,1	1935,5	2382,4	2667,5	2476,3	2103,9	1574,3
Netto betalt utbytte	-576,8	-224,5	161,7	468,8	928,8	1459,9	1521,8	1264,4
= Endring i EK	1458,4	1536,1	1794,7	1843,6	1503,7	966,4	514,2	324,9

Tabell 13 - Resultatregnskapet for perioden 2006-2013

I framtidbalansen viser det seg at netto driftseiendeler er økende i hele perioden, samtidig som de finansielle eiendelene reduseres noe mot slutten av perioden. Et viktig poeng her er at den den finansielle gjelden øker prosentvis mye mer enn hva de finansielle eiendelene gjør. Dette impliserer at DNO vil finansiere en større del av driften sin i fremtiden gjennom lån, enn det som til nå har vært tilfelle.

Balanse:

Budsjett Balanse	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftseiendeler	3075,7	4769,7	7392,1	11066,1	12588,2	13855,6	14768,1	15455,3
+ Finansielle eiendeler	2787,1	3855,7	4914,4	6070,3	6073,0	5402,3	4390,4	3373,2
= Sysselsatte eiendeler	5762,9	9225,4	12466,6	16233,0	17679,3	18957,9	19558,6	19738,4
Finansiell gjeld	3142,6	4870,2	6706,7	8215,5	8872,0	9034,4	8762,8	7942,6
+ Egenkapital	2819,0	4155,1	5759,9	7802,5	9107,2	10223,6	10495,8	12405,7
= Sysselsatt kapital	5882,9	9225,4	13466,6	16239,0	17679,3	18957,9	19358,7	19058,4

Tabell 14 - Balansen for perioden 2006-2013

11. Fundamental verdsettelse

Hensikten med denne delen av oppgaven er å finne et verdiestimat på selskapet ved å benytte fundamental verdsettelse. Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i den strategisk analysen, og utarbeidelse av fremtidsregnskapet.

Innenfor fundamental verdsettelse har man to metoder man kan benytte. Disse er verdsettelse etter egenkapitalmetoden, og totalkapitalmetoden. Egenkapitalmetoden innebærer direkte verdsettelse av egenkapitalen, mens Totalkapitalmetoden er en indirekte verdsettelsesmetode.

11.1 Fri kontantstrømmodellen

Denne modellen diskonterer den frie kontantstrømmen til egenkapital, som er lik det netto betalte utbyttet i fremtidsregnskapet. Den blir neddiskontert hvert år med kravet til avkastning på egenkapitalen. Horisontleddet er basert på forutsetninger om konstant vekst etter horisontleddet for evig tid.

11.2 Superprofittmodellen

Denne modellen bestemmer verdien av egenkapitalen som balanseført verdi av justert egenkapital i dag pluss nåverdien av fremtidige residuale resultater – eller superprofitten til egenkapitalen.

11.3 Superprofitt vekstmodellen

Denne modellen kapitaliserer nettoresultatet til egenkapitalen ett år frem i tid, og legger deretter til nåverdien av endringen i fremtidig superprofitt til egenkapitalen.

De to første modellene baserer seg på kontantstrøm, mens de to siste er regnskapsbaserte. De kontantstrømbaserte verdsettelsesmodellene er enkle i bruk og uavhengige av regnskapsføring i fremtidsregnskapet, mens de regnskapsbaserte modellene avhenger av prinsipper og metoder for regnskapsføring. Problemet med de kontantstrømbaserte modellene er at de ikke gir en klar sammenstilling av investeringene og inntektene som genereres. Slike modeller trenger lang tidshorisont for å fange opp all verdiskapningen, men når tidshorisonten blir lengre øker også usikkerheten.

Utbyttmodellen er best egnet når utbytteutbetalingen er direkte knyttet til verdiskapningen i selskapet – for eksempel hvis selskapet har en fast utbytteprosent. Fri kontantstrømmodellen er best egnet ved en relativt konstant fri kontantstrøm, eller i det minste konstant vekst.³²

11.2 Verdiestimat

Verdsettelse ved bruk av egenkapitalmetoden

FKE-modell	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fri kont.strøm EK		-467,8	-214,5	171,80	428,8	1278,9	1774,9	1633,8	1464,4	142,9
/ Diskonteringsfaktor		1,191	1,216	1,298	1,342	1,680	1,899	2,128	2,389	
= NV til T	2614,7	-525,9	-162,2	145,3	278,0	575,1	786,4	895,5	620,9	
+ Horisontverdien	6367,9									
= Verdi av EK	9076,9									
> Verdiestimat	40,35									

Tabell 15 - Tabellen viser verdiestimat basert på fri kontantstrøm til EK-modellen (FKE)

SPE-modell	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Super profitt til EK		765,4	987,5	1377,9	1601,2	1709,2	1390,0	845,7	393,4	290,8
/ Diskonteringsfaktor		1,123	1,198	1,348	1,502	1,650	1,983	2,018	2,289	
= NV av T	6170,8	624,8	801,9	905,9	1129,1	1015,1	868,1	537,9	262,8	
+ Horisontverdien	1727,4									
= Verdi av EK	8918,2									
> Verdiestimat	40,35									

Tabell 16 - Verdestimat basert på super profitt til EK-modellen (SPE)

³² Penman (2004)

11.2.2 Verdssettelse ved bruk av totalkapitalmetoden

SPD	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Superprofitt fra drift		-980,3	-758,8	-512,8	-384,4	524,4	1053,6	1117,6	808,6	2425,9
/ Diskonteringsfaktor		1,053	1,120	1,324	1,481	1,598	1,776	2,095	2,213	
= NV av T	348,5	-675,1	-522,1	-358,2	-158,8	346,7	532,2	622,0	493,5	
+ Horisontverdien	9243,3									
- VNFG	149,8									
= Verdi av EK	9232,8									
> Verdiestimat	44,63									

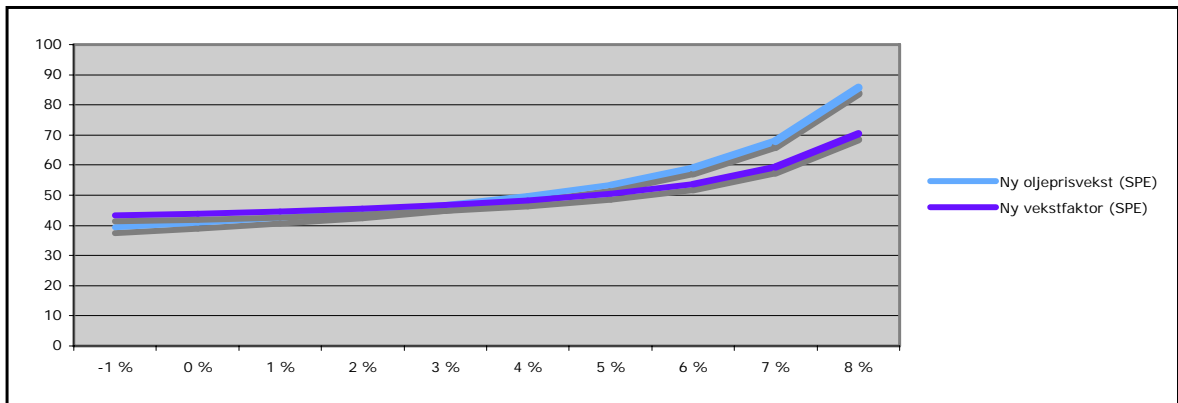
Tabell 17 - Verdiestimat basert på fri kontantstrøm til EK-modellen (FKE)

FKD	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fri kontantst. fra drift		-880,2	-650,8	-412,8	-284,9	624,4	1153,5	1217,6	1078,6	1439,7
/ Diskonteringsfaktor		1,093	1,20	1,322	1,461	1,618	1,796	1,995	2,221	
= NV av T	268,9	-805,1	-542,1	-312,2	-194,9	385,6	642,2	610,0	485,5	
+ Horisontverdien	9543,4									
- VNFG	179,8									
= Verdi av EK	9632,6									
> Verdiestimat	44,63									

Tabell 18 - Verdiestimat basert på fri kontantstrøm fra drift-modellen (FKD)

11.4 Sensitivitetsanalyse

Framtidsregnskapet er basert på mange forutsetninger og usikre verdier. Jeg vil derfor i dette kapitlet lage en analyse som viser hvor sensitivt verdiestimatet er for endringer i noen av forutsetningene jeg har satt. De budsjettdriverne jeg har valgt å se litt nærmere på, er de som knyttes til driften av DNO. Det er driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpet til nettodriftseiendeler. Valget av disse er på grunn av at jeg føler disse er de forutsetningene som er viktigst at stemmer overens med hva som skjer i fremtiden.

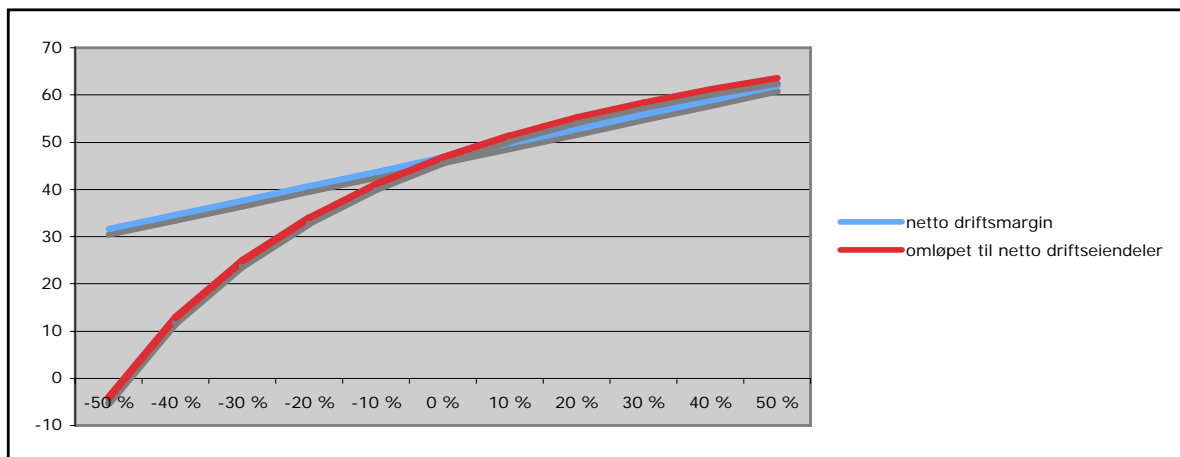


Figur 19 - Figuren viser utviklingen i oljeprisvekst og produksjonsvolum

Verdiestimatet til DNO er meget følsom for endringer i driftsinntektene, og da enten i form av høyere oljepris eller endringer i forventninger om produksjonsmengde. Hvis det for eksempel oppstår usikkerhet omkring et oljeproduserende land, vil dette få enorme ringvirkninger på oljeprisen, noe som igjen påvirker oljerelaterte virksomheter. Ut ifra diagrammet over ser vi at dersom f.eks. veksten i oljeprisen er på 6 prosent i stedet for 3 prosent, fører dette til at verdien per aksje vil stige til 58 kroner. Motsatt vil en nedgang i oljeprisveksten, føre til mindre verdi per aksje. Det er viktig å legge merke til at verdien per aksje er mer følsom overfor positive enn for negative endringer, og dette er selvfølgelig positivt.

Vi kan også studere produksjonen av mengde fat olje, som har de samme virkninger som veksten i oljepris. Ut ifra diagrammet ser vi at en økning i veksten av produsert mengde, vil føre til en økning i verdi per aksje, og vise versa.

Jeg vil konkludere med å si at DNO aksjen er meget ømfintlig overfor endringer i forventningene om oljepris og produksjonsmengde. Videre er verdien per aksje mer følsom overfor positive endringer enn for negative.



Figur 20 - Figuren viser utviklingen i ndr og onde

Av diagrammet over ser vi at verdien per aksje i DNO, er mer følsom overfor negative endringer enn for positive endringer. Verdiestimatet er meget sensitivt overfor endringer i netto driftsmargin, og utfordringen til DNO i fremtiden vil være å kunne drive virksomheten sin kostnadseffektivt, noe som er fullt mulig med tanke på deres fleksibilitet innen organisasjonsstruktur som nevnt i den strategiske analysen.

11. Oppsummering og konklusjon

Basert på den fundamentale verdsettelsen er det blitt estimert en kurs per aksje på kr 44,63 pr. 31.12.2005. Ulike verdsettelsesmetoder gir litt ulike estimater, men basert på den fundamentale verdsettelsen og sensitivitetsanalyser konkluderes det med en verdi per aksje på kr 44,63.

Det må imidlertid presiseres at andre vekstutsikter kan påvirke DNO sin aksjekurs, spesielt forutsetninger rundt veksten i driftsinntekter og driftsmargin påvirker det endelige estimatet i stor grad. Videre konkluderte jeg med at det hersker stor usikkerhet omkring den strategiske risikoen i selskapet. Veksten i produksjonen vil være fullstendig avhengig av DNO sitt engasjement i Midtøsten, samtidig som oljeprisen vil ha avgjørende betydning for verdiestimatet. Videre er det viktig å legge merke til at det per dags dato ikke er noen fare for produkter som kan erstatte olje og gass. Derfor antar jeg at oljeprisen vil fortsette å holde seg på et høyt nivå i årene som kommer. Videre er verdiestimatet svært følsom overfor endringer i netto driftsmarginen. Aktørene som opererer innen oljebransjen er per dags dato svært lønnsomme, noe som vil føre til økt konkurranse og eventuelle inngrep ifra myndighetenes sin side, som også vil ha sin del av kaken. Dette fører til at marginene til DNO kan bli presset, og kanskje avta over budsjettperioden. Superprofitten vil gradvis bli redusert, og til slutt stabilisere seg på et nivå rundt 3-4 prosent. Dette virker realistisk med tanke på de konkurransemessige fortrinnene som kompetanse, organisatorisk kapital og omdømme.

Til sammenlikning var aksjekursen til DNO per 31. Desember 2005 på rundt 50 kroner per aksje, noe tilsier at aksjen kan være overpriset. Dette fører til en anbefaling om salg av aksjen. Det finnes mange grunner til hvorfor verdiestimatet og den virkelige kursen spriker i slik grad, og en av hovedgrunnene kan være at det børsen har vært preget av en stor grad av optimisme de senere årene, noe som lett kan føre til overprising av aksjer.

LITTERATURLISTE

- ✓ Bodie, Zvi, Kane, Alex & Marcus, Alan J. (2005): Investments. 6th ed. McGraw- Hill/Irwin, New York
- ✓ Boye, Knut: Kostnads og inntektsanalyse, 7.utgave, Universitetsforlaget, Oslo, 1999.
- ✓ Dale, B. (1995) *Metode å tvers*. Samfunnsvitenskapelige forskningsstrategier som kombinerer metoder og analysenivåer. Tapir Forlag, Trondheim 1985.
- ✓ Daly, Herman E. (1992): Steady-state economics. 2nd ed. Earthscan Publications Ltd., London
- ✓ Damodaran, A (2002): Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, 2nd ed Wiley, New York.
- ✓ Damodaran, Aswath (2002): Investment Valuation – Tools and Techniques for
- ✓ Determining the Value of any Asset, 2nd ed. John Wiley & Sons, Inc., New York
- ✓ Halvorsen, K. (2003) *Å forske på samfunnet*. En innføring i samfunnsvitenskapelig metode. Cappelen Akademiske Forlag as, Oslo 2003.
- ✓ Hill & Jones (2004): Strategic Management: An integrated approach, Boston/New York: Houghton Mifflin Company
- ✓ Hill, Charles W.L. and Jones, Gareth, R. (2001): Strategic Management Theory, 5.ed. Houghton Mifflin Company, Boston/New York
- ✓ Jakobsen og Lien (2001): Ekspansjon, Strategi for forretningsutvikling: Oslo, Gyldendal
- ✓ Johannessen, J. Olaisen, J. (2006). *Vitenskapsstrategi og vitenskapsfilosofi*. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS 2006
- ✓ Penman, Stephan H. (2004): Financial Analysis and Security Valuation, 2nd ed. McGraw- Hill/Irwin, New York
- ✓ Young, S.David & O’Byrne, Stephen F. (2001): EVA® and Value-Based Management. McGraw-Hill, USA

RAPPORTER

DNO årsrapporter, 2001-2005

Statoil årsrapporter, 2001-2005

Hydro årsrapporter, 2001-2005

Kon-Kraft (2003 a): Norsk Petroleumsvirksomhet

INTERNETT

Aksjeforum	http://www.aksjeforum.no
Dagens Næringsliv	http://www.dn.no
DNO sin hjemmeside	http://www.dno.no/
Goldman&Sachs	http://www.goldmansachs.com/
Informasjon om olje	http://www.oilinfo.no/
OPEC hjemmeside	http://www.opec.org/home/
Regjeringen om olje	http://www.regjeringen.no/
Norsk petroleumsforening	http://www.npf.no/
Holbergfondene	http://www.holbergfondene.no/
Hegnar forum	http://www.hegnar.no
Norges Bank	http://www.norgesbank.no