

# Sterkere sammen?

En analyse av fusjonen mellom Statoil og  
Hydros olje- og gassdivisjon



Fredrik Fotland Nilssen  
Høgne Brimheim Gunnarsson



Universitetet  
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,  
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS  
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:  
Master i Økonomi og Administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE  
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt Finans

Økonomisk Analyse

TITTEL:

Sterkere sammen? – En analyse av fusjonen mellom Statoil og Hydros olje- og gasdivisjon

FORFATTER(E)

VEILEDER:

Studentnummer:

230329

.....

221008

.....

Navn:

Fredrik Fotland Nilssen

.....

Høgni Brimheim Gunnarsson

.....

Klaus Mohn

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger, ...../..... 2016

Underskrift administrasjon:.....

## Sammendrag

Formålet med denne masteroppgaven har vært å analysere fusjonen mellom Statoil og Hydros olje- og gassdivisjon i 2007. Det nye selskapet skulle skape langsiktig avkastning for sine aksjonærer, og vi vil undersøke i hvilken grad dette har blitt oppnådd. Vi har analysert fusjonen i lys av tidligere forskning og teori. Vi har også sett nærmere på de finansielle og operasjonelle synergieffektene fusjonen skulle skape.

Hovedmotivet bak fusjonen var at de to selskapene ville så sterkere sammen, og selskapet skulle sikre langsiktig avkastning til sine aksjonærer. Dette skulle skje ved hjelp av en økt internasjonal produksjon. Det nye selskapet ville være bedre rustet til å konkurrere internasjonalt med store oljeselskap. Vi finner at det nye selskapet har hatt en økning på ca. 8% i internasjonal produksjon i perioden 2007-2012.

En del av analysen er gjort ved hjelp av kontantstrømbaserte verdsettelsener av Statoil og Hydro i 2006, StatoilHydro i 2007 og Statoil i 2012. Disse verdsettelsene fortalte oss at fusjonen hadde skapt en gevinst på ca. 50 mrd. NOK i 2007, men at selskapsverdien var redusert med ca. 150 mrd. NOK i perioden 2007-2012.

Vi har sammenlignet StatoilHydro med peers for å forstå hvordan selskapet har utviklet seg i forhold til andre tilsvarende selskap i samme bransje. Vi har brukt multipler, og vi har sammenlignet den årlige gjennomsnittlige avkastningen til aksjonærene. I multippelsammenligningen viser det seg at alle selskapene følger et relativt likt mønster med en nedgang fra 2007-2012. I sammenligningen av avkastningen fra 2007-2015 viser det seg at Statoil kommer dårligst ut av samtlige. Den årlige gjennomsnittlige avkastningen har i denne perioden vært på 2,87%.

Vi har konkludert med at fra aksjonærens ståsted så har ikke denne fusjonen vært en suksess. 2,87% i årlig avkastning er ikke bra nok, og man kunne med fordel heller investert andre steder. Ønske om å øke den internasjonale produksjonen har blitt oppnådd, men det har gått på bekostning av aksjonærenes avkastning. Til gjengjeld har ledelsen i selskapet fått mer makt og status gjennom den internasjonale satsningen.

## Forord

Denne oppgaven er skrevet som et siste ledd i masterstudiene i økonomi og administrasjon ved Universitet i Stavanger. Vi har ulik spesialisering, hvor en har anvendt finans, og den andre har økonomisk analyse. På bakgrunn av denne kombinasjonen kom vi først på ideen om å analysere fusjoner og oppkjøp på generelt grunnlag før vi, etter samtaler med veilederen vår, kom fram til å analysere fusjonen mellom Statoil og Hydros olje- og gassdivisjon i 2007.

Olje- og gassektoren var et naturlig valg å skrive oppgave innenfor, da vi begge har hatt faget MØA285 Economics of Energy Markets. Dette faget vekket vår interesse for bransjen, og denne interessen har gjort oppgaven spennende å jobbe med hele veien.

Proessen har til tider vært utfordrende, men også veldig lærerik. Vi har brukt mye tid på å sette oss inn i teori og forskning rundt fusjoner og oppkjøp generelt, samt spesifikk teori innenfor energisektoren. Vi har også brukt mye tid på å forstå hvordan oljebransjen fungerer og å forstå dens kompleksitet.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Klaus Mohn for konstruktive møter og veiledning gjennom hele prosessen.

Stavanger, juni 2016

---

Fredrik Fotland Nilssen

---

Høgne Brimheim Gunnarsson

# Innholdsfortegnelse

Forord.....	4
Figurliste .....	7
Tabelliste.....	8
1.0 Innledning.....	9
2.0 Teori .....	11
2.1 Fusjoner og oppkjøp.....	11
2.2. Motiver for fusjoner og oppkjøp .....	12
2.2.1 Ikke-verdiskapende motiver .....	13
2.2.2 Andre typer sammenslåinger.....	14
2.3 M&A Historie .....	15
2.4 Resultater av M&A.....	16
2.5 Tidligere studier .....	17
2.5.1 Anomalier knyttet til M&A .....	19
2.6 Prinsipal-Agent teori .....	21
2.6.1 Agentkostnad .....	21
2.7 Free cashflow theory.....	22
2.7.1 M&A som følge av fri kontantstrøm .....	24
2.7.2 Fri kontantstrøm i oljebransjen.....	24
3.0 Bakgrunn .....	26
3.1 Oljehistorie .....	26
3.1.1 Norsk oljehistorie.....	31
3.1.2 Norsk Hydro .....	32
3.1.3 Statoil.....	33
3.2 StatoilHydro .....	34
3.3 Motiver for fusjonen .....	35
3.4 Markedsutsikter .....	36
3.5 Risikofaktorer.....	37
3.6 Tidligere forskning på fusjonen.....	38
4.0 Kontantstrømbasert verdsettelse.....	41
4.1 Fundamental verdsettelse .....	41
4.1.1 Free cash flow to equity (FCFE).....	42

4.1.2 Free cash flow to the firm (FCFF).....	42
4.2 Verdsettelse i praksis.....	43
4.3 CAPM .....	43
4.3.1 Risikofri rente .....	44
4.3.2 Markedets risikopremie .....	44
4.3.3 Beta.....	45
4.4 WACC.....	47
4.5 Selskapsverdi.....	48
5.0 Analyser .....	54
5.1 Verdsettelse med multipler.....	54
5.2 Total shareholder return (TSR).....	57
5.3 Return on average Capital Employed (ROACE).....	61
5.4 Internasjonalisering.....	63
5.5 Svakheter ved bruk av regnskapstall .....	66
6.0 Drøfting .....	68
6.1 Verdsettelse.....	68
6.2 Investorer.....	70
6.3 Kortsiktig effekt av fusjonen .....	72
6.4 Synergieffekter av fusjonen.....	73
6.5 Kostnadsnivå .....	75
7.0 Oppsummering.....	77
7.1 Konklusjon .....	77
7.2 Refleksjon og svakheter .....	78
8.0 Bibliografi.....	79
Andre kilder .....	81
Vedlegg .....	82

## Figurliste

Figur 1: Begivenhetsstudier på tidligere fusjoner .....	17
Figur 2: Kostnad- vs. Vekst synergier (Damodaran, 2005).....	19
Figur 3: Nyttefunksjonen til en leder.....	23
Figur 4: Crude oil price (Bp, 2007).....	29
Figur 5: Investering og produksjonsvekst (Deutsche Bank, 2004) .....	30
Figur 6: Diskonterte kontantstrømmer Statoil 2006.....	49
Figur 7: Diskonterte kontantstrømmer Hydros olje- og gasdivisjon 2006.....	49
Figur 8: Diskonterte kontantstrømmer StatoilHydro 2007.....	51
Figur 9: Diskonterte kontantstrømmer Statoil 2012.....	52
Figur 10: P/E multippel.....	55
Figur 11: EV/EBITDA Multippel .....	56
Figur 12: EV/DACF Multippel .....	57
Figur 13: TSR utvikling.....	59
Figur 14: Årlig TSR gjennomsnitt 2007-2012.....	60
Figur 15: Årlig TSR gjennomsnitt 2007-2015.....	60
Figur 16: ROACE Utvikling .....	62
Figur 17: Vekstestimat (Regjeringen.No, 2006-2007).....	63
Figur 18: Norsk og internasjonal produksjon 2007-2012 målt i MBOE/day.....	64
Figur 19: Produksjonsfordeling 2007 .....	65
Figur 20: Produksjonsfordeling 2012 .....	65

## Tabelliste

Tabell 1: EK-Krav 2006.....	46
Tabell 2: EK-Krav 2007.....	46
Tabell 3: EK-Krav 2012.....	46
Tabell 4: WACC Statoil 2006.....	47
Tabell 5: WACC Hydros olje- og gassdivisjon 2006.....	48
Tabell 6: WACC StatoilHydro 2007 .....	48
Tabell 7: WACC Statoil 2012.....	48
Tabell 8: Selskapsverdi MNOK Statoil 2006 .....	49
Tabell 9: Selskapsverdi MNOK Hydros olje- og gassdivisjon 2006 .....	49
Tabell 10: Selskapsverdi MNOK StatoilHydro 2007 .....	51
Tabell 11: Neddiskontering StatoilHydro 2007.....	51
Tabell 12: Verdi av fusjon MNOK .....	52
Tabell 13: Selskapsverdi MNOK Statoil 2012 .....	53
Tabell 14: Endring i selskapsverdi MNOK.....	53



## 1.0 Innledning

18. desember 2006 annonserte Statoil og Norsk Hydro (heretter kalt Hydro) planer om slå Statoil og Hydros olje- og gassdivisjon sammen til et selskap. Fusjonen ble møtt med enorm interesse, blant annet fordi staten hadde eierskap i begge selskapene. Fusjonen ville bli den største som er gjennomført i norsk historie, og det nye selskapet ville bli blant verdens 50 største selskap.

Ved en fusjon av en slik størrelse finnes det mange vinklinger man kan ta for å analysere fusjonen. Vi kunne blant annet valgt å se på den politiske involveringen i fusjonen, konsekvenser for konkurransen i industrien eller integreringsprosessen etter fusjonen. Vi har valgt å se på fusjonen ut i fra en aksjonærs ståsted.

Hovedmotivet bak de aller fleste fusjoner er å skape synergier. Dette er et begrep på tilleggsverdien av å slå sammen to selskaper.

”Det viktigste spørsmålet angående synergier er ikke om de kan verdsettes eller ei, men om hvordan de bør verdsettes. Selskap er tross alt villige til å betale milliarder for synergier.”

-Damodaran (2005).

I forbindelse med fusjonen ble alle aksjonærer i begge selskapene presentert et prospekt som omhandlet fusjonen (2007). Her ble blant annet motivene for fusjonen presentert. Den største drivkraften for fusjonen var at det nye selskapet ville bli et norskbasert internasjonalt olje- og gasselskap som var bedre rustet til å konkurrere internasjonalt enn hva Statoil eller Hydro ville klart hver for seg. Det nye selskapet ville være i bedre stand til å levere fremtidig vekst, operere i et krevende internasjonalt marked og levere langsiktig avkastning for sine eiere.

Formålet med vår oppgave er å undersøke i hvilken grad det nye selskapet har klart å holde det de har lovet sine aksjonærer. Vi vil benytte oss av informasjon som var tilgjengelig for de to selskapene i forkant av fusjonen for å kartlegge motivene bak

fusjonen. Deretter vil vi se på utviklingen til det nye selskapet i en 5-års periode for å vurdere om fusjonen var en suksess eller ikke.

Problemstilling:

*Hvordan har det nye selskapet StatoilHydro utviklet seg etter fusjonen? Og har utviklingen vært i tråd med hva som ble forespeilet før fusjonen?*

Fusjoner og oppkjøp er viktige felt innen økonomi og finans, og det dukker stadig opp ny forskning på feltet. Vi vil innlede oppgaven med fusjonsteori, fusjonshistorie og presentere noe av den forskningen som er blitt gjort på fusjoner og oppkjøp. Deretter vil vi presentere oljemarkedet, oljehistorie og de to selskapenes historie fram til fusjonen. Dette gjør vi for å etablere kontekst rundt det vi vil undersøke.

For å besvare vår problemstilling vil vi gjøre fire ulike verdsettelsler av Statoil, Hydro og StatoilHydro. Formålet er å finne ut hva fusjonen og dens synergier var verdt. I et forsøk på å kontrollere for ytre faktorer, vil vi sammenligne StatoilHydro med andre selskaper i samme bransje. Dette gjør vi ved bruk av multipler, sammenligne avkastning til aksjonærene og sammenligne lønnsomhetsgraden. Til slutt vil vi drøfte resultatene vi har funnet, og forsøke å knytte resultatene til teorien vi har presentert. Avslutningsvis vil vi konkludere og se på svakheter ved vår oppgave.

I den første perioden etter sammenslåingen var navnet på det nye selskapet StatoilHydro. Navnet ble i 2009 endret tilbake til Statoil. Av denne grunn vil selskapet i oppgaven bli omtalt både som Statoil og StatoilHydro.

Fusjoner og oppkjøp blir ofte oversatt til engelsk og forkortet som M&A (Mergers and Aquisitions). Vi vil benytte oss av begge begrepene i oppgaven.

## 2.0 Teori

I dette kapitlet vil vi presentere grunnleggende teori som er relevant for å løse problemstillingen. Først vil begrepene fusjon og oppkjøp bli forklart, og deretter forskjellige motiver for at disse blir gjennomført. Relevant forskning og tidligere studier rundt dette temaet vil bli diskutert for å skape et bakteppe for hele oppgaven.

### 2.1 Fusjoner og oppkjøp

Fusjoner og oppkjøp er sammenslåingsmetoder man kan benytte seg av i næringslivet hvis man har et ønske om å ekspandere sin virksomhet. Ved en fusjon slås to eller flere selskaper seg sammen til et selskap og blir én juridisk enhet. Aksjonærene i de aktuelle selskapene vil dele aksjene i det "nye" selskapet i mellom seg ut i fra verdien på sin tidligere aksjepost.

Når et selskap gjennomfører et oppkjøp av et annet selskap kan selskapene forbli separate juridiske enheter. Den eneste reelle endringen er da at selskapet som blir kjøpt opp har fått ny eier. En annen type oppkjøp er at et selskap velger å bare kjøpe "innmaten" i et annet selskap. Man overtar da bare de aktuelle verdiene man har interesse av, og kjøper dermed ikke aksjer i selskapet.

Hovedforskjellen på de to transaksjonene er at man får eierne med på kjøpet i en fusjon, mens man kvitter seg med dem ved et oppkjøp. For eksempel ved overtagelse av en liten nisjebedrift, hvor en gründer har vært viktig for utviklingen av selskapet, kan det være hensiktsmessig med en fusjon.

Det vil også være regnskapsmessige forskjeller. En fusjon er i utgangspunktet en skattefri transaksjon, og en fusjon må følgelig ikke gjennomføres på bakgrunn av en potensiell skattegevinst. Denne type transaksjon er ulovlig, og fusjoner er regulert av aksjeloven og allmennaksjeloven.

Ved et oppkjøp er saken en annen og full realisasjonsplikt gjelder for selger. Et selskap kan skaffe seg en skattefordel gjennom et oppkjøp ved å overta et selskap som har et negativt resultat.

Gaughan (2007) deler fusjoner inn i tre ulike typer:

*Vertikal sammenslåing:* Selskaper i samme verdikjede slår seg sammen med et håp om at en sammenslåing vil skape synergieffekter. For eksempel at et selskap slår seg sammen med leverandøren eller kunden sin.

*Horisontal sammenslåing:* Selskaper i samme bransje slår seg sammen for å øke sin markedsandel. Tanken er at man blir bedre rustet mot konkurranse fordi man blir større, og at det vil skape synergieffekter. Fusjonen mellom Statoil og Hydro er et eksempel på en horisontal sammenslåing.

*Konglomerat:* Selskaper i forskjellige bransjer slår seg sammen for å skape en jevn langsiktig vekst gjennom diversifisering. Typisk for selskaper med begrensede vekstmuligheter i den bransjen de allerede er i. Et eksempel på et norsk konglomerat er Orkla, som opererer i flere bransjer.

## **2.2. Motiver for fusjoner og oppkjøp**

Det finnes mange ulike motiv for en sammenslåing. Vi kan skille mellom verdiskapende motiver og ikke-verdiskapende motiver. Et profittmaksimerende selskap har som formål å skape verdi for sine eiere. Man ønsker å skape vekst, og en rask måte å gjøre det på kan være gjennom en fusjon eller et oppkjøp.

Synergieffekter er ofte en stor del av motivet ved en sammenslåing. Man håper at to selskaper kan skape større verdi sammen enn hva de kan alene. Det finnes flere ulike typer synergieffekter og vi nevner noen under.

*Finansielle synergier* kan være kostnadsbesparelser i form av skattefordeler skapt gjennom et oppkjøp. Et annet eksempel er hvis et selskap har problemer med å finansiere et prosjekt på grunn av manglende kapital. Da kan et større selskap komme inn og overta/bidra til finansieringen.

*Operasjonelle synergier* er når to bedrifter kan sammen arbeide mer effektivt enn hva de kan alene. En kjent illustrasjon på dette fenomenet er at  $2+2=5$  (Gaughan, 2007). Dette gjelder for eksempel hvis to selskaper besitter forskjellig kunnskap eller teknologi som

blir bedre utnyttet når de arbeider sammen. Operasjonelle synergier er også ofte forbundet med å skape storbedrifts- eller skala fordeler.

*Ledelesesynergier* er gjerne motivet bak en sammenslåing hvor det overtakende selskapet ser muligheter i overdragende selskapet som ikke blir utnyttet av ledelsen. Altså at man kan tjene på å bytte ut ledelsen i selskapet. Dette henger sammen med *undervurderte selskaper*, som er et annet motiv for sammenslåing, der man mener at potensiale til et annet selskap ikke er oppnådd.

*Diversifisering* er et kjent begrep for enhver investor, og kan gjerne være et motiv til et oppkjøp av et selskap. Man vil gjerne eie selskap i forskjellige bransjer for å spre risikoen og dermed sikre seg en tryggere vekst.

Undervurderte selskaper er allerede nevnt som et mål for oppkjøp. Det kan enten være fordi man mener ledelsen i selskapet ikke jobber på en god og effektiv måte, eller fordi man mener det ligger en kompetanse eller teknologi i selskapet som ikke er utnyttet til det fulle.

*Ønske om å styrke sin posisjon* gjennom oppkjøp er et motiv som ofte blir diskutert mye i mediene. Mange bedrifter ønsker å forbedre sin markedsposisjon gjennom oppkjøp av konkurrenter. Man ønsker gjerne å skaffe seg tilnærmet monopolmakt i markedet. I noen tilfeller kan man føle seg "tvunget" til å gjøre et oppkjøp fordi man frykter at hvis ikke en selv gjør det vil en annen konkurrent gjøre det.

### **2.2.1 Ikke-verdiskapende motiver**

Her snakker vi om motiver som ikke kommer fra tankegangen om å skape en høyest mulig verdi for eierne. Disse motivene kommer fra den interessekonflikten som finnes mellom aksjonærene og ledelsen i et selskap. Denne interessekonflikten vil vi gå nærmere inn på senere i kapitlet.

*Imperiebyggingsteorien* forteller oss at ledelsen er opptatt av kompensasjon, makt og status, og at ledelsen derfor kan velge løsninger som ikke er profittmaksimerende for selskapet. En leders kompensasjon er ofte knyttet til størrelsen på selskapet, men

forskning viser at det er liten sammenheng mellom selskapets lønnsomhet og lederens kompensasjon (Conyon & Leech, 1994). Størrelsen på selskapet vil også gi ledelsen ikke-økonomiske gevinster i form av status og makt.

Mange ledere vil være opptatt av å ivareta sin egen posisjon i et selskap. En leder mottar lønn, bonus og aksjeopsjoner, og kan derfor være "overinvestert" i selskapet. Lederen kan også ha mye spesifikk kunnskap som bare er relevant i akkurat dette selskapet. Lederen har derfor gjerne mer å tape enn aksjonærene som kan diversifisere sine investeringer. Dette gjør lederen mer riskavers, og som igjen fører til at lederen ønsker å redusere selskapets risiko. Lederen kan da ta avgjørelser som ikke er optimale for selskapet, men som gagnar henne/ham bedre.

### **2.2.2 Andre typer sammenslåinger**

Et selskap som ønsker å kjøpe et annet selskap kan presentere et tilbud for målselskapets styre. Hvis styret i målselskapet takker nei til tilbudet, og det overtakende selskapet likevel gjennomfører oppkjøpet kalles det et fiendtlig oppkjøp. Med andre ord så forhandler det overtakende selskapet direkte med aksjonærene i selskapet uten å ha styrets velsignelse. Det kalles også et fiendtlig oppkjøp hvis styret ikke er informert når oppkjøpet blir gjennomført.

En allianse er en fellesbetegnelse på ulike typer samarbeid mellom selskaper eller enkeltpersoner (Boye & Meyer, 2008). Dette kan være en aktuell løsning når for eksempel to selskaper vil dra nytte av komplementære ressurser, og hvor fusjon eller oppkjøp ikke er ønskelig. Dette er relevant i oljebransjen, da samarbeid mellom selskaper er vanlig praksis. Allianser er omtalt som en rask og fleksibel måte å samarbeide på, og kostnadene er som regel lavere enn ved en fusjon eller et oppkjøp. I tilfeller hvor konkurransetilsynets restriksjoner blokkerer et oppkjøp kan en allianse være et alternativ. En allianse har også negative sider ved seg. Hovedproblemet med en allianse er at man kan risikere å miste noe av kontrollen ved virksomheten da flere aktører er innblandet. Hvem som har ansvar for hva kan bli uklart, og dette kan skade utviklingen av selskapene. Når to konkurrenter samarbeider kan beskyttelse av kjernekompetanse bli et problem. Man kan risikere å dele for mye informasjon, og på den måten hjelpe konkurrenten sin inn på markedet.

### **2.3 M&A Historie**

Siden slutten av 1800-tallet har perioder med høy aktivitet av fusjoner og oppkjøp blitt kalt oppkjøpsbølger. Bølgene har hatt forskjellige utgangspunkt og vært drevet av ulike krefter. Det finnes mye litteratur på dette emnet, og man finner både ulike navn og årstall på bølgene. Depamphilis (2011) skriver om 6 ulike oppkjøpsbølger i USA som også vil være gjeldene for Europa.

Den første bølgen som startet i 1897 og varte frem til 1904 handlet om horisontale oppkjøp. I denne perioden ville store selskaper øke sine markedsandeler ytterligere, og dette skapte tilnærmet monopol i flere bransjer.

Den andre bølgen var en slags fortsettelse av den første bølgen, og var en kombinasjon av horisontale og vertikale oppkjøp. Bølgen varte fram til 1929 da den store depresjonen startet.

Den tredje bølgen blir gjerne kalt konglomeratbølgen og startet på 1960-tallet. Denne bølgen startet som et resultat av en lengre periode med høy vekst og gode resultater. Selskaper ville sikre videre profitt gjennom oppkjøp i stedet for å reinvestere pengene i det eksisterende selskapet. Bølgen ble avsluttet i 1970 ved en nedgang i aksjemarkedet.

Den fjerde bølgen startet tidlig på 1980-tallet og varte til 1989. I denne perioden hadde utenlandske selskaper virkelig fått øynene opp for amerikansk industri, og investerte mye kapital i amerikanske selskaper og teknologi. Mange fiendtlige oppkjøp skjedde i denne perioden.

Den femte bølgen startet i 1992 og varte frem til IT-boblen sprakk i 2000. I denne perioden skjedde det store sammenslåinger, og store multinasjonale konglomeratselskaper vokste frem.

Den sjette og siste bølgen startet i 2003 og ble avsluttet i starten av finanskrisen i 2007. I denne perioden var renten lav, og billig kapital førte til mange høyt belånte oppkjøp.

Investering og spekulering innenfor Private Equity er også et kjennetegn for denne perioden.

## **2.4 Resultater av M&A**

Fusjoner og oppkjøp er omfattende endringsprosesser, og grad av suksess kan måles på ulike måter, og fra ulike perspektiv. Innen finans blir M&A regnet som en øyeblikkelig hendelse, mens fagfolk innen økonomi og ledelse ser på M&A som en lengre prosess. Målemetode og perspektiv vil følgelig ha relevans for resultatet, blant annet på grunn av tidsperiode og om man bruker kvalitative eller kvantitative data. Vi vil kort presentere de mest brukte metodene for å måle resultat av M&A.

*Markedsbaserte målinger:* Her måler man hvordan markedet reagerer på M&A i form av utslag på aksjeprisen til partene involvert i fusjonen eller oppkjøpet. En forutsetning her er at markedet er effektivt. Det vil si at aksjeprisene til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig informasjon om aksjen.

En begivenhetsstudie blir ofte brukt for å måle slike utslag. Tidsperspektivet i en slik studie vil variere, men det er vanlig å se på en kort periode. Et eksempel kan være å se på et intervall på 1-3 dager rundt annonseringsdagen for en fusjon/oppkjøp.

*Regnskapsbaserte målinger:* Et alternativ til målinger basert på markedstall er å se på tall fra selskapenes regnskap. Her vil man benytte et lengre perspektiv enn ved markedsbaserte målinger, da selskapenes regnskapstall rapporteres kvartalsvis, hver 6. måned, eller en gang hvert år, avhengig av selskapenes størrelse. Forskjellen på de to målingene er at aksjepriser gjenspeiler markedets forventning av et selskaps fremtidige inntjening, mens regnskapsdata er basert på historie.

### *Case/kvalitative analyser*

Det finnes også andre fremgangsmåter for å analysere fusjoner og oppkjøp.

Det kan blant annet være intervju med ledere i prosessen eller spørreskjema til ansatte eller andre sentrale aktører. Slike målinger vil være subjektive, og svarene vil variere ut ifra hvem som blir spurt.

Noen forskere har brukt en case-tilnærming for å se på områder som integrasjon, kultur-differanser og strategiuenigheter i forbindelse med fusjoner og oppkjøp.



## 2.5 Tidligere studier

*De fleste fusjoner feiler. Selv om dette er ukomfortabelt, er dette en udiskutabel sannhet. Uavhengig av måleenhet- aksjepris, inntjening, avkastning på egenkapitalen- de fleste fusjoner lever ikke opp til forventningene. (Booz-Allen and Hamilton, 2001)*

Booz-Allen og Hamilton (2001) er bare noen av mange som har studert fusjoner og oppkjøp de siste årene som har konkludert med at de fleste avtaler kommer til kort sammenlignet med hva som er forventet av dem på forhånd. De fleste studier med fokus på resultat ved fusjoner og oppkjøp har vært begivenhetsstudier, hvor den kortsiktige effekten har blitt målt. En begivenhetsstudie tar som oftest utgangspunkt i endring i aksjekursen i et lite vindu rundt annonseringen av en fusjon eller et oppkjøp. Et eksempel er at man ser på endringen i løpet av tre dager. En dag før fusjonen til en dag etter fusjonen. Vi har samlet hovedfunnene fra flere slike studier i figur 1. Kolonnen med "Kjøpende selskap" forteller oss hvordan aksjeprisen til det overtakende selskapet reagerer på annonseringen. Kolonnen med "Oppkjøpte selskap" forteller oss hvordan aksjeprisen på det overtatte selskapet reagerer på annonseringen. Det er verdt å merke seg at ved fusjoner så skal det i utgangspunktet ikke være et selskap som overtar et annet, men at det er en sammenslåing mellom to likeverdige. Likevel er det ofte naturlig å tenke at det ene selskapet overtar det andre. I vårt tilfelle vil Statoil regnes som det overtakende selskap, og Hydro som det oppkjøpte selskap.

Forfattere	Studier	År	Tidsperiode	Kjøpende selskap	Oppkjøpte selskap
Yilmaz, Tanieri	Global M&A activity	2015	1992-2011	1,51 %	8,14 %
Martynova, Renneboog	M&A in Europe	2006	1993-2001	0,50 %	9 %
Moeller, Schlingemann, Stulz	Wealth destructon on a massive scale	2005	1998-2001	-12 %	
Goergen, Renneboog	Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids	2003	1993-2000	0,70 %	9 %
Andrade, Mitchell, Stafford	New evidence and perspectives on mergers	2001	1973-1998	-0,70 %	16 %

Figur 1: Begivenhetsstudier på tidligere fusjoner

Resultatene fra disse studiene ser ut til å være at oppkjøpt selskap får en gevinst, mens oppkjøper opplever et tap eller går ca. i null i forbindelse med fusjon eller oppkjøp.

Nettoreultatet av sammenslåingene ligger rundt null, eller er i noen tilfeller negativt. Dette sammenfaller med det som er blitt en konsensus innen fusjoner og oppkjøp.

Dersom gevinsten er så begrenset som forskning viser er det overraskende at fusjoner og oppkjøp fortsetter å forekomme i et så stort omfang som det faktisk gjør. Ifølge en rapport fra JPMorgan (2016) ble det i 2014 og 2015 gjort fusjoner og oppkjøp for henholdsvis 3,6 billioner dollar og 5 billioner dollar på verdensbasis. Dette er en økning fra årene før. Rasjonelle ledere ville ikke inngått avtaler som ikke skaper verdi for aksjonærene, og rasjonelle aksjonærer vil kvitte seg med aksjer i selskaper som inngår ikke-verdiskapende fusjoner og oppkjøp.

Risberg og Meglio (2010) mener at forskere bak flere av studiene som konkluderer med at fusjoner og oppkjøp ikke er lønnsomme vinkler sin forskning for å gi deres foretrukne svar på fusjon/oppkjøpsprosessen, heller enn å faktisk måle resultat av fusjon og oppkjøp. Videre mener Risberg og Meglio at det vanskelig kan konkluderes med at fusjoner ikke er lønnsomme, da forskningsobjektet er heterogent (fusjon/oppkjøp, vertikal/horisontalt oppkjøp, vennlig/fiendtlig oppkjøp), og målemetodene som er brukt ofte varierer. De mener og at det vil kreves et universalt prestasjonsmål for fusjoner og oppkjøp for at forskning på området skal kunne sammenlignes.

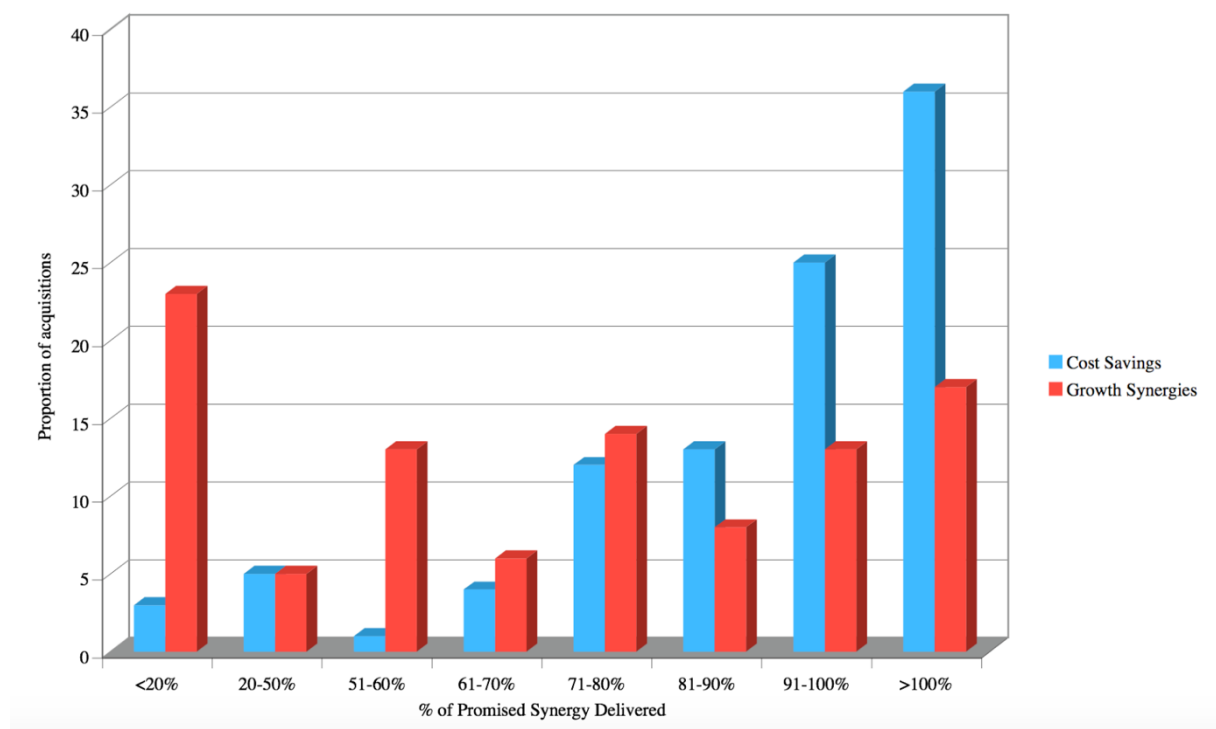
King, Daily og Covin (2004) hevder at det er behov for ytterligere utvikling av teori og at en endring i forskningsmetode av resultat ved fusjoner og oppkjøp behøves. De mener at forskning som er gjort til nå kun har sett på endringer i aksjeprisen, og neglisjert andre relevante dimensjoner ved fusjoner og oppkjøp. Forfatterne presenterer ikke en klar løsning på denne problemstillingen, men de foreslår videre forskning på feltet. De mener at dagens metoder ikke fanger opp potensielle synergier ved fusjoner.

Både Risberg og Meglio (2010), og King, Daily og Covin (2004) skylder på selve målingen av M&A-prestasjoner som forklaring på de begrensede gevinstene ved fusjon og oppkjøp.

Damodaran (2005) hevder at synergier i form av kostnadsbesparelser lettere kan oppnås enn vekstsynergier. Kostnadsbesparelser er lettere å måle, i forhold til løfter om

fremtidig vekst, som er mer diffuse. Det er mindre sannsynlig at løfter om fremtidig vekst blir dokumentert og uttalt. Konsekvensen av dette er at overvåking og oppfølging av synergioppnåelsen blir vanskeligere.

Damodarans påstand underbygges av McKinsey som har forsket på i hvor stor grad lovede synergier oppnås, og i hvilken form. Funnene deres er oppsummert i figur 2.



Figur 2: Kostnad- vs. Vekst synergier (Damodaran, 2005)

### 2.5.1 Anomalier knyttet til M&A

Det finnes flere teorier som prøver å forklare hvorfor ikke-verdimaksimerende fusjoner og oppkjøp har blitt gjort.

*Vinnerens forbannelse* er et kjent fenomen innen økonomifaget, og særlig innenfor oppkjøp og budrunder. Fenomenet er kjent som en anomali; et empirisk resultat som ikke kan forklares i henhold til økonomisk teori om rasjonelle markeder og aktører. Capen, Clapp og Campbell (1971) var de første til å presentere konseptet. De bruker utlysningen av et nytt oljefelt som eksempel. Flere oljeselskap vil by og overby hverandre for rettighetene til et oljefelt, og på et tidspunkt vil budene passere den

grunnleggende verdien på feltet. Vinneren av budrunden vil måtte betale mer enn verdien på det han har kjøpt.

Fenomenet kan også oppstå uten en budrunde. Verdien av oljefeltet kan vise seg å være lavere enn hva oljeselskapet har verdsatt det til. I denne versjonen vil vinnerens forbannelse være gjeldende selv om kjøpende selskapet tjener på oppkjøpet, så lenge inntjeningen er lavere enn estimert. Dette definerer Thaler (1988) som en mildere versjon av vinnerens forbannelse. Han presenterer både feltforskning og eksperimentell forskning, og knytter oppkjøpers begrensede gevinst til denne versjonen av vinnerens forbannelse.

Richard Roll (1986) går videre i å forsøke å forklare grunnen til at kjøpende selskap er villig til å betale et premium over markedsverdien ved overtagelse av annet selskap. Roll presenterer hybris-hypotesen som et mulig svar på hvorfor selskap velger fusjoner og oppkjøp til tross for at gevinstene er så begrensede som forskning viser. Ifølge hypotesen vil det overtakende selskapet betale en for høy pris for selskapet dersom deres verdivurdering er høyere enn hva markedsverdien på selskapet er. Overprisen kommer ikke fra potensielle synergier, men av at det overtakende selskapet mener at de kan verdsette kjøpsobjektet bedre enn markedet. Roll mener at markedene er effisiente og at markedsprisene er korrekte. Beslutningstakere i overtakende selskap overvurderer med andre ord sine egne evner til å utføre en verdivurdering.

I tillegg til å overvurdere verdien på kjøpsobjektet kan ledere også overvurdere seg selv og egne evner til å forutsi fremtiden. Ben-David, Graham og Harvey (2013) bruker begrepet ledelses-feilkalibrering på å forklare slike tendenser. De har sett på prediksjonene til over 11.000 økonomidirektører og sammenlignet prediksjonene med realiteten. Funnene deres sier at direktørens konfidensintervall ofte er altfor smale (predikasjonene deres treffer innenfor ett 80% konfidensintervall i kun 33% av tilfellene), og at ledere undervurderer sannsynligheten for tilfeldige begivenheter. Videre viser det seg at slik feilkalibrering forekommer sjeldnere etter perioder med dårlige resultater. Dette er fordi at nedre del av konfidensintervallene er sensitive i forhold til nylige resultater.

## 2.6 Prinsipal-Agent teori

Prinsipal-agent teori som handler om at en aktør (agent) handler på vegne av en annen aktør (prinsipal). Det mest brukte eksempelet innenfor prinsipal-agent teori er forholdet mellom en arbeidsgiver og en arbeidstaker, men i denne oppgaven vil forholdet mellom aksjonærer (prinsipalen) og ledelsen (agenten) i et selskap være det som er aktuelt. Teorien peker på et problem i dette arbeidsforholdet som sier at begge parter handler ut i fra sine egne interesser. En aksjonærs mål er å skape så høy profitt som mulig med sine investeringer. Aksjonæren "leier" inn lederen for å utføre denne jobben, og kompenserer lederen deretter. Lederen vil utføre jobben på en måte som gagner seg selv best, og hvor lederens kostnad er lavest. Problemet oppstår fordi lederen sitter med mer informasjon enn aksjonæren (asymmetrisk informasjon). Selv om det foreligger en kontrakt mellom partene har ikke prinsipalen fullstendig innsyn i hva agenten foretar seg. Prinsipalen kan derfor ikke være helt sikker på om hans/hennes interesser er fullstendig ivaretatt av agenten.

### 2.6.1 Agentkostnad

Agentkostnad er forbundet med problemet som er nevnt over. Agentkostnad er definert som verditap som skyldes at agenten har bedre informasjon og andre preferanser enn prinsipalen. Agentkostanden defineres videre som summen av; *monitoring costs*, *bonding cost* og *residual loss* (Jensen & Meckling, 1976).

**Monitoring costs:** Kostnader som er forbundet med å kontrollere og observere agenten. Et eksempel kan være et selskaps styre. Et styre har flere oppgaver, men en av dem er å kontrollere at ledelsen gjør en best mulig jobb i forhold til å maksimere aksjonærenes verdi. På den måten kan man si at et styre er en del av agentkostanden.

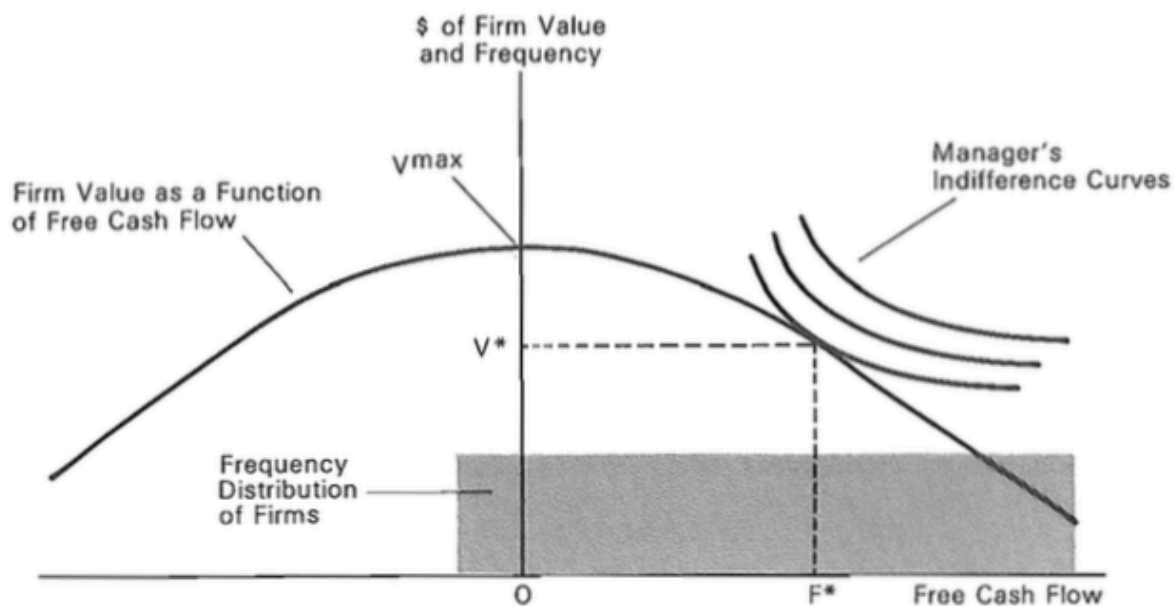
**Bonding costs:** Agenter er ofte bundet av kontrakter som skal sikre prinsipalen et best mulig resultat. Dette skal sikre prinsipalen mot at agenten kan utføre handlinger som kan skade selskapet i gitte situasjoner. En leder i et selskap kan for eksempel være nødt til å avslå et bedre jobbtillbud fra et annet selskap på grunn av en bindende avtale. Det "tapet" agenten blir påført ved å avslå tilbudet er et eksempel på bonding costs.

Residual loss: Det er omtrent umulig å forutse alle potensielle problemer eller interessekonflikter i et prinsipal-agent forhold selv om man prøver å ta høyde for disse gjennom kontrakter og andre restriksjoner. Alle avvik fra optimale handlinger blir fanget opp av residual tapet.

## **2.7 Free cashflow theory**

Michael Jensen (1986) tar for seg interessekonflikten mellom aksjonærene og ledelsen i et selskap, og viser hvordan ledere har en tendens til å investere mer enn hva som er profittmaksimerende for selskapet. Lederen vil få mer makt desto større selskapet blir, og har på den måten insentiver til å utvide virksomheten. I mange tilfeller henger lønn sammen med størrelsen på selskapet.

Fri kontantstrøm er det beløpet som er til overs når alle kapitalkostnader, gjeld og endringer i arbeidskapital er dekket, samt all ubenyttet gjeldsopptak. Dette beløpet kan betales ut som utbytte til aksjonærene. Jensen argumenterer for at selskaper med høy fri kontantstrøm er mer utsatt for denne interessekonflikten enn hva selskaper med lav fri kontantstrøm er. Desto høyere fri kontantstrøm et selskap har, desto mer handlingsrom har en leder. På denne måten kan lederen påføre selskapet mer skade i form av investeringer med lav netto nåverdi.



Figur 3: Nyttefunksjonen til en leder

Figur 3 illustrerer den nevnte interessekonflikten. Grafen viser at selskapets verdi er høyest når fri kontantstrøm er lik null ( $V_{max}$ ), og aksjonærene ønsket å være i dette punktet. Lederen foretrekker derimot en kombinasjon av fri kontantstrøm og en høyest mulig selskapsverdi. Det kan komme av at lederen har aksjeopsjoner i selskapet, og et ønske om mer makt gjennom ekspansjon. Man kan se at indifferenskurven treffer i punktet  $(V^*, F^*)$ , og dette er lederens optimale punkt. Selskapets verdi er dermed ikke maksimert som en følge av tilgjengelig fri kontantstrøm. Forskjellen mellom  $V_{max}$  og  $V^*$  er agentkostnaden ved fri kontantstrøm.

Myers og Majluf (1984) argumenterer for at fri kontantstrøm kan være fordelaktig når lederen har mer informasjon enn utenforstående investorer. Hvis en leder har et bedre grunnlag for å ta avgjørelser på selskapets vegne enn hva en aksjonær har, kan det lønne seg med finansiell fleksibilitet. Forfatterne tar da forbehold om at lederen kun har ett formål, nemlig å ivareta aksjonærenes interesser. Dette vil sjeldent forekomme, og figur 3 viste oss et mer realistisk bilde av situasjonen. Jensen argumenterer derfor for at selskapets verdi vil synke når den finansielle fleksibiliteten øker.

### **2.7.1 M&A som følge av fri kontantstrøm**

Det finnes flere forskjellige grunner til at en fusjon eller et oppkjøp blir gjennomført, og en av dem kan være fri kontantstrøm. Hvis et selskap har høy fri kontantstrøm kan et oppkjøp av et annet selskap være en god idé. Fri kontantstrøm teori sier oss at så lenge man klarer å verdsette målselskapet til riktig pris, og alle synergieffekter er lik null, vil et oppkjøp kunne forhindre intern sløsing. Et enkelt eksempel kan være at firma A har fri kontantstrøm tilsvarende 10 millioner kroner, og vurderer å bruke disse pengene til å kjøpe firma B som er verdt 10 millioner kroner. Hvis det verken finnes positive eller negative synergieffekter ved et oppkjøp sier teorien oss at dette oppkjøpet bør bli gjennomført. På den måten begrenser man lederens handlingsrom i forhold til å gjøre andre dårlige investeringer i stedet. Utfordringen er selvsagt og kunne verdsette selskapet man ønsker å overta nøyaktig. Tidligere forskning viser oss at verdien på målselskapet ofte blir overvurdert, og på den måten taper det overtakende selskapet verdi. Vi kan dermed si at i noen tilfeller er oppkjøp løsningen på agentkostnaden ved fri kontantstrøm, mens i andre tilfeller er oppkjøp symptomer på selve problemet.

Vi kan skille mellom overtakelser ved kontantbetaling (gjeldsopptak) og overtakelser hvor aksjer blir brukt som betalingsmiddel. Kun ved kontantbetaling vil fri kontantstrømteori være gjeldende siden det begrenser lederens handlingsrom. Betaling i form av aksjer adresserer ikke problemet med fri kontantstrøm.

### **2.7.2 Fri kontantstrøm i oljebransjen**

Et oljeselskap er direkte avhengig av oljeprisen, og er som oftest svært følsom ovenfor endringer i den. Mange oljeselskaper har opplevd høy fri kontantstrøm i tider med høy oljepris. Sammenfallende med fri kontantstrøm teori så har disse "ekstra" inntektene ikke blitt utbetalt i form av utbytte, men brukt til videre investeringer. En høy oljepris har gitt rom for å investere store beløp til videre leting, feltutbygging og oppkjøp.

Historien viser oss at mange investeringer som er gjort i oljebransjen har vært ulønnsomme. Jensen trekker frem eksempler fra slutten av 1970-tallet hvor bransjen fortsatte å investere tungt i utvikling- og leiteprosjekter til tross for at kostnadene knyttet til prosjektene var høyere enn før. McConnell og Muscarella (1985)



finner samsvar med dette i sin forskning. De finner at når et oljeselskap annonserer en økning i investeringer så faller aksjeprisen. I motsatt tilfelle øker aksjeprisen når oljeselskapet annonserer en reduksjon i investeringer. Dette er en omvendt reaksjon sammenlignet med andre bransjer.

Et annet problem med høy kontantstrøm er intern sløsing. En profittmaksimerende bedrift bør alltid holde kostnadsnivået til et minimum, men det skjer sjeldent i virkeligheten. I tider med høy inntekt kan man risikere å pålegge seg dyre vaner og ha et kunstig høyt kostnadsnivå. Man kan se spor av dette i oljebransjen hvor en høy oljepris i perioder har maskert kostnadene. I perioder med lav oljepris vil dette bli avslørt og med dagens (Feb. 2016) lave oljepris kan det se ut til at kostnadsnivået har vært for høyt i denne bransjen.

### 3.0 Bakgrunn

I dette kapitlet vil vi presentere både internasjonal og norsk oljehistorie. Det er viktig å ha et innblikk i hvordan oljebransjen har utviklet seg for å kunne svare på problemstillingen. Oljehistorien har vist oss at sammenslåinger og samarbeid mellom oljeselskap har vært en naturlig del av utviklingen. Vi vil se på Statoil og Hydro hver for seg frem mot fusjonen. Deretter vil vi etablere kontekst rundt fusjonen ved å se på motiv, risiko og markedssituasjonen rundt annonseringsdatoen.

### 3.1 Oljehistorie

Olje ble først oppdaget av Colonel Drake og William A. Smith i 1859. Oppdagelsen ble fulgt av et oljerush i USA. Ifølge amerikansk lov tilhørte oljen landeier, og det ble dermed populært å kjøpe landområder for å starte ekstensiv boring etter olje. Boringen på denne tiden var lite effektiv med en utvinningsgrad på bare 5%.

I 1870 startet John D. Rockefeller Standard Oil Company. Gjennom oppkjøp oppnådde Standard Oil kontroll over 90-95% av all oljeraffinering i USA innen 1880. Oljefunn i andre land, og opprettelsen av andre oljeselskap i USA var en trussel mot Standards monopol, men det var den amerikanske anti-monopol lovgivning i 1890 som satte en stopper for Standards posisjon i markedet. Lovgivningen førte til at Standard Oil ble delt opp i flere selskaper, blant annet:

- Standard Oil of New Jersey: Den største delen, som skiftet navn til Exxon i 1972.
- Standard Oil of New York: Senere Mobil Oil, før selskapet ble slått sammen med Exxon
- Standard Oil California: Fra 1984 kjent som Chevron Corporation, som kjøpte Gulf Oil i 1984.
- Standard Oil of Indiana: Senere kjent som Amoco Corporation som fusjonerte med BP i 1998.
- Standard Oil of Ohio: Siden 1987 har dette vært BP sin amerikanske avdeling

Perioden som fulgte var preget av at olje overtok rollen til kull som det dominerende brennstoff, og etterspørselen etter biler var i ekspansiv vekst. Oljeselskapene investerte i produksjonsfasiliteter, noe som førte til en økning i utvinningsgrad og lavere oljepriser.

I 1928 ble en hemmelig avtale mellom BP, Royal Dutch Shell og selskapet som i dag er kjent som ExxonMobil inngått. Denne avtalen sikret begrenset konkurranse i det globale oljemarkedet. Denne avtalen var en av faktorene som førte til fremveksten av "de syv søstrene"; (Standard Oil of New Jersey (Exxon), Standard Oil Company of New York (Mobil, siden ExxonMobil), Standard Oil of California (Chevron), Royal Dutch Shell, Anglo-Persian Oil Company (BP) og Gulf Oil (nå del av Chevron og BP)). "De syv søstrene" kontrollerte i stor grad oljeproduksjonen i Midtøsten i perioden etter 2. verdenskrig. Landene i Midtøsten hadde sammen med Venezuela hatt en formidabel vekst i oljeproduksjon i mellomkrigstiden, og begge områdene hadde potensielt store oljereserver. "De syv søstrenes" størrelse og kontroll av verdikjeden gav dem makt over landene i disse områdene. Dette var land som var preget av politisk uro.

Som et svar på denne dominansen ble OPEC etablert i 1960. Organisasjonen bestod i oppstarten av Iran, Irak, Kuwait, Saudi-Arabia og Venezuela. Formålet med OPEC var å sikre en stabil og rettferdig utnyttelse av landenes naturressurser. OPEC var svak i oppstartsfasen, og inntok en forsiktig tilnærming med fokus på endringer i landenes skattesystemer, produksjonskontroll og nasjonalisering av konsesjoner. Medlemslandene i OPEC var fortsatt avhengige av hjelp fra de store internasjonale selskapene for å kunne selge oljen de produserte.

Organisasjonens rolle endret seg i 1973. USA, Canada, Vest-Europa, Japan og Australia var nå blitt nettoimportører av olje, da særlig fra Midtøsten. Da Yom Kippur-krigen brøt ut i oktober 1973, med påfølgende Arabisk oljeembargo mot USA, Nederland, Portugal og Sør-Afrika, hadde dette store konsekvenser for oljeprisen i disse landene. De arabiske produsentene bestemte seg også for å kutte produksjonen med 25%, i tillegg til at OPEC innførte et felles referansepunkt for skattlegging av olje. Summen av denne rekken av hendelser førte til økt etterspørsel grunnet frykt i markedet, og sendte oljeprisen rett opp fra 3\$ per fat til 12\$ per fat. Dette prishoppet er kjent som det første oljeprissjokket. Sjokket markerte et skifte i verdensøkonomien, med et økt fokus på energiutfordringer. Importører ble mer bevisst på sin avhengighet av olje fra OPEC, og begynte å se etter alternativer. Energieffektivitet ble satt på agendaen, og fornybare ressurser begynte å få oppmerksomhet.

Den iranske revolusjon og den påfølgende krigen mellom Iran og Irak i 1979 førte til en produksjonsstopp av olje i disse landene. Produksjonsstoppen sendte oljeprisene opp til 24\$ per fat i 1979, og til 34\$ i 1981. Dette prissjokket førte blant annet til økt fokus på oljeproduksjon utenfor OPEC.

OPEC gikk nå inn for å holde prisen på 34\$ per fat ved å sette begrensninger for medlemslandenes produksjon. Kvotene viste seg å være vanskelige å opprettholde, og i 1983 inntok Saudi-Arabia for første gang rollen som svingprodusent. OPECs markedsandel var i like overkant av 20%, en drastisk nedgang sammenlignet med en andel på 50% i 1973. Økende misnøye blant medlemslandene førte til at Saudi-Arabia gikk bort fra sin rolle som svingprodusent, og det brøt ut priskrig for å gjenvinne markedsandeler. Priskrigen førte til overflod av olje i markedet, og sendte oljeprisen ned i 7\$ fatet i 1986. Dette er kjent som det tredje oljeprissjokket.

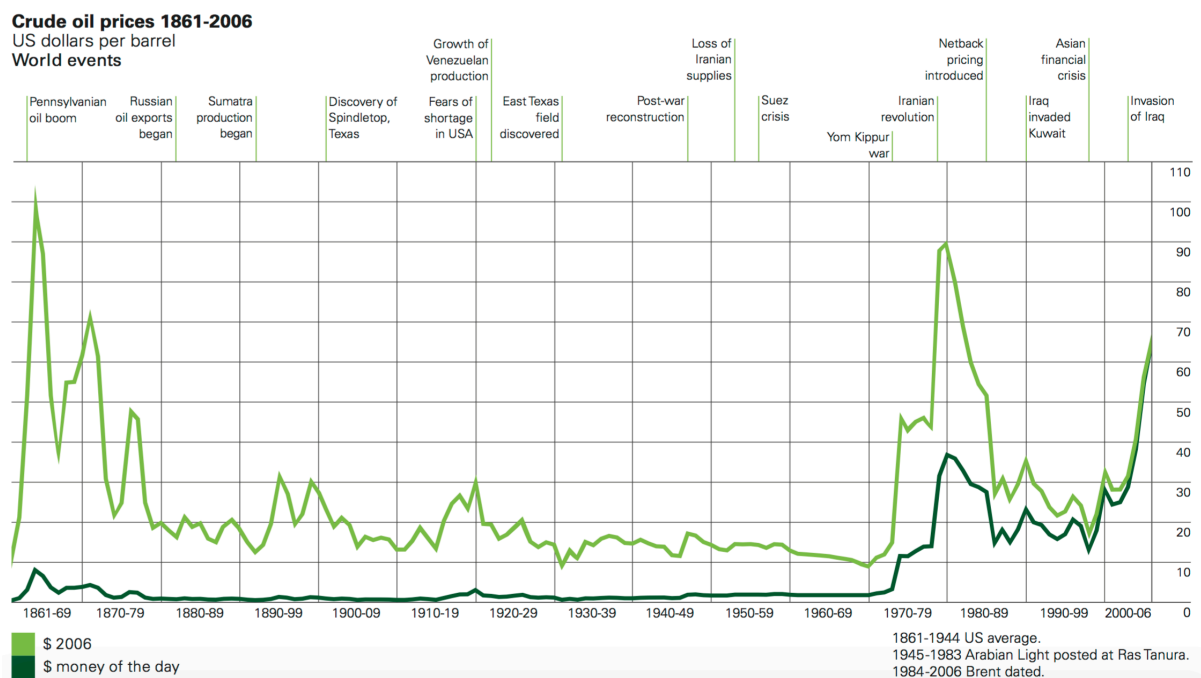
På 90-tallet klarte OPEC å opprette funksjonelle kvoter som holdt oljeprisen på et stabilt nivå mellom 15 og 20 dollar per fat, men den økonomiske krisen i Asia i 1997 satte en demper for oljeetterspørselen, og sendte prisen ned omkring 10 dollar per fat. Rundt årtusenskiftet begynte prisene å stige igjen, og tredoblet seg fra februar 1999 til november 2000. Terrorangrepet i New York i 2001 førte til et prisfall, men prisene steg igjen i 2002. Denne veksten fortsatte i flere år opp mot finanskrisen i 2008.

Prisveksten i denne perioden kan forklares av flere faktorer, men de viktigste har vært:

- Økt etterspørsel i utviklingsland, særlig Kina og India.
- Spekulasjon i oljemarkedet.
- Lav ledig lagringskapasitet førte til en risikopremie på spottprisen av olje, grunnet frykt for endringer på tilbudssiden.
- Denne mangelen på ledig kapasitet begrenset også OPECs mulighet til å regulere markedet.

Disse vedvarende høye oljeprisene økte attraktiviteten til oljesektoren, og førte til at sektoren trakk til seg investorer i større grad enn tidligere.

Figur 4 viser oljeprisens utvikling fra 1861 til 2006, inkludert hendelser som har påvirket oljeprisen.

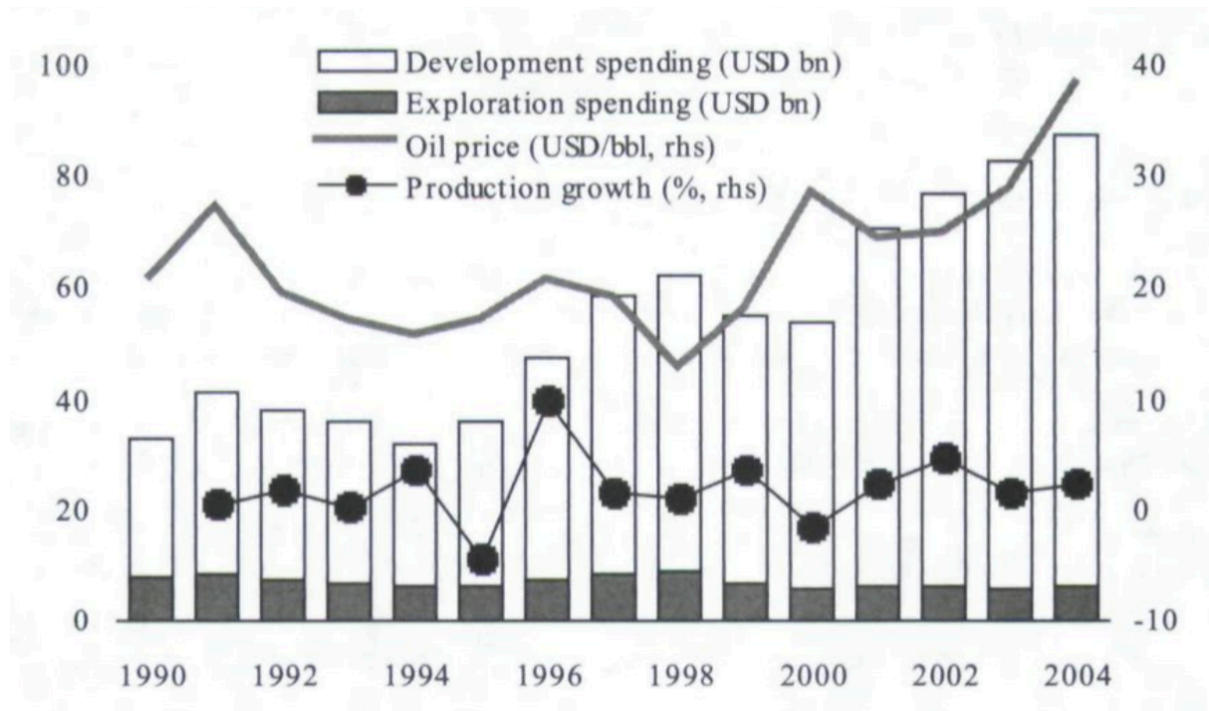


**Figur 4: Crude oil price (Bp, 2007)**

Analytikere knytter økningen i oljeprisen i perioden fra 2000-tallet fram til starten av finanskrisen i 2007 til mangel på investeringer i oljesektoren.

”Jeg er skuffet over manglende investeringer på tilbudssiden. De store, internasjonale oljeselskapene ser ut til å foretrekke å lete etter olje på NYMEX og andre råvarebørser, i stedet for å faktisk utvinne olje.” (Dr. Fatih Birol, Sjefsøkonom, International energy agency)

Dr. Birols uttalelser støttes opp av tall fra Deutsche Bank presentert i figur 5. Det er tydelig at investeringer i sektoren har økt i takt med oljeprisøkningen, men at investeringene ikke har kommet i form av økt letevirksomhet. Letekostnader er representert i grafen i det mørke feltet nederst i søylene, og har holdt seg stabil fra 1990 til 2004.



Figur 5: Investering og produksjonsvekst (Deutsche Bank, 2004)

Osmundsen, Asche, Misund og Mohn (2006) peker på endringer i markedsdynamikken i oljemarkedene i perioden fra rundt 1985 til sent på 1990-tallet som mulig årsak til endringen i oljeselskapenes investeringsstrategi. Denne perioden var preget av globalisering som hadde politiske, økonomiske og teknologiske konsekvenser. Deregulering ble stadig mer vanlig og oljeselskap som tidligere hadde vært nasjonale ble privatisert. Olje- og gasssektoren klarte ikke å levere god nok avkastning mot slutten av denne perioden, noe som tvang selskapene til å tenke på restrukturering, endring av strategi og resultatorientering i bransjen. En konsekvens av denne utviklingen var en bølge av sammenslåinger i sektoren. Blant annet slo Elf, Fina og Total seg sammen, BP og Amoco slo seg sammen, Exxon og Mobil slo seg sammen og Chevron slo seg sammen med Texaco.

I 1998 entret olje- og gassindustrien en nye fase med sterkt fokus på produksjonsvekst, kostnadskutt, effektivitet og gevinst på kort sikt. Nye målemetoder som fokuserte på kortsiktig profitt ble tatt i bruk. Den viktigste metoden som ble brukt på denne tiden var RoACE. Denne metoden har vi benyttet i analysedelen av oppgaven.

### 3.1.1 Norsk oljehistorie

Det amerikanske oljeselskapet Philips Petroleum var det første selskapet som søkte om tillatelse til å gjøre geologiske undersøkelser i havområdene utenfor Norge. Dette skjedde i 1962. Fire år tidligere hadde Norges Geologiske Undersøkelse i et brev til Utenriksdepartementet hevdet at: "Man skal se bort fra mulighetene for at det skulle finnes kull, olje eller svovel på kontinentalsokkelen langs den norske kyst." På tross av slike dystre utsikter gikk Philips, og andre oljeselskaper inn for å lete etter olje på norsk kontinentalsokkel. I 1965 ble det inngått en avtale mellom Norge, Storbritannia og Danmark om delingen av kontinentalsokkelen etter midtlinjeprinsippet.

Den første riggen begynte å bore på norsk sokkel i 1966, men det var ikke før lille julaften 1969 at det ble funnet olje på Ekofiskfeltet. Dette er et av de største oljefeltene som noen gang er funnet til havs. Senere viste det seg at feltet også hadde betydelige mengder gass. Funnet ble gjort av Philips Petroleum. Oljeproduksjonen fra Ekofiskfeltet startet i 1971, og i 1972 vedtok Stortinget opprettelsen av Statens Oljedirektorat. Oljedirektoratet fikk stor myndighet i saker som gjaldt oljeleting og utnyttelse av olje og gass på norsk kontinentalsokkel. OD har siden starten hatt ansvaret for å foreslå for regjeringen hvilke lisenser som skal utlyses på norsk sokkel. Direktoratet har også ansvar for de langsiktige teknologiske og geologiske analysene som myndighetene bruker ved styring av tempo i letevirksomheten og produksjonen på ulike felt. I tillegg har OD ansvar for at selskaper med utvinningstillatelse håndhever de gjeldende sikkerhetsforskriftene for boring og produksjon av olje og gass. Siden produksjonsstart i 1971 har norsk petroleumssektor hatt en formidabel vekst. I dag består norsk kontinentalsokkel av Nordsjøen (60 felt), Norskehavet (16 felt) og Barentshavet (1 felt). Ifølge Oljedirektoratet har petroleumssektoren bidratt med omtrent 11 000 milliarder til Norges nasjonalprodukt siden oppstarten for over 40 år siden.

Helt siden starten har det vært fokus på at naturressursene skal komme staten, og dermed hele det norske samfunnet til gode. Gjennom høye skatter og avgifter, i tillegg til utbytte fra eierandel i Statoil tilfaller store deler av verdien fra ressursene staten. Staten har også inntekter fra SDØE (Statens Direkte Økonomiske Engasjement) som er en ordning for forvaltning av sitt engasjement i petroleumssektoren. Tilsammen var

statens nettokontantstrøm fra petroleumsnæringen på like over 400 milliard kr (i 2012). Dette utgjorde omtrent 29% av statens samlede inntekter.

Petroleumsnæringen sysselsetter også en betydelig del av Norges befolkning. Omtrent 150 000 mennesker er ansatt i oljeselskapene eller underleverandører til oljeselskapene. Opptil 100 000 flere arbeidsplasser er knyttet indirekte til petroleumsnæringen, ifølge oljedirektoratets faktahefte (2014).

Også i Norge har vi eksempler på at sammenslåinger og samarbeid har vært viktig for utviklingen i bransjen. Saga Petroleum ble opprettet i 1972, samme år som Statoil, og var i sin tid Norges tredje største oljeselskap. I motsetning til Statoil og Hydro var Saga fullstendig privateid helt fra starten. Både Statoil og Hydro var aksjonærer i Saga. Selskapet var operatør på flere felt på norsk kontinentalsokkel, og deltok i letevirkosomhet i Indonesia og Namibia. Saga overtok i 1996 det britiske oljeselskapet Santa Fe som hadde konsesjoner på både britisk og irsk sokkel. Saga Petroleum ble i 1999 slått sammen med Hydros olje- og gassdivisjon. Som aksjonær i Saga ble Statoil betalt ut ved å få overdratt enkelte feltandeler. Saga hadde en omsetning på ca. 7,5 mrd. NOK og hadde omtrent 1300 ansatte på fusjonstidspunktet.

### **3.1.2 Norsk Hydro**

Hydro ble grunnlagt i 1905 av ingeniøren og gründeren Sam Eyde og fysikkprofessor og oppfinner Kristian Birkeland. Bakgrunnen var at Eyde og Birkeland sammen hadde utviklet en metode for å bruke elektrisk kraft til å binde luftens nitrogen. Etableringen av det nye selskapet ble gjort ved hjelp av franske aksjonærer. Selskapet utviklet seg i løpet av første halvdel av 1900-tallet til å bli en produsent av nitrogen, gjødsel og veisalt. Hydro var også involvert i flere tyske industriprosjekter under andre verdenskrig. I 1963 etablerte Hydro sitt første produksjonsanlegg for aluminium på Karmøy i Rogaland. Omtrent på samme tid bestemte Hydros styre seg for å entre petroleumsbransjen.

I 1964 ble Petronord-avtalen signert. Dette var en avtale mellom Hydro og franske oljeselskaper om å drive letevirkosomhet på norsk kontinentalsokkel.



I starten var Hydro en støttespiller for oljeselskapene, men over tid ble olje og gass et av hovedforretningsområdene til Hydro. I 1982 fikk selskapet operatøransvaret for Oseberg-feltet. Dette var det første feltet Hydro hadde hatt operatøransvar for. Utvidelsen av selskapets olje- og gassdivisjon fortsatte gjennom 1980- og 90-tallet. Utvidelsen skjedde blant annet ved overtagelsen av Saga Petroleum i 1999. I samme periode bestemte Hydro seg for å skille ut sine tre forretningsområder; aluminium, olje og gass, og gjødsel. Gjødseldelen Yara ble skilt ut gjennom en fisjon i 2004.

### **3.1.3 Statoil**

Den norske stats oljeselskap, Statoil, ble opprettet samtidig som oljedirektoratet i 1972. Året før ble planene om å gjøre Hydro til det dominerende, nasjonale norske oljeselskap, skrinlagt. Nå skulle i stedet Statoil være statens oljeselskap, og en del av statens måte å sikre nasjonens interesser på norsk kontinentalsokkel. Statoil var første norske selskap som fikk operatøransvar for et norsk felt, Gullfaks i 1981. En lengre konflikt med Mobil om operatørskapet på Statfjordfeltet endte med at Statoil overtok operatørskapet i 1987, og nesten samtlige ansatte i Mobil ble overført til Statoil. Denne overtagelsen blir regnet som en milepæl i Statoils historie. Utover 1990-tallet fulgte flere operatørskap som bidro til ekspansjon av selskapets organisasjon.

Statoils dominans ble av norske politikere sett på som en trussel, og i 1984 fratok staten Statoil omfattende eierrettigheter. Nå skulle statens engasjement i petroleumsvirksomheten deles i to. I tillegg til Statoil skulle det opprettes en annen del, Statens Direkte Økonomiske Engasjement (SDØE). Inntektene fra denne delen gikk direkte i statskassen, i stedet for å være potensielle investeringsmidler for Statoil. SDØE hindret Statoil fra å få flertall i samtlige eiergrupper, men hindret likevel ikke Statoils videre industrielle vekst.

I 1990 inngikk Statoil en strategisk allianse med BP om å samarbeide om leting og utvinning i en rekke land. Troen på nye store funn på norsk sokkel var liten, og derfor så Statoil på det som nødvendig å ekspandere internasjonalt. Alliansen sikret Statoil eierskap i betydelige oljefelter i Aserbajdsjan og Angola. Men da BP overtok amerikanske Amoco i 1988, trakk de seg ut av alliansen. Grunnet lave oljepriser på slutten av 90-tallet, trakk Statoil seg ut av flere internasjonale prosjekter. Det var også

på denne tiden at privatisering av Statoil ble diskutert for første gang. Fusjonen mellom BP og Amoco, i tillegg til andre fusjoner som ExxonMobil, TotalFinaElf, Chevron-Texaco og Conoco-Phillips førte til at den størrelsesmessige avstanden mellom Statoil og de største oljeselskapene i verden ble enda større. Statoil ville nå delprivatiseres, og at de statlige eiendelene i SDØE skulle fusjoneres inn i selskapet. På dette tidspunktet forvaltet SDØE olje- og gassreserver tre ganger større enn hva Statoil forvaltet. 26. april 2001 ble det fattet et stortingsvedtak om at 1/3 av Statoils aksjer skulle privatiseres. 18. juni samme år ble selskapet børsnotert, og Statoil fikk rett til å kjøpe en andel på 15% av SDØE. Staten hadde fortsatt en kontrollerende andel i Statoil, på minst 67%. Staten stilte også krav til selskapet som skulle ivareta norske interesser, som for eksempel at alle hovedkontorfunksjoner fortsatt skulle være i Norge. Statoil skulle likevel drives ut fra rene lønnsomhetskriterier. Aksjeprisen skulle være retningsgivende for utviklingen av selskapet.

De første samtalene om en mulig fusjon mellom Statoil og Hydros olje- og gassdivisjon ble gjort vinteren 2004. Begge selskapene slet internasjonalt, og sammenslåingen skulle sikre et konkurransedyktig internasjonalt oljeselskap. Planene om fusjon ble den gang skrinlagt på et tidlig stadium. Tidligere direktør i Statoil, Arve Johnsen, gikk ut mot forslaget og mente fusjonen ville være ødeleggende for den teknologiske utviklingen i norsk oljevirkosomhet.

### **3.2 StatoilHydro**

18. desember 2006 ble det sendt ut en børsmelding om at styrene i Statoil og Hydro anbefalte en fusjon mellom Statoil og Hydros olje- og gassdivisjon. Fusjonen var forbeholdt godkjenning fra begge selskaperenes generalforsamlinger, i tillegg til godkjenning fra staten. Generalforsamlingene i begge selskapene godkjente forslaget, og i mars 2007 ble forslaget godkjent uten vesentlig opposisjon i Stortinget. Selskapene fusjonerte 1. oktober 2007 under navnet StatoilHydro ASA. Dette ble siden endret tilbake til Statoil ASA 2. november 2009. Ved fusjonen var privataksjeandelen 62,5%, men staten signaliserte at de over tid ville øke sin andel til 67%. Dette var den opprinnelige andelen ved delprivatiseringen av Statoil.

Ifølge fusjonsavtalen mellom selskapene skulle Statoil overta alle Hydro olje- og gassdivisjoners eiendeler, forpliktelser, lisenser og avtaler. Dato for overtakelse ble satt til 1. januar 2007. Norsk Hydro Produksjon AS ble delt opp, og aksjekapitalen ble redusert med 3.197.265.703.30 NOK, fra 4.567.522.433.30 NOK til 1.370.256.730 NOK. Aksjens pålydende pris ble redusert fra 3,66 NOK til 1,098 NOK. På samme tid ble aksjekapitalen i Statoil økt med 2.606.655.590 NOK til 7.971.617.757.50 ved å utstede 1.042.622.236 nye aksjer, med pålydende 2,50 NOK. Hydros aksjonærer mottok da 0,8622 aksjer i Statoil for hver aksje de hadde i Hydro. Deres andel i det nye selskapet ble da på 32,7%. Denne fordelingen ble avgjort etter forhandlinger mellom selskapene, assistert av selskapenes revisjonsselskap og investeringsbanker.

Alle som var ansatt i Hydros olje og gassdivisjon ble overført til det nye selskapet. Det nye selskapets offisielle navn ble StatoilHydro ASA. Hovedkontoret skulle være i Stavanger, det samme som Statoil hadde før fusjonen.

### **3.3 Motiver for fusjonen**

Det overordnede motivet for alle fusjoner og oppkjøp er å skape verdi for sine eiere. Hovedmotivet for denne fusjonen var å bygge et norsk olje- og gasselskap som kunne konkurrere med store internasjonale selskapene. Størrelsen på det nye selskapet skulle gi StatoilHydro muligheten til å vinne anbud de tidligere ikke ville vunnet. Osmundsen, Mohn, Emhjellen og Helgeland (2002) peker på flere potensielle grunner til at størrelse på oljeselskap har en positiv innvirkning på lønnsomheten:

- Størrelsen på selskapet vil ha en påvirkning i forhold til lisenstildeling. Særlig når det er snakk om krevende utbygging av store felt.
- Størrelse gjør det mulig å besitte brede teknisk og økonomisk ekspertise.
- Det vil være mindre risikofylt for store selskaper å satse tungt i enkeltprosjekter.
- Store selskaper har større mulighet for skatteplanlegging. De kan flytte fortjeneste og kostnader til land hvor det er mest gunstig.
- Fløteskumming. De største selskapene har mulighet til å satse på de beste prosjektene.
- Et stort selskap kan ha større politisk makt sammenlignet med et mindre selskap når det gjelder både tildelinger og rammevilkår.

I 2007 utarbeidet Statoil og Hydro et felles prospekt i forbindelse med fusjonen. Dette prospektet ble godkjent av begge selskapers styrever, og inneholdt blant annet motiver bak fusjonen (2007). Noen av de mest sentrale er listet under:

- Sammen ville de to selskapene ha ledende subsea-, brønn og boringsteknologi.
- Styrket posisjon som europeisk olje- og gassleverandør.
- Det nye selskapet ville ha en ledende rolle i satsingen på ren energi.
- Man håpet at en effektivisering av driften ved sammenslåingen ville føre til store kostnadsbesparelser.

### **3.4 Markedsutsikter**

Hvert år presenterer IEA (International Energy Agency) sine markedsutsikter i publikasjonen "World Energy Outlook". Publikasjonen er anerkjent som den mest brukte kilden til analyser og predikasjoner av verdens energimarked. Vi vil presentere hovedpunktene fra International Energy Agency (2006) for å skape et bilde av hvordan bransjens fremtid ble forespeilet da fusjonen ble annonsert:

- Økt etterspørsel av tradisjonelle energikilder som olje og gass frem mot år 2030 til tross for økt fokus på miljøvennlighet og klimautslipp. Etterspørselsøkningen ville i stor grad komme fra land i utvikling; Kina, India, Brasil med flere.
- Økt etterspørsel ville gi vedvarende høye priser. IEA spådde en økning i oljeprisen til over 60\$ per fat i 2007, ned til 47\$ per fat i 2012 og deretter en stabil vekst til 55\$ per fat i 2030. Gassprisene ville, som historisk, følge oljeprisene. IEA presiserte at utsiktene var ekstremt usikre, og at deres predikasjon var betydelig høyere året før.
- Høyere marginale produksjonskostnader for produsenter utenfor OPEC, da reservene i disse områdene var mer krevende å utvinne enn tidligere utvunne ressurser. I tråd med denne utviklingen ville verdens energimarkeder i større grad domineres av store produsenter i årene fremover.
- OPECs markedsdominans ville øke de neste årene. OPECs markedsandel var på 40% i 2006, og IEA anslo at deres markedsandel ville øke til 48% innen 2030.

I fusjonsprospektet ble det også presentert framtidsutsikter. Disse analysene var mer kortsiktige enn IEAs analyser, men de var enige om en økende etterspørsel av olje og gass.

Hydro presenterte i sin årsrapport fra 2006 hvordan de så for seg oljeprisutviklingen ville bli de kommende årene. Hydro predikerte en stabil oljepris på over 60\$ per fat fra 2007 til 2012. Dette skiller seg fra IEAs anslag om en oljepris på 47\$ i 2012.

### **3.5 Risikofaktorer**

Investorer fra begge selskapene fikk presentert en liste i fusjonsprospektet med risikofaktorer i forbindelse med fusjonen (2007). Noen faktorer var knyttet til den praktiske delen av fusjonen:

- Verdiendringer i hver av selskapenes aksjer fra annonseringen til gjennomføringen av fusjonen.
- Kostnader påført selskapene selv om fusjonen ikke gjennomføres.
- Reaksjoner fra tredjepart (kunder, leverandører) i perioden fra annonsering til gjennomføring.
- Restriksjoner fra myndigheter (konkurransetilsyn) som kan utsette fusjonen og/eller begrense profitten.

I tillegg ble investorene advart om risikofaktorer som var til knyttet til tiden etter at fusjonen var gjennomført.

- Komplikasjoner i integreringsprosessen ville redusere inntjeningen til selskapet og redusere markedsverdi.
- At synergieffektene ikke ble realisert.
- Kostnadene ved fusjonen ble høyere enn budsjettet.
- Fremtidige utenlandske olje- og gassutvinninger vil muligens være mer kostbare og risikable enn hva som hadde blitt gjennomført på norsk sokkel tidligere.
- Risiko knyttet til de nye markedene StatoilHydro vurderer å entre. Både økonomisk og politisk risiko.
- Usikkerhet knyttet til faktisk størrelse på selskapenes oljereserver.

En annen risiko som ble nevnt i fusjonsprospektet er at direktører i begge selskapene kunne ha egeninteresser som strider med aksjonærenes interesser i forbindelse med fusjonen. Her nevnes det særlig bonusordninger knyttet til selskapets resultater.

Historien har vist at oljemarkedet er volatil, og at forskjellige hendelser på både tilbuds- og etterspørselssiden kan få store konsekvenser for oljeprisen. Begge selskapene opererte med en +/- 10% endring i oljepris i sine sensitivitetsanalyser av fremtidig inntjening. Dette relativt smale konfidensintervallet kommer ikke av at de ikke så for seg særlige endringer i oljeprisen, men av aktiv risikostyring i begge selskapene. Statoil delte sin risikostyring inn i tre deler:

- Forsikringsbare risikoer som blir håndtert av konsernets egne forsikringsselskap
- Taktisk risiko: Kortsiktig handelsrisiko basert underliggende eksponering. Her er råvarepris den største risikoen, ifølge Statoil.
- Strategisk risiko: Langsiktig grunnleggende risiko.

Både taktisk og strategisk risiko blir styrt på konsernnivå, blant annet av råvare- og finansielle derivater.

Før fusjonen var Hydros strategi for håndtering av risiko knyttet til svingninger i oljeprisen å ha en sterk finansiell posisjon. De brukte i liten grad finansielle instrumenter for å redusere risiko.

### **3.6 Tidligere forskning på fusjonen**

Fusjonen har helt siden den ble annonsert fått betydelig oppmerksomhet, og er ofte omtalt i media. Økonominyhetsportalen e24.no har blant annet en samleside med over 100 nyhetssaker om fusjonen og prosessen rundt fusjonen. Oppmerksomheten kommer i hovedsak av det fusjonerte selskapets størrelse, og statens interesse i selskapet.

Osmundsen (2007) analyserer hvilke konsekvenser fusjonen hadde for norsk sokkel. Han mener at det var riktig å satse internasjonalt, men at det ikke måtte bli på

bekostning av satsning på norsk sokkel. Selv om norsk kontinentalsokkel har passert toppen i sin utvinningsprofil ville det for den norske stat være klart større provenypotensial på norsk sokkel enn i utlandet. Dette er hovedsakelig i form av skatteinntekter. Osmundsen peker på mangel av konkurranse som den største trusselen forbundet med fusjonen. Han advarer mot å tillate en så sterk markedskonsentrasjon som Statoil/Hydro representerte.

Selskapet inngikk selv en avtale med tre av landets forskningsinstitusjoner om å forske på konsekvensene av fusjonen. Denne forskningen gikk over tre år. Forskingen ble avgrenset til å omfatte de organisatoriske sidene ved integrasjonsprosessen. Forskerne tar derfor ikke stilling til om synergier er oppnådd eller om de ønskede kostnadsbesparelsene er oppnådd. Temaene i forskningen var kunnskapsdeling, sikkerhet i endringsprosesser, ny organisasjon og nytt grensesnitt, identitet, endringsledelse og partssamarbeid. Forskningsprogrammet resulterte i boken "A merger of equals?" (Colman, Stensaker & Tharaldsen) som ble utgitt i 2011. I boken konkluderes det med at den interne integrasjonsprosessen mellom selskapene var en suksess, med noen få unntak.

I 2008 gjorde studentene Aleksander Raa Storaker og Alexander Idar Karlsen ved NHH en masterstudie av fusjonen. Dette var en delt begivenhetsstudie og fundamentalanalyse av StatoilHydro. I deres begivenhetsstudie målte de utslagene fusjonen hadde på aksjeprisen i perioden 15.-19. desember 2006. Det vil si annonseringsdagen +/- 1 handledag (16.-17. var lørdag og søndag). De fant at Norsk Hydro så en oppgang i aksjepris på 5,17% i denne perioden, mens Statoils aksje gikk ned med 2,52%. Samlet effekt for begge selskapene i perioden var en nedgang på 1,38%.

I deres fundamentalanalyse estimerte de at selskapene samlet tapte ca. 23 mrd. NOK på å slå seg sammen i forhold til å drive virksomhet hver for seg. Her er det verdt å merke seg at studien ble gjort våren 2008, relativt kort tid etter at fusjonen ble gjennomført. Det er da ikke mulig å trekke langsiktige konklusjoner om lønnsomheten til fusjonen. Ifølge selskapene skulle kostnadsbesparelser fra fusjonen og synergieffekter ikke oppnås før 2009/2010.

Thea Eriksen skrev i 2009 masteroppgaven "StatoilHydro-fusjonen sett i et klyngeperspektiv" ved Handelshøgskolen i Bodø. Hennes konklusjon er at dominansen til det nye selskapet har vært skadelig for konkurransen på norsk sokkel. I tillegg mener hun at fusjonen har vært skadelig for mangfoldet i næringen, et mangfold som har vært viktig for næringens konkurransevne.



## 4.0 Kontantstrømbasert verdsettelse

Som nevnt i kapittel 1 skal vi utføre fire ulike verdsettelsener i denne oppgaven. Vi skal verdsette Statoil og Hydros olje- og gassdivisjon hver for seg i 2006, og deretter verdsette det nye selskapet StatoilHydro i 2007 og 2012 med de påtenkte synergieffektene tatt i betraktning.

Det finnes flere ulike verdsettelsesmodeller man kan bruke for å estimere verdien av et selskap. Det er vanlig å benytte seg av en hovedteknikk, men det kan være en god ide å supplere med andre modeller for å finne et mest mulig nøyaktig verdiestimat. I dette kapitlet vil vi presentere verdsettelsesteori og utføre de fire kontantstrømbaserte verdsettelsene.

### 4.1 Fundamental verdsettelse

I en fundamental verdsettelse tar man utgangspunkt i historiske regnskapstall og underliggende forhold i selskapet for å utarbeide prognosetall for fremtiden. Strategiske analyser er ofte grunnlaget for antagelser man bruker i prognoseestimeringen. Den vanligste metoden innenfor fundamental verdsettelse er å bruke *diskonterte kontantstrømmer* (DCF), og denne metoden har vi valgt å benytte i denne oppgaven.

Meningen med diskonterte kontantstrømmer er å finne ut hva en investor vil få igjen fra en investering med hensyn til prisen på kapital. Man må altså ta hensyn til at en krone i dag er verdt mer enn en krone i morgen. Med dette i bakhodet finner man en nåverdi på de fremtidige kontantstrømmene som tilfaller eierne. Nåverdien vil i praksis være lik verdien på selskapet og man finner den ved følgende formel:

$$DCF = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

$CF_t$  = Kontantstrøm i periode  $t$

$n$  = Levetid

$r$  = Kalkulasjonsrenten

Det avgjørende med denne metoden er hvilken rente man legger til grunn for utregningen. Det er viktig å skille mellom to ulike metoder ved utregning av DCF. Enten kan man estimere kontantstrømmen til egenkapitalen eller så kan man estimere kontantstrømmen til netto driftskapital.

#### 4.1.1 Free cash flow to equity (FCFE)

Ved denne metoden beregner man kontantstrømmen til egenkapitalen, og bruker derfor kostnaden av egenkapitalen som neddiskonteringsfaktor. Når man benytter denne metoden antar man at all fri kontantstrøm blir utbetalt til eierne. Som tidligere nevnt, så har det vært perioder i oljebransjen med høy fri kontantstrøm som ikke har blitt utbetalt til eierne. Derfor er denne metoden ikke den beste verdsettelsesmodellen i vårt tilfelle, men vi har likevel valgt å ta den med.

$$\text{Verdi av EK} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t}$$

$FCFE_t = \text{Nettoresultat} - (\text{Capex-Avskrivninger}) - \text{Endring i AK} + \text{Endring i gjeld}$

$Ke = \text{Egenkapitalkostnad.}$

#### 4.1.2 Free cash flow to the firm (FCFF)

Her beregnes kontantstrømmen til netto driftskapital, og man bruker et vektet avkastningskrav som neddiskonteringsfaktor (WACC). I motsetning til FCFE hvor man bare tok hensyn til kontantstrømmen som kunne tildeles eierne, tar man her hensyn til alle interessenter i selskapet. Endringer i gjeldsgraden vil gjøre det vanskeligere å beregne FCFE sammenlignet med FCFF. Derfor har vi valgt å benytte oss av FCFF-metoden i denne oppgaven.

$$\text{Verdi av netto driftskapital} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

$FCFF = EBIT(1-t) - (\text{Capex} - \text{Avskrivninger}) - \text{Endring i AK}$

$WACC = \text{Weighed average cost of capital.}$

## 4.2 Verdsettelse i praksis

Ved gjennomføring av en verdsettelse er det vanlig å ta utgangspunkt i en 5-års periode før man antar at selskapet går inn i en "steady state" med en konstant vekst. Rosenbaum og Pearl (2009) mener at en femårig periode er tilstrekkelig for da har selskapet vært i gjennom konjunktursvingninger og fått realisert planlagte prosjekter. Etter fem år estimerer man verdien av de fremtidige kontantstrømmene med en konstant vekstrate. Denne verdien kaller man terminalverdi og man bruker gjerne Gordons vekstmodell for å regne denne ut:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF(1 + g)}{(w - g)}$$

CF = Kontantstrøm

g = Årlig konstant vekstrate

w = Avkastningskravet

Denne formelen bringer oss videre til den todelte formelen til netto driftskapital hvor man først summerer en periodes kontantstrømmer, før man legger til en terminalverdi med en konstant vekstrate.

$$\text{Verdi av netto driftskapital} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_n * (1 + g)}{(1 + WACC)^n (WACC - g)}$$

## 4.3 CAPM

Capital Asset Pricing Model (CAPM) er den vanligste metoden til å finne egenkapitalens avkastningskrav innen verdsetting. Tanken bak modellen er at investorer skal kompenseres for både tidsverdien av penger og risikoen knyttet til investeringen. Formelen har to ledd, hvor det første representerer tidsverdien av penger, mens det andre leddet representerer risikoen.

$$\text{Forventet avkastning fra aksje} = R_f + \beta(E(R_m) - R_f)$$

R<sub>f</sub> = Risikofri rente

$E(R_m)$  = Forventet markedsavkastning

$\beta$  = Estimert beta

#### **4.3.1 Risikofri rente**

Risikofri rente representerer tidsverdien til kapital. Dette er avkastningen man til enhver tid kan oppnå uten å påta seg noen form for risiko. Statsobligasjoner er tradisjonelt sett på som en risikofri investering, da sannsynligheten for konkurs er svært lav. Statsobligasjoner med lengre tidshorisont har en høyere rente enn ved kortere tidshorisont grunnet kompensasjon for kapitalbinding. Koller (2010) argumenterer for at risikofri rente bør beregnes ut i fra en 10-årig statsobligasjon uttrykt i samme valuta som selskapets kontantstrøm. Derfor har vi valgt å bruke norske statsobligasjoner med en tidshorisont på 10 år. I vår verdsettelse av selskapene før fusjonen i 2006 har vi lagt grunn en risikofri rente på 4,07% (Norges Bank, 2006). I verdsettelsen av det sammenslåtte selskapet i 2007 har vi lagt til grunn en risikofri rente på 4,78% (Norges Bank, 2006). For verdsettelsen i 2012 har vi benyttet en risikofri rente på 2,1% (Norges Bank, 2006).

#### **4.3.2 Markedets risikopremie**

Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning til markedsporteføljen og risikofri rente. Markedets risikopremie kan beregnes ved ulike metoder, men man havner som oftest innenfor intervallet 4-5% uansett tilnærming. En metode som er vanlig å benytte seg av er å se på historiske tall, hvor man beregner gjennomsnittlig avkastning fra den perioden man har valgt. Diskusjonen rundt denne metoden er hvilket tidsperspektiv man skal bruke. Det argumenteres for både lange tidshorisonter (100 år), og for kortere tidshorisonter (10-20 år). En annen metode å finne markedets risikopremie på er å prognostisere fremtiden. Analytikere og investorer bruker ressurser på dette og i denne oppgaven har vi tatt utgangspunkt i PWCs rapport (Pwc, 2008). Deres beregninger tilsier at markedets risikopremie for 2006 og 2007 var ca. 4,5%. Denne satsen bruker vi i de tre første verdsettelsene, mens i verdsettelsen fra 2012 bruker vi en sats på 5% som også er hentet ut i fra PWCs rapport (Pwc, 2012).

### 4.3.3 Beta

Beta gir oss en investerings relative risiko. Det betyr investeringsens risiko sammenlignet med den generelle risikoen i markedet. Når beta er lik 1 vil det si at en investerings risiko korrelerer perfekt med markedet svingninger. Er beta lik 0,5 er investeringen halvparten så volatilt som markedet. Når beta er lik 0 er det ingen korrelasjon mellom investeringen og markedet. Det finnes hovedsakelig to metoder man kan benytte seg av når man estimerer beta. I den ene metoden bruker man regresjonsanalyser basert på historiske børskurser av aksjen man skal vurdere, og sammenligner utviklingen med markedet. En utfordring med denne metoden i vårt tilfelle er at Hydro var et konglomerat, og at det derfor er vanskelig å måle beta til selskapets olje- og gassdivisjon.

Den andre metoden handler om å sammenligne selskapet man skal vurdere opp mot andre "like" selskaper (peers) i samme bransje. Vi har testet kursutviklingen til ExxonMobil, Total, Chevron og BP opp mot utviklingen til S&P 500 i 5-årsperioden 2002-2006. Her finner vi et snitt på beta på 0,72. Vi mener at denne betaen er for lav til at vi kan bruke den for Statoil, Hydro og StatoilHydro. Vi har målt selskapene mot S&P 500, en indeks som er diversifisert i større grad enn hva Oslo Børs er. Oljeselskapene vil derfor ha en lavere korrelasjon med indeksen og det amerikanske aksjemarkedet enn hva Statoil og Hydro vil oppleve på Oslo Børs. Det kan også tenkes at betaen ville vært høyere dersom vi hadde målt over en lengre periode. Perioden 2002-2006 var en periode med relativt lav volatilitet, preget av stabil vekst.

Vi har lagt Næs, Skjeltnor og Ødegaards (2009) artikkel om Oslo Børs til grunn for vårt betaestimat både for Statoil og Hydro. De har sett på selskaper på Oslo Børs fra 1980 til 2006 og funnet bransjebetaer, blant annet for energisektoren. Her har de kommet fram til en beta på 1,1 for energisektoren. Det er verdt å merke seg at energisektoren omfatter mer enn bare oljeselskap. Selskap på Oslo Børs er klassifisert etter sektortilhørighet basert på Global Industry Classification Standard (GICS). Denne standardinndelingen er utviklet og implementert av MSCI og S&P. Inndelingen gjøres på fire nivåer; 10 sektorer, 24 industrigrupper, 62 bransjer og 132 undernivåer på bransjer (Oslo Børs).

En beta på 1,1 stemmer overens med det Statoil selv bruker i utregningen av sin diskonteringsrente (WACC) i årsrapporten fra 2006. Her benytter Statoil en beta på 1,0, men beskriver riktignok denne som et høyt subjektivt anslag.

Noen vil hevde at Oslo Børs ikke egner seg som utgangspunkt for beregning av beta for Statoil eller Hydro da dette er en "oljebørs" drevet av oljemarkedet. Næs, Skjeltorp og Ødegaard finner derimot lite empirisk bevis som underbygger dette. Derfor har vi valgt å benytte oss av denne betaen i både 2006 og 2007. I 2012 har vi oppjustert betaen til 1,2. Vi har hatt utfordringer med å finne lignende analyser i 2012 som de vi la til grunn i 2006. Vi har større grad benyttet oss av tall fra finansielle dataleverandører for å fastsette betaen til Statoil i 2012.

Ved bruk av CAPM har vi kommet frem til følgende egenkapitalkrav for Statoil og Hydro Petroleum i 2006:

EK-Krav 2006	
Risikofri rente	4,07 %
Markeds risikopremie	4,50 %
Beta	1,1
Egenkapitalkrav	9,02 %

Tabell 1: EK-Krav 2006

Ved bruk av samme metoden har vi kommet frem til følgende egenkapitalkrav for det sammenslåtte selskapet StatoilHydro i 2007 og 2012:

EK-Krav 2007	
Risikofri rente	4,78 %
Markeds risikopremie	4,50 %
Beta	1,1
Egenkapitalkrav	9,73 %

Tabell 2: EK-Krav 2007

EK-Krav 2012	
Risikofri rente	2,10 %
Markeds risikopremie	5 %
Beta	1,2
Egenkapitalkrav	8,10 %

Tabell 3: EK-Krav 2012

#### 4.4 WACC

Weighted average cost of capital er avkastningskravet til totalkapitalen. WACC er det vektete gjennomsnittet av egenkapitalkostnad og gjeldskostnad, og skal dekke kravet til både eiere og kreditorer. WACC kan beregnes med følgende formel:

$$WACC = K_D(1 - t)\frac{D}{V} + K_E\frac{E}{V}$$

$K_D$  = Gjeldskostnad

$K_E$  = Egenkapitalkostnad

D = Markedsverdi av gjeld

E = Markedsverdi av egenkapital

V = D + E

t = Skatt

Vi bruker egenkapitalkravene i utregningen av WACC til de tre selskapene. Gjeldsrenten er et vektet forhold mellom kortsiktig gjeldsrente og langsiktig gjeldsrente, og den bruker vi til å beregne selskapets gjeldskostnad (Gjeldsrente\*(1-Skatt)) som inngår i WACC-formelen. Det er verdt å merke seg at Hydro har en høyere gjeldsrente enn Statoil. På grunn av en høyere statlig eierandel kan Statoil ha blitt sett på som en tryggere låntaker enn Hydro, og dermed få en lavere rente på sine lån.

##### WACC Statoil 2006

Gjeldsgrad	20,50 %
EKgrad	79,50 %
Gjeldsrente	5,50 %
Skatt	69,70 %
EK-Krav	9,02 %
Gjeldskostnad	1,67 %
WACC	7,51 %

Tabell 4: WACC Statoil 2006

##### WACC Hydro 2006

Gjeldsgrad	33 %
EKgrad	67 %
Gjeldsrente	6,68 %
Skatt	69,70 %
EK-Krav	9,02 %
Gjeldskostnad	2,02 %

WACC	6,71 %
------	--------

Tabell 5: WACC Hydros olje- og gassdivisjon 2006

WACC StatoilHydro 2007	
Gjeldsgrad	12,40 %
EKgrad	87,60 %
Gjeldsrente	6,04 %
Skatt	69,60 %
EK-Krav	9,73 %
Gjeldskostnad	1,84 %
WACC	8,75 %

Tabell 6: WACC StatoilHydro 2007

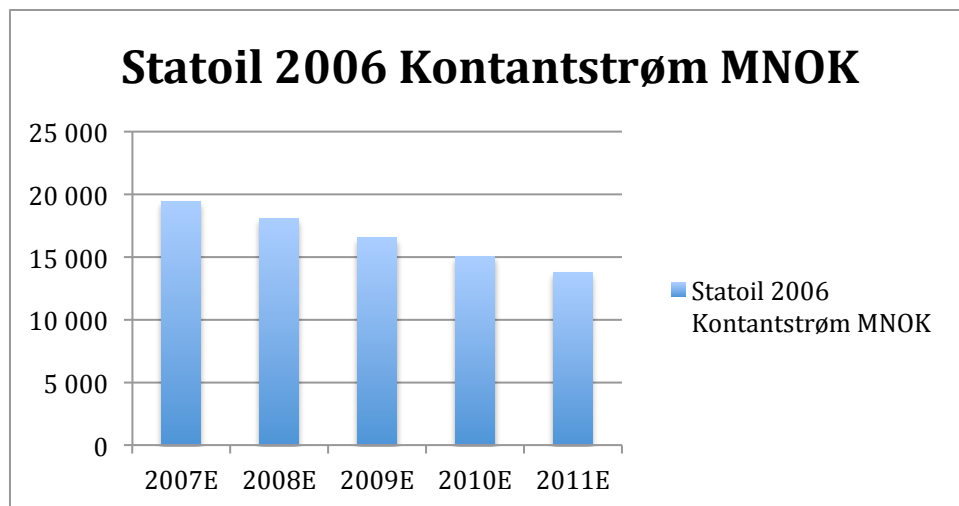
WACC Statoil 2012	
Gjeldsgrad	10,90 %
EKgrad	89,10 %
Gjeldsrente	4,59 %
Skatt	66,38 %
EK-Krav	8,10 %
Gjeldskostnad	1,54 %
WACC	7,39 %

Tabell 7: WACC Statoil 2012

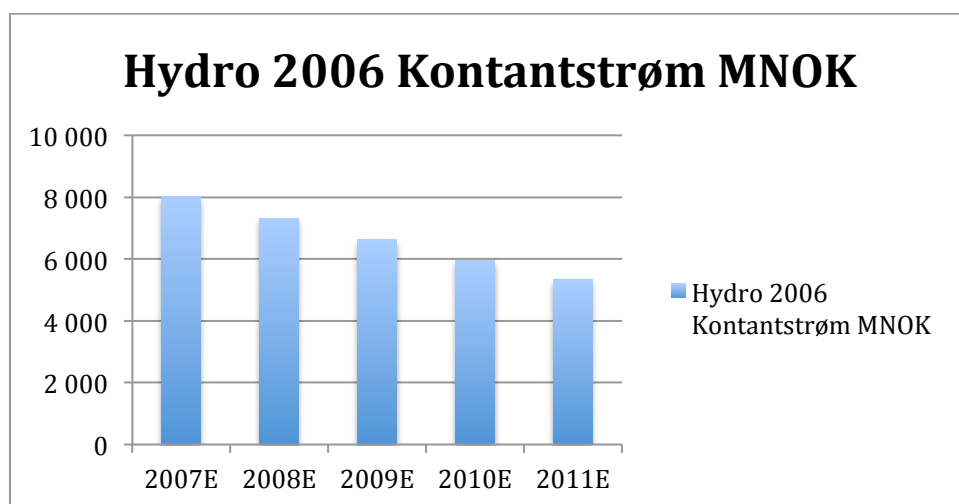
#### 4.5 Selskapsverdi

I verdsettelsene av Statoil og Hydros olje- og gassdivisjon i 2006 har vi lagt like forutsetninger til grunn i utregningene. Dette er naturlig fordi selskapene opererte i det samme markedet, og sto overfor de samme utfordringene. Ut i fra hvordan markedsutsiktene var i 2006 har vi tatt følgende forutsetninger: Vekstfaktor på 4% for EBIT i 2007-2008, og 3,25% i 2009-2011. Vekstfaktor for CAPEX på 4,5% og en konstant vekstrate (g) på 2,25%. Disse forutsetningene, samt de respektive WACCene gir oss følgende nåverdier av de framtidige kontantstrømmene på de to selskapene:





Figur 6: Diskonterte kontantstrømmer Statoil 2006



Figur 7: Diskonterte kontantstrømmer Hydros olje- og gassdivisjon 2006

På grunnlag av disse estimerte fremtidige kontantstrømmene kan vi beregne verdien av egenkapitalen og verdien per aksje til de to selskapene.

#### Statoil 2006

<b>Verdi av egenkapitalen</b>	345 562
Antall aksjer	2 161
<b>Verdi pr. Aksje 31.12.2006</b>	160

Tabell 8: Selskapsverdi MNOK Statoil 2006

#### Hydro 2006

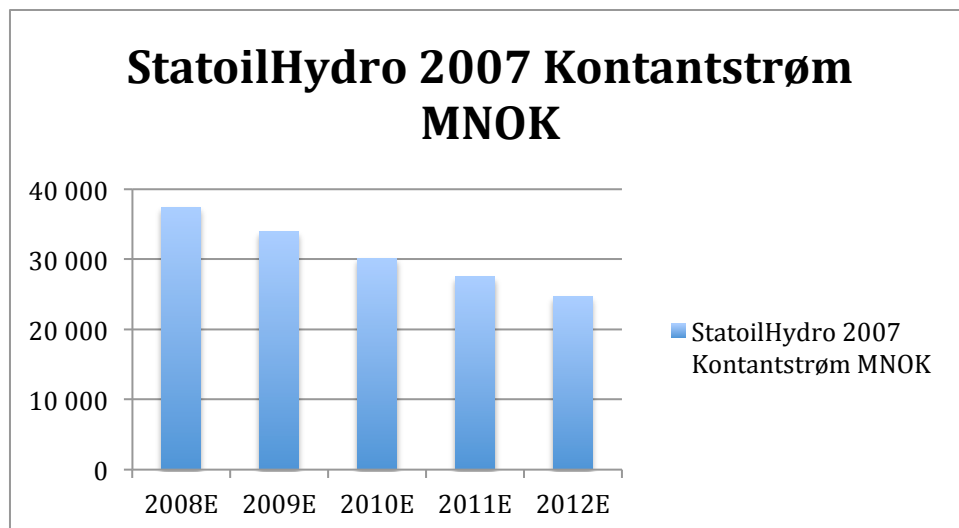
<b>Verdi av egenkapitalen</b>	140 418
Antall aksjer	1 241
<b>Verdi pr. Aksje 31.12.2006</b>	113

Tabell 9: Selskapsverdi MNOK Hydros olje- og gassdivisjon 2006

Verdien av Statoil i 2006 var ca. 345 mrd., og verdien av Hydros olje- og gassdivisjon i 2006 var ca. 140 mrd. Vi kan se at verdien på Statoil er betydelig høyere enn verdien av Hydros olje- og gassdivisjon. Størrelsesforskjellen på de to selskapene ga noen kritikere argumenter om at dette ikke var en fusjon mellom to like selskap, men derimot at Statoil overtok Hydros olje- og gassdivisjon. Hvis vi sammenligner den estimerte verdien per aksje til Statoil på 160 kr. med den reelle aksjekursen den dagen på 166,50 kr., kan vi se at vår beregning er forholdsvis presis. Det gir oss lite nytte å sammenligne Hydro sin estimerte verdi per aksje med den reelle aksjekursen fordi Hydro var et konglomerat (var i aluminiumsbransjen også). Det vil si at aksjekursen vil omfatte hele selskapet, mens vi bare har beregnet verdien på Hydros olje- og gassdivisjon.

I verdsettelsen av det samlede selskapet StatoilHydro i 2007 har vi tatt de påtenkte synergieffektene som fusjonen skulle skape med i betraktningen. Vi holder vekstfaktorene for EBIT lik som ved de to første verdsettelsene, men i denne verdsettelsen tar vi hensyn til kostnadsbesparelsen fusjonen skulle skape. Det betyr i realiteten at vekstfaktoren er høyere enn tidligere. Helge Lund uttalte 12.02.2007 at målet for kostnadsbesparelse var 4 mrd. NOK per år (1,2 mrd. NOK e/skatt), og denne effekten skulle etter planen være realisert innen 2010 (Regjeringen.No, 2006-2007). Vi har valgt å implementere denne effekten gradvis i prognoseberegningene, hvor full effekt oppnås i 2011. Fusjonen skulle også føre til lavere kapitalkostnader for det nye selskapet, og derfor har vi redusert vekst i CAPEX fra 4,5% til 4%.

DNB Nor Markets sin analyse (2006) av fusjonen legger til grunn en økning i den konstante vekstraten (g) på 0,25%. Vi har derfor økt g fra 2,25% til 2,5%, og brukt dette som den siste synergieffekten i den kontantstrømbaserte verdsettelsen. Disse nye forutsetningene gir oss følgende framtidige kontantstrømmer og selskapsverdi av StatoilHydro per 31.12.2007 i millioner NOK.



Figur 8: Diskonterte kontantstrømmer StatoilHydro 2007

#### StatoilHydro 2007

<b>Verdi av egenkapitalen</b>	561 621
Antall aksjer	3 189
<b>Verdi pr. Aksje 31.12.2007</b>	176

Tabell 10: Selskapsverdi MNOK StatoilHydro 2007

Verdien av StatoilHydro i 2007 var ca. 562 mrd., og verdi per aksje var 176 kr. Den reelle aksjekursen denne dagen var 169 kr., noe som betyr at vi har overvurdert selskapet med 7 kr. per aksje. Dette må også sies å være en relativt presis verdsetting.

For å kunne sammenligne denne verdien med verdiene fra 2006 har vi neddiskontert verdien ytterligere ett år tilbake. Normalt sett benytter man WACC til å neddiskontere framtidige kontantstrømmer, men i dette tilfelle vil ikke det være nødvendig siden vi nå neddiskonterer tilbake i tid og det er ingen til risiko ved kontantstrømmen. Vi neddiskonterer derfor med risikofri rente som var 4,07% i 2006 (Norges Bank).

<b>Verdi av egenkapital 2007</b>	561 621
Diskontering	1,0407
<b>Verdi av egenkapital 2006</b>	539 657
<b>Verdi pr. Aksje 31.12.2006</b>	169

Tabell 11: Neddiskontering StatoilHydro 2007

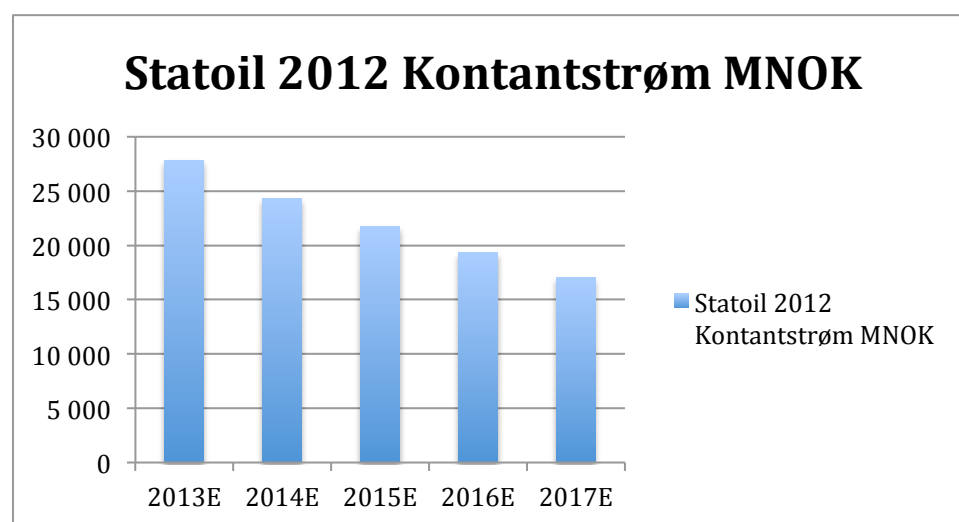
Selskapet er verdt ca. 540 mrd. etter neddiskontereringen. Vi kan nå sammenligne denne verdien med summen av de to selskapsverdiene vi har fra 2006:

StatoilHydro	539 657
Statoil + Hydro 2006	489 580
<b>Verdi av fusjon</b>	<b>50 077</b>

Tabell 12: Verdi av fusjon MNOK

Vår kontantstrømbaserte verdsettelse forteller oss at fusjonen skulle generere en gevinst på ca. 50 mrd. Når det gjelder kostnadene ved gjennomførelsen av fusjonen så er de estimert til å være ca. 10,7 mrd. i følge Statoils 4. kvartalsrapport (2008). Disse kostnadene trenger vi ikke å trekke fra profitten fordi kostnadene allerede er tatt høyde for i årsregnskapet, og er på den måten reflektert i kontantstrømmen.

Den siste verdsettelsen vi har utført er av Statoil 2012 (skiftet navn fra StatoilHydro i 2009). Denne verdsettelsen vil være med på å forklare hvordan utviklingen til Statoil har vært etter fusjonen. Vi har tatt følgende forutsetninger i denne verdsettelsen: I 2013-14 har vi brukt en vekstfaktor for EBIT e/skatt på 2,5%, og i 2015-17 har vi brukt en vekstfaktor på 3,5%. Disse satsene har vi hentet ut i fra Statoils egen årsrapport (2012), hvor framtidsutsiktene blir diskutert. Grunnen til at Statoil selv så for seg en høyere vekst fra 2015 var fordi "en bølge" av tidligere investeringer skulle man nå bære fruktene av. Både vekst i CAPEX og den konstante veksten (g) har vi holdt lik som i 2007, henholdsvis på 4% og 2,5%.



Figur 9: Diskonterte kontantstrømmer Statoil 2012

#### Statoil 2012

<b>Verdi av egenkapitalen</b>	414 854
Antall aksjer	3 181
<b>Verdi pr. Aksje 31.12.2012</b>	130

Tabell 13: Selskapsverdi MNOK Statoil 2012

Verdien av Statoil i 2012 var ca. 415 mrd., og verdi per aksje var 130 kr. Den reelle aksjekursen var 139 kr, og igjen er verdsettelsen relativt presis.

Selskapsverdien i 2012 sammenlignet med selskapsverdien i 2007 viser en nedgang på 150 mrd.

<b>Verdi av egenkapitalen 2012</b>	414 854
<b>Verdi av egenkapitalen 2007</b>	564 802
<b>Endring i selskapsverdi 07-12</b>	-149 948

Tabell 14: Endring i selskapsverdi MNOK

Betydningen av disse selskapsverdiene vil bli diskutert og drøftet nærmere senere i oppgaven.

## 5.0 Analyser

I dette kapitlet skal vi benytte oss av flere andre metoder for å undersøke om utviklingen til Statoilydro har vært slik man ønsket før fusjonen. Vi vil sammenligne Statoil med peers ved bruk av både multipler, ROACE og utregning av TSR (Total Shareholder Return). Vi vil også se på hvordan selskapet har utviklet seg internasjonalt.

### 5.1 Verdssettelse med multipler

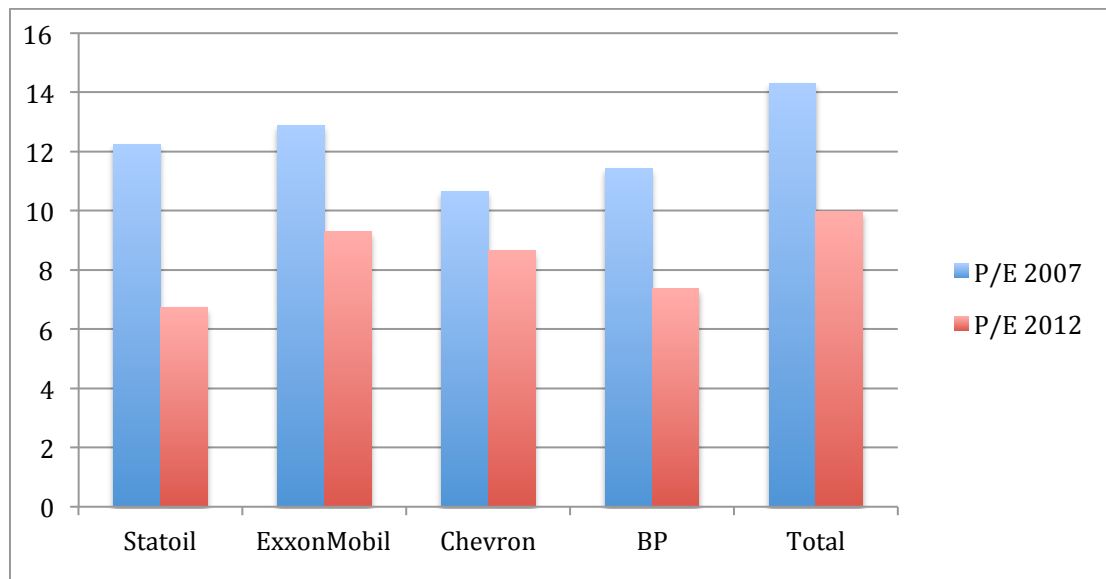
Verdssettelse med multipler brukes ofte som verdssettelsesmetode fordi det er en lettvent metode sammenlignet med en fundamental verdssettelse. Man kaller metoden gjerne for relativ verdsetting fordi man sammenligner nøkkeltall i et selskap med nøkkeltall i et sammenlignbart selskap. Problemet med metoden er at det ofte er vanskelig å finne et sammenlignbart selskap, og dette gjør at resultatene fra en slik analyse kan være usikre og unøyaktige.

Det finnes mange ulike multipler man kan benytte seg av. Price/Earnings, Price/Cash Flow, EV/EBIT, EV/EBITDA og EV/DACF er eksempler på multipler, og disse er de mest brukte.

I denne oppgaven har vi valgt å benytte oss av multipler for å se hvordan StatoilHydro gjør det sammenlignet med andre store internasjonale oljeselskap. Vi vil først gjøre en analyse i 2007, og deretter bruke de samme multiplene i 2012. Dette vil kartlegge hvordan utviklingen til Statoil har vært i en 5-års periode sammenlignet med andre selskap i samme bransje. Vi har valgt å sammenligne StatoilHydro med følgende store internasjonale oljeselskap; ExxonMobil, Chevron, BP og Total. Disse selskapene er sammenlignbare med Statoil fordi de opererer i samme bransje, og er profittmaksimerende børsnoterte selskap. En viktig drivfaktor for fusjonen mellom Statoil og Hydro var at et samlet selskap ville ha bedre mulighet til å konkurrere med nettopp disse selskapene.

Vi har benyttet oss av tre ulike multipler i oppgaven. Den første er Price/Earnings som gjerne er den mest brukte og overfladiske av dem alle. P/E-en er en indikator på hvor mange år det vil ta før aksjen har tjent inn investeringsbeløpet. Dette forutsetter blant annet en konstant P/E, noe som i realiteten ikke er mulig. Vi har brukt aksjepris ved

årsslutt i 2007 og 2012 som teller P, og inntjening per aksje som nevner E på de samme tidspunktene.

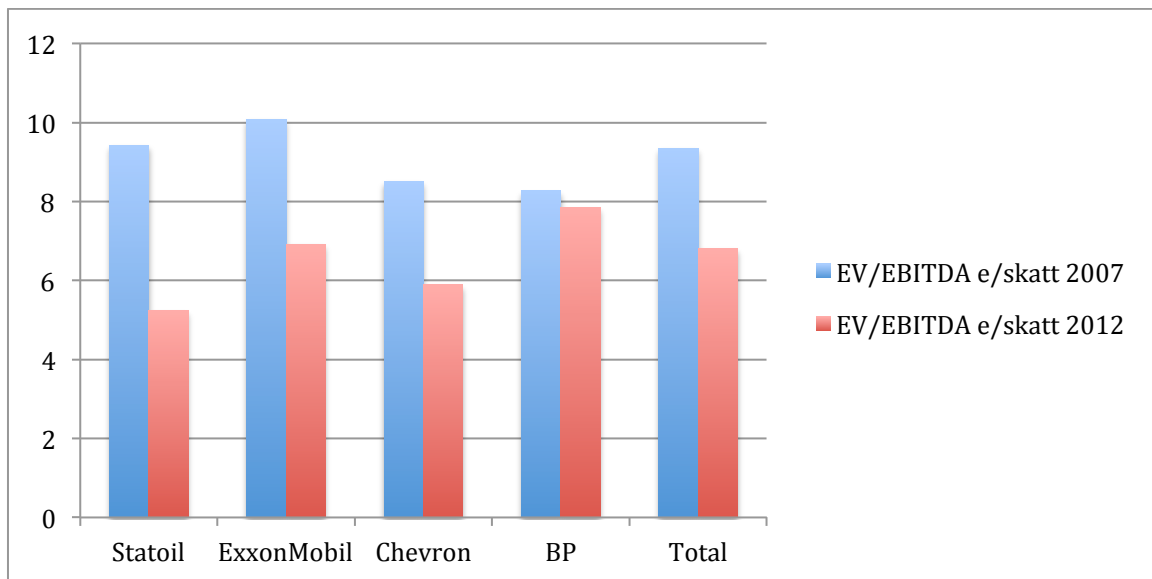


**Figur 10: P/E multipl**

Som vi ser av figur 10 har alle selskapene hatt en nedgang i P/E i 2012 sammenlignet med 2007. Statoil har hatt den største nedgangen. Alle selskapene har hatt en nedgang i telleren (Price), og har hatt en oppgang eller hatt en stabil nevner (Earnings). Dette er grunnen til at samtlige selskap har hatt en nedgang i P/E-multiplen. En lav P/E kan indikere at aksjene er underpriset, eller at man forventer en nedgang i fremtidige inntekter. P/E er normalt negativt korrelert med oljeprisen. Aksjemarkedet priser oljeselskaper med utgangspunkt i langsiktige oljeprisforventninger. Dette betyr at man får høye P/E-verdier ved lav oljepris fordi man forventer at prisen vil stige i fremtiden. I omvendt tilfelle, ved høy oljepris, vil man ha lave P/E-verdier.

Den andre multiplen vi har benyttet er EV/EBITDA (Enterprise Value / Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation). Denne metoden egner seg bedre enn P/E når man skal sammenligne selskaper med ulik gjeldsstruktur, da beregningen av EBITDA skjer før renter. Av samme grunn er også metoden nyttig når selskaper har ulike ned- og avskrivningsmetoder. Multiplen passer bra for sammenligning av selskaper i kapitalintensive bransjer, noe som passer for oljebransjen. EBITDA er som nevnt beregnet før skatt, men vi har valgt å beregne EBITDA etter skatt fordi dette gir et

mer realistisk bilde. Det er store forskjeller i skattesatsene mellom selskapene, hvor Statoil har den klart høyeste satsen.



**Figur 11: EV/EBITDA Multipl**

Som ved P/E multipl har samtlige selskap hatt en nedgang i EV/EBITDA. Statoil er det selskapet som har den største negative utviklingen, mens BP er selskapet med den minste nedgangen. Alle selskapene utenom Chevron har hatt en nedgang i telleren (EV), mens alle utenom BP og Total har hatt en oppgang i nevneren (EBITDA e/skatt). I Chevron sitt tilfelle har altså både telleren og nevneren steget, men oppgangen i nevneren veier tyngst og drar derfor multipl ned.

Den siste multipl vi vil benytte oss av er EV/DACF (Enterprise value/ debt-adjusted cash flow).

$$DACF = \text{post tax cashflow} + \text{post tax intrest charge}$$

hvor

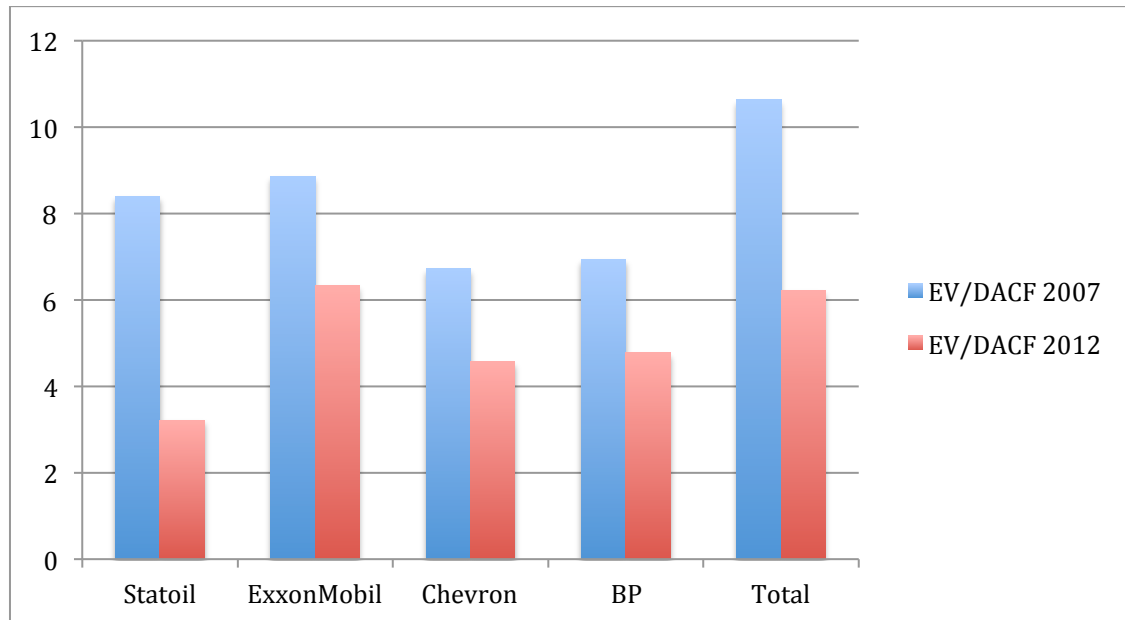
$$\begin{aligned} \text{post tax CF} = & \text{net income} + \text{depreciation} + \text{exploration charge} \\ & + \text{other non cash items} \end{aligned}$$

Denne multipl ansees for å være den beste til å verdsette oljeselskap.

Hovedargumentet for hvorfor EV/DACF er et bedre alternativ enn for eksempel



EV/EBITDA er fordi DACF er beregnet etter skatt. Dette er som nevnt en fordel i oljebransjen da det finnes store forskjeller i skattesatser fra land til land. Vi har i midlertid valgt og justere EV/EBITDA for skatt i oppgaven for å unngå det problemet.



Figur 12: EV/DACF Multipl

Utviklingen for denne multiplen har vært ganske lik som utviklingen til P/E og EV/EBITDA fra 2007 til 2012. Samtlige selskap har hatt en nedgang i perioden, og Statoil har igjen hatt den største nedgangen. Som nevnt ved forrige multipl så har alle selskapene utenom Chevron hatt en nedgang i telleren (EV). Samtlige selskap har hatt en oppgang i nevneren (DACF), hvor Statoil og Chevron utmerker seg med de to klart største økningene.

## 5.2 Total shareholder return (TSR)

For en investor vil total shareholder return, eller samlet avkastning være en simpel og informativ metode for å måle investeringens grad av suksess. Denne måleenheten inkluderer både kapitalgevinst av en aksje og dividende utbetalt i den aktuelle perioden. TSR bli uttrykt som en prosentandel av den opprinnelige investeringen. Formelen for TSR ser slik ut:

$$TSR = \frac{(P1 - P0 + Div)}{P0}$$

$P_0$  = Aksjekurs ved periodens start

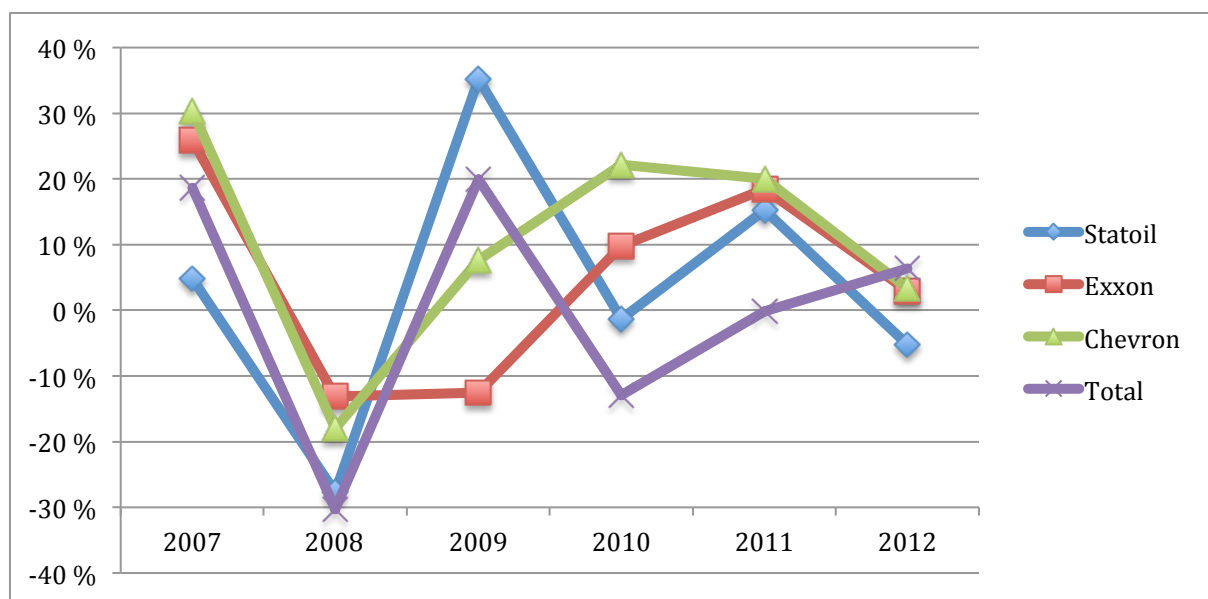
$P_1$  = Aksjekurs ved periodens slutt

Div = Dividende utbetalt til aksjonæren i perioden

Et hensyn man bør ta ved bruken av TSR som måleenhet er at selskaper kan ha ulik utbyttestrategi. Noen selskaper velger å betale ut hele inntjeningen til sine aksjonærer i form av dividende. Andre selskaper velger å holde igjen deler av, eller hele inntjeningen, for å kunne reinvestere kapitalen, og dermed sikre fremtidig vekst. Statoils uttalte dividendepolitikk er at ubetalt dividende skal vokse i tråd med langsiktig inntjening. (Statoil, 2015)

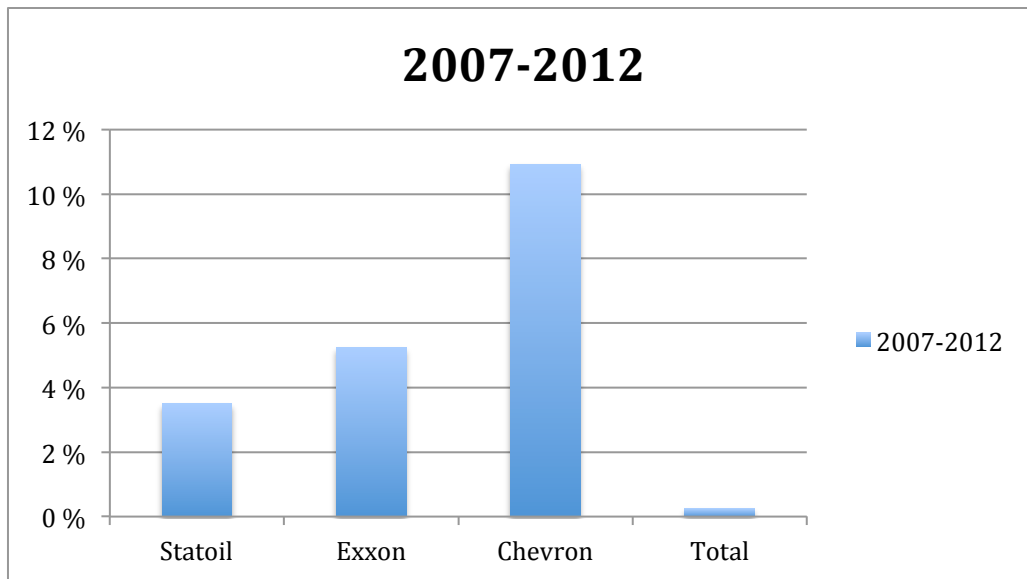
Selskaper kan også ha ulik i TSR på grunn av tilbakekjøp av egne aksjer. Her bruker selskapet overskuddet sitt til å kjøpe tilbake egne aksjer, noe som gir høyere inntjening og dividende på resterende aksjer. Slike tilbakekjøp er blitt mer utbredt i oljebransjen de siste årene (Stewart C Myers, 2001).

Som i multippelanalysen skal vi sammenligne Statoil med peers, men vi har valgt å utelate BP fra TSR-analysen. Grunnen til dette er at selskapet har vært sterkt preget av en selskapsspesifikk hendelse i perioden vi analyserer, nemlig Deepwater Horizon-ulykken i 2010. Dette medførte blant annet at selskapet ikke betalte ut utbytte i tre av fire kvartal i 2010 (The Telegraph).



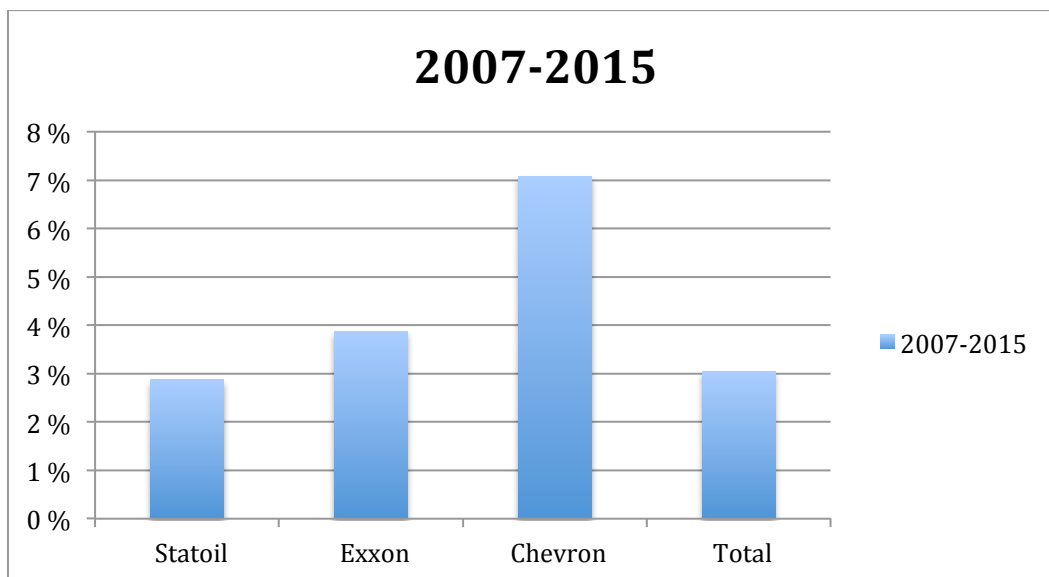
**Figur 13: TSR utvikling**

Figur 13 viser oss den årlige utviklingen i TSR i perioden 2007-12. Vi kan se at selskapenes utvikling er ganske korrelert, noe som tyder på at alle selskapene blir påvirket av ytre faktorer. Den tydeligste trenden er i perioden fra 2007-09, hvor samtlige selskap faller fra en positiv TSR til en negativ TSR. Dette har sammenheng med oljeprisfallet som skjedde på grunn av det negative etterspørselsjokket under finanskrisen. Aksjeprisene vil riktignok ikke falle like mye som oljeprisen fordi det vil være en underliggende forventning i markedet om at oljeprisen vil stige igjen. Dette gjelder også i motsatt tilfelle ved høye oljepriser. Aksjeprisen vil ikke stige like mye som en eventuell prisoppgang fordi markedet forventer at oljeprisen faller ned på "normalnivået" igjen, med mindre man forventer et vedvarende skift i etterspørsel eller tilbud.



**Figur 14: Årlig TSR gjennomsnitt 2007-2012**

Figur 14 viser den årlige gjennomsnittlige avkastningen til aksjonærene i de fire selskapene fra og med annonseringsdatoen for fusjonen 18.12.2006 til og med 31.12.2012. Vi kan se at det er store sprik i resultatene hvor Chevron har høyest årlig avkastning med 10,93%, og hvor Total har lavest med 0,26%. Statoil har hatt en gjennomsnittlig avkastning på 3,51%.



**Figur 15: Årlig TSR gjennomsnitt 2007-2015**

Strekker vi perioden tre år lengre frem til 2015 kan vi se av figur 15 at Statoil har hatt en enda lavere årlig gjennomsnittlig avkastning. I denne perioden har Statoil hatt en

avkastning på 2,87% som er den laveste avkastningen av alle de fire selskapene. Når vi strekker perioden til 2015 kan vi se at Total har beveget seg fra 0,26% til over 3%, og har dermed passert Statoil.

### 5.3 Return on average Capital Employed (ROACE)

Return on average capital employed, eller avkastning på gjennomsnittlig sysselsatt kapital er den vanligste metoden å måle rentabilitet på, og er mye brukt blant internasjonale oljeselskaper. Rentabilitet viser avkastningen på kapitalen som skytes inn i et selskap. Det skiller mellom ulike beregningsmetoder av rentabilitet, og ved beregning av rentabilitet på sysselsatt kapital gjelder følgende formel:

$$RoACE = \frac{(Driftsresultat + finansinntekter)}{(Totalkapital - rentefri gjeld)}$$

Osmundsen, Mohn, Emhjellen og Helgeland (2002) finner at de største transnasjonale oljeselskapene er mer lønnsomme, og er høyere priset enn mindre oljeselskap, og dermed har en høyere RoACE.

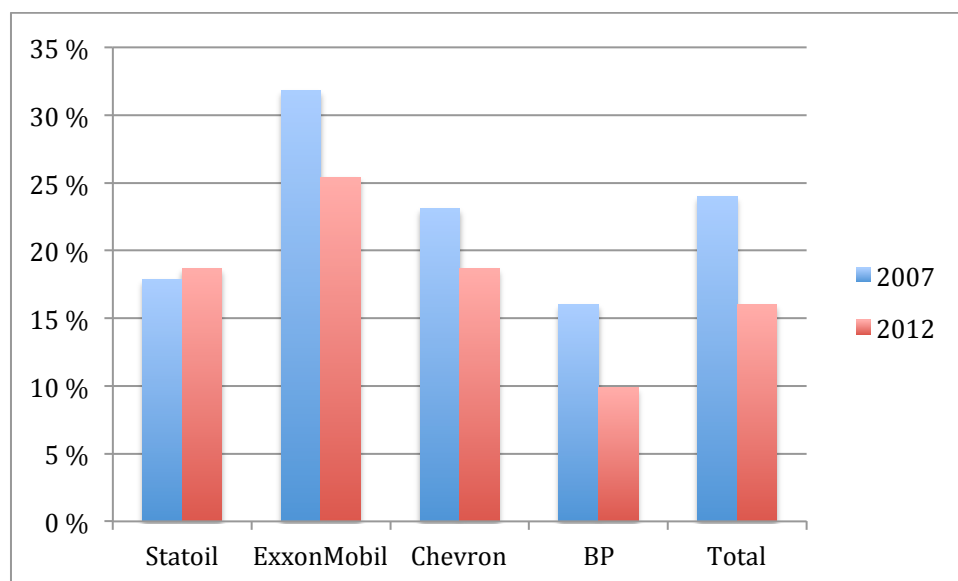
Som ved andre metoder er det flere utfordringer ved å bruke RoACE som målemetode. En faktor som blir tydelig ved bruk av denne metoden er at RoACE-verdien vil avhenge av hvor i et prosjekts livssyklus man befinner seg. Avkastningen vil være lav tidlig i et prosjekt, og høyere senere når investeringene går ned og inntjeningen går opp. Avskrivninger fører til at nevneren i formelen blir redusert fordi bokført verdi synker. Dette vil gjøre at RoACE øker selv om resultatet ikke forandrer seg. Osmundsen, Mohn, Emhjellen og Helgeland (2002) spekulerer i at oljeselskaper kan forsøke å redusere sin bokførte sysselsatte kapital for å forbedre sin RoACE. De mener at verdsettelse må gjøres med utgangspunkt i samme gjeldsgrad og skattesystem for at de skal være meningsfulle. Vår beregning av de ulike selskaps RoACE er gjort med utgangspunkt i de respektive selskaps egne regnskap. Dette kan skape usikre beregninger da det finnes ulike regnskapsmetoder med rom for skjønnsmessige vurderinger. Ideelt sett burde vi ha innhentet RoACE-tall fra en ekstern investeringsbank eller lignende for å få det beste sammenligningsgrunnlaget. En investeringsbank ville vært konsistent i sin

utregningsmetode, og lagt de samme forutsetningene til grunn. Dette lot seg i midlertidig ikke gjøre da vi ikke fikk tilgang til slike data.

Som nevnt tidligere entret olje- og gassindustrien en ny fase på slutten av 1990-tallet med økt fokus på vekst i produksjon, kostnadskutt og kortsiktig profitt. I lys av denne utviklingen vokste RoACE frem som den viktigste indikatoren på et selskaps lønnsomhet. Osmundsen, Asche, Misund og Mohn (2006) utfordrer bruken av RoACE, og finner ikke bevis på at dette er en viktig verdidriver. De baserer dette på verdsettelse og regnskapstall fra 14 store oljeselskap over en periode på fra 1990-2003.

En siste utfordring som er verdt å nevne ved bruken av RoACE er at inntekter i et selskap er påvirket av inflasjon, mens sysselsatt kapital ikke er påvirket. Dette vil øke resultatet, som igjen vil øke RoACE selv om realinntektene ikke har økt.

Til tross for innvendingene mot metoden, har vi valgt å inkludere RoACE i vår analyse på grunn metodens popularitet blant analytikere og oljeselskap i tiden rundt fusjonen. Statoil uttalte blant annet i sin årsrapport fra 2007 at de hadde et mål om oppnå en konkurransedyktig RoACE sammenlignet med de største internasjonale selskapene etter fusjonen.

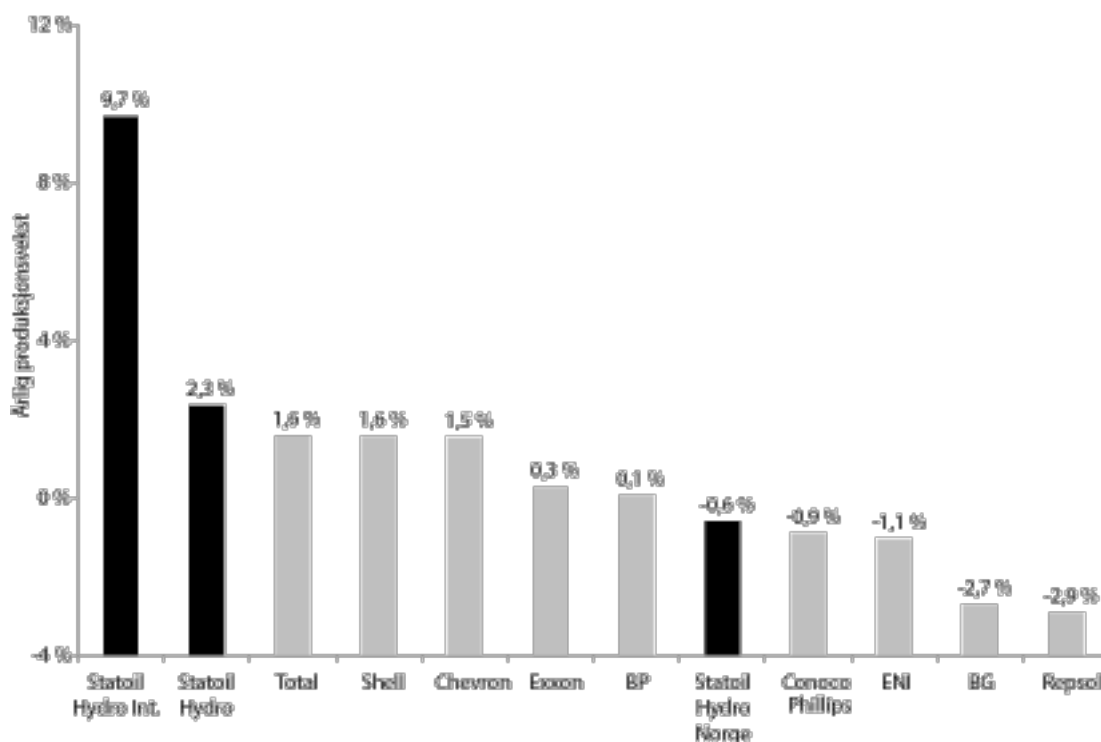


Figur 16: ROACE Utvikling

Figur 16 viser Statoil og peers RoACE-utvikling fra 2007 til 2012. Et interessant poeng vi kan lese av figuren er at Statoil er det eneste selskapet som har en positiv utvikling i RoACE. Alle de fire andre selskapene har hatt en nedgang i løpet av denne femårsperioden. ExxonMobil har den høyeste RoACE i både 2007 og 2012. Med tanke på at ExxonMobil er det desidert største selskapet sammenfaller dette med tidligere diskutert teori om at store selskaper har en høyere RoACE enn mindre selskaper.

#### 5.4 Internasjonalisering

Den viktigste verdidriveren for fusjonen mellom Statoil og Hydro var at sammen kunne de skape et mer konkurransedyktig selskap internasjonalt enn hva de kunne gjøre hver for seg. Et estimat gjort av analysebyrået Wood Mackenzie i forbindelse med fusjonen viser en årlig vekst i internasjonal produksjon på 9,7% i perioden 2007-2012 for StatoilHydro.

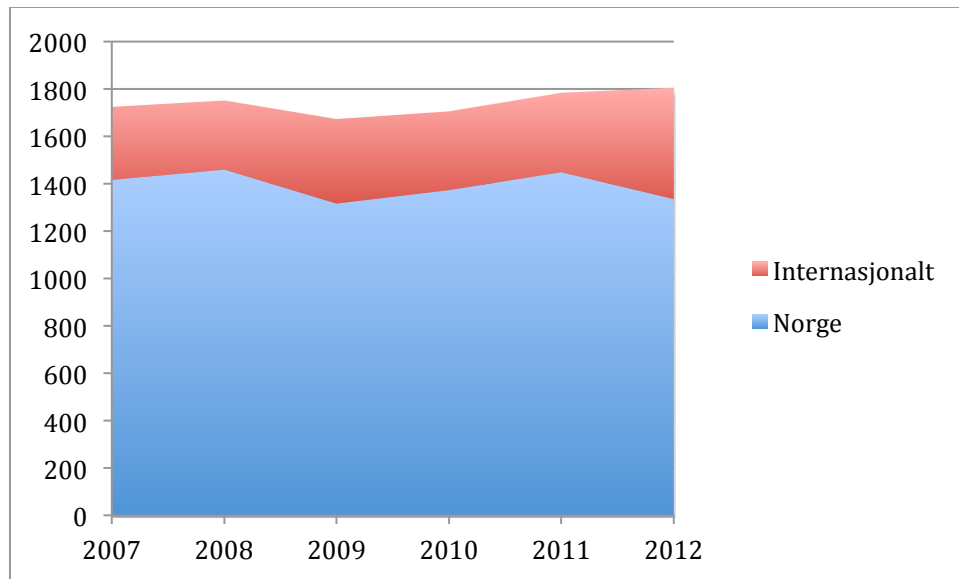


Figur 17: Vekstestimat (Regjeringen.No, 2006-2007)

Figur 17 viser den estimerte veksten for StatoilHydro i Norge og internasjonalt hver for seg, i tillegg til den samlede estimerte veksten for hele selskapet. Figuren tar også for seg StatoilHydros konkurrenter. Wood Mackenzie estimerer at StatoilHydro vil ha en større

årlig vekst enn sine peers i den aktuelle perioden, og det er den internasjonale produksjonsveksten som vil bidra til dette. Den er estimert til å være 9,7% per år, mens det er estimert en årlig negativ vekst i Norge på 0,6%.

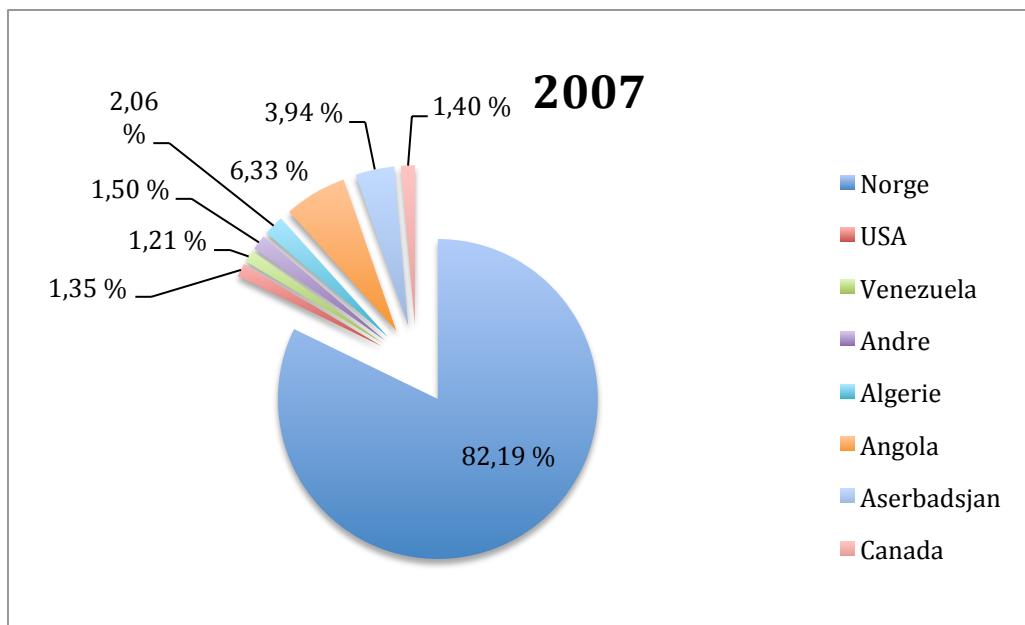
Hvis vi ser på de reelle tallene fra denne perioden kan vi se at analytikerne har truffet relativt godt med sine anslag:



Figur 18: Norsk og internasjonal produksjon 2007-2012 målt i MBOE/day

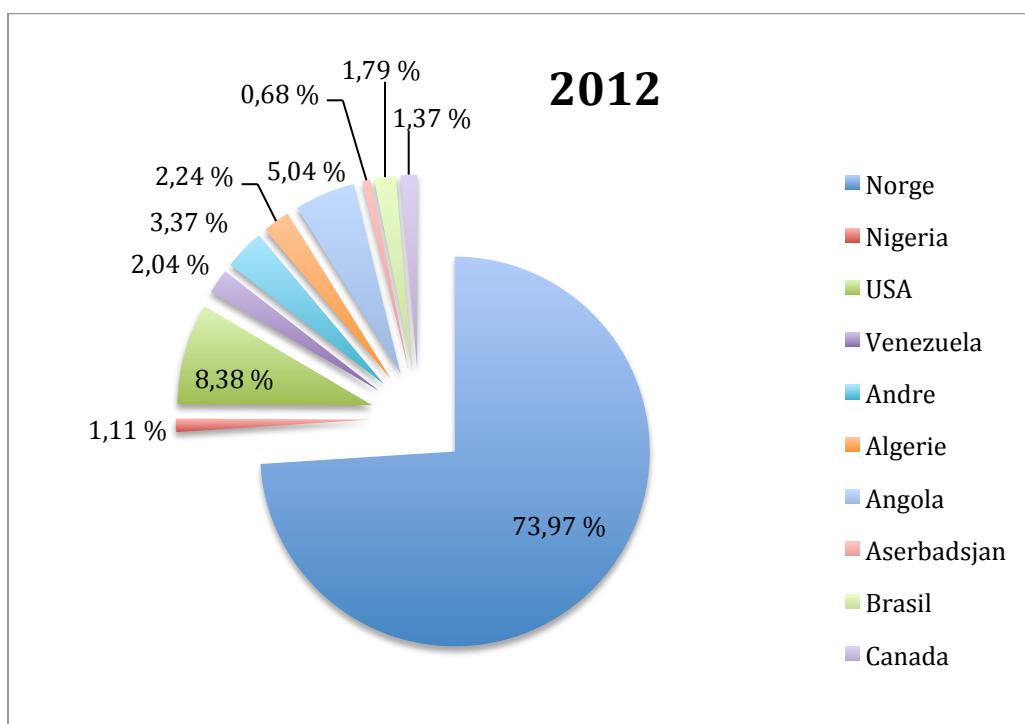
Figur 18 viser hvordan StatoilHydros produksjonen har utviklet seg både i Norge og internasjonalt. StatoilHydro har hatt en gjennomsnittlig årlig nedgang i produksjon på norsk kontinentalsokkel på 1,13% fra 2007 til 2012. I samme periode var den gjennomsnittlige internasjonale veksten på 10,93%. Den totale produksjonen (summen av norsk og internasjonal produksjon) har hatt en gjennomsnittlig årlig økning på 0,97%.





**Figur 19: Produksjonsfordeling 2007**

Figur 19 viser hvordan produksjonsfordelingen til StatoilHydro var i 2007. Hele 82% av produksjonen foregikk i Norge, mens de resterende 18% var i utlandet.



**Figur 20: Produksjonsfordeling 2012**

Figur 20 viser hvordan produksjonsfordelingen var i 2012. Andelen av produksjonen i Norge har blitt redusert med ca. 8% sammenlignet med 2007, og andelen av produksjon i utlandet har steget med tilsvarende. Størsteparten av økningen kommer fra USA. Her foregikk bare 1,35% av produksjonen i 2007, og i 2012 har den økt til 8,38%. Dette kommer hovedsakelig fra fremveksten av produksjon av skiferolje og skifergass. Produksjonen i Nigeria og Brasil startet i den aktuelle perioden og er derfor med i diagrammet for 2012, men ikke for 2007.

### **5.5 Svakheter ved bruk av regnskapstall**

Nytteverdien av historiske regnskapstall i olje- og gassektoren har lenge vært et tema. FASB, en markedsregulator som har i oppgave å utvikle og forbedre regnskapsprinsipper i USA, uttalte følgende om nytten av historiske regnskapstall innen olje- og gassindustrien:

Historiske kostandbaserte regnskap for selskap innen olje og gass har begrenset predikativ verdi. Nyttien av disse regnskapene begrenses ytterligere av at det ikke finnes en felles regnskapsmetode for føring av kostander ved produksjon.

Wright og Gallun (2005) lister opp følgende kjennetegn ved olje- og gassindustrien som skiller den fra andre sektorer:

- Høy risiko og lav sannsynlighet for å finne reserver.
- Som oftest lang tid mellom utdeling av lisenser til faktisk produksjon.
- Ikke nødvendigvis sammenheng mellom kapitalkostnader og resultat.
- Verdien på reservene kan ikke verdsettes grundig eller pålitelig nok til at de kan balanseføres.
- Usikkerhet rundt fremtidige funn gjør at de ikke kan bokføres som fremtidig inntekt.
- Høye kostnader og høy risiko fører ofte til joint ventures, at to eller flere selskap går sammen om prosjekter.

I tillegg finnes det to metoder for å føre kapitalkostnader som oppstår før produksjon. Selskaper kan velge å bruke full cost-metoden når de fører letekostander. Her

inkluderes alle kostnader, både fra suksessfulle og fra tomme brønner. Alternativet er å bruke successful effort-metoden, hvor man kun fører letekostander fra brønner som inneholder nok olje eller gass til at produksjon blir satt i gang (Zeff, 1978).

## 6.0 Drøfting

For å løse problemstillingen har vi gjennomført flere ulike analyser av det fusjonerte selskapet i perioden fra 2007 til 2012. Vi har prøvd å sette oss inn i situasjonen til de to selskapene i tiden før fusjonen for å forstå motivene bak fusjonen, og deretter undersøkt om resultatet viste seg å bli som forventet.

### 6.1 Verdssettelse

De fire kontantstrømbaserte verdsettelsene har gitt oss interessante resultater. Sett i forhold til problemstillingen så er sammenligningen mellom det nye selskapet StatoilHydro i 2007 og summen av Statoil og Hydros olje- og gasdivisjon i 2006 den mest interessante. Etter neddiskonteringen av selskapsverdien fra 2007 til 2006 kunne vi undersøke om fusjonen var en suksess eller ikke i forhold til fremtidige kontantstrømmer. Vi fant at fusjonen ville lønne seg med nærmere 50 mrd. NOK. Dette estimatet har tatt i betraktning synergieffekter som fusjonen var ment å skape. Blant annet en økning i den konstante vekstraten ( $g$ ) på 0,25% og en nedgang i vekst i CAPEX på 0,5%. Selskapene kommuniserte utad at målet var å oppnå en kostnadsbesparelse på 4 mrd. som følge av fusjonen. Denne kostnadsbesparelsen har vi bakt inn i estimatet gradvis, og har satt at den vil ha full effekt fra 2011. Disse anslagene er gjort av eksterne analytikere på bestilling fra Statoil og Hydro, og er presentert i prospektet (2007).

I denne verdsettelsen har vi lagt til grunn informasjon som Statoil og Hydro selv hadde i det aktuelle tidsrommet rundt fusjonen. Dette gjør det mulig å se tilbake i tid, og vi kan forstå selskapenes motiver for fusjonen. Isolert sett forteller denne verdsettelsen oss at fusjonen ville bli vellykket. Det er interessant å sammenligne vårt gevinstestimat med resultatet fra fundamentalanalysen i masteroppgaven til Storaker og Karlsen (2008). De finner at fusjonen ikke skaper en gevinst, men at fusjonen derimot påfører selskapene et tap på ca. 23 mrd. NOK. De konkluderer altså med at selskapene hadde vært bedre tjent ved å stå hver for seg fremfor å slå seg sammen. Resultatet vårt er motstridende og spriker med ca. 73 mrd. NOK. Grunnen til dette er at vi har lagt ulike forutsetninger til grunn i beregningene av de fremtidige kontantstrømmene.

Verdsettelsen i 2012 forteller oss at selskapsverdien har blitt redusert med nærmere 150 mrd. NOK sammenlignet med 2007. Dette er åpenbart en negativ utvikling, og kan ha

flere årsaker. Det er mulig at forutsetningene i 2007-verdsettelsen var for optimistiske, og at de påtenkte synergieffektene var overdrevne. Man kan ha sett for positivt på markedsutsliktene eller undervurdert potensielle risikofaktorer.

Vi kan skille mellom indre og ytre risikofaktorer for selskapet. Et eksempel på en indre faktor kan være dårlig ledelse eller et unødvendig høyt kostnadsnivå, og dette er faktorer som man selv kan gjøre noe med. En ytre faktor er noe som påvirker alle selskapene i bransjen, og er noe man selv ikke kan kontrollere.

Et eksempel på en ytre faktor er det negative etterspørselsjokket som kom i forbindelse med finanskrisen i slutten av 2007 som førte til en drastisk nedgang i oljeprisen. Oljeprisen er naturligvis helt avgjørende for et oljeselskaps inntekt, og kan derfor være en del av forklaringen. Oljeprisen tok seg riktignok gradvis opp igjen etter å truffet et bunnpunkt sent i 2008. Framveksten av skiferoljeproduksjon som for alvor fikk fart på utviklingen i 2010/2011 er også en ytre faktor som har påvirket bransjen.

En måte å avdekke om nedgangen i selskapsverdien fra 2007 til 2012 skyldes indre eller ytre faktorer er å sammenligne selskapet med peers. I kapittel 5 sammenlignet vi StatoilHydro med store internasjonale selskap for å undersøke om utviklingen i selskapet har vært lik sine konkurrenters utvikling. I alle tre multippelanalysene har samtlige selskap hatt en nedgang fra 2007 til 2012, og StatoilHydro er det selskapet som har hatt den største nedgangen i alle tre multiplene. Siden utviklingen i multiplene har vært forholdsvis lik er det naturlig å tro at det er utvikling i bransjen og markedet som har forårsaket dette. Med andre ord at det er ytre faktorer som har påvirket multippelutviklingen. Det at StatoilHydro har den største nedgangen i alle tre multiplene tyder enten på at selskapet ble ekstra hardt rammet av utviklingen i bransjen, eller at det skyldes en kombinasjon mellom indre- og ytre faktorer.

StatoilHydro har i tillegg til størst nedgang i multippelverdi fra 2007 til 2012, også de laveste absolutte multippelverdiene i 2012. De lave multippelverdiene tyder enten på at aksjene er underpriset eller at det forventes en lavere fremtidig vekst. Det er lite som tyder på at aksjene er underpriset, men at det derimot er forventingen om en lavere fremtidig vekst som er årsaken til de lave verdiene. Man skal uansett være forsiktig med

å trekke klare konklusjoner ut i fra en slik multippelanalyse, men det er mulig å se sammenhenger i utviklingen.

## 6.2 Investorer

Et selskaps formål er å skape verdi for sine eiere, og uansett hvilke synergier som blir oppnådd, eller ikke, så er selskapets hovedmål å være attraktive for investorer. I analysedelen kom vi fram til at investorer i StatoilHydro ville sitte igjen med en årlig gjennomsnittlig avkastning på 3,51% på sine investeringer i selskapet fra 2007 til 2012. Hvis vi sammenligner avkastningen til Statoil med å investere i statsobligasjoner (som vi tidligere har definert som risikofri rente) i et 5-års perspektiv, kan vi se at det har vært en dårlig investering. Statsobligasjoner med et 5-årig perspektiv i 2007 ville tilsvart en årlig avkastning på 4,77%, og ville dermed vært en bedre investering.

I sammenligningen med peers fra 2007-2012 kom det frem at både ExxonMobil og Chevron ville vært bedre investeringsobjekter enn StatoilHydro, med henholdsvis 5,24% og 10,93% i årlig gjennomsnittlig avkastning. Det vektete avkastningskravet (WACC) ville man heller ikke ha oppnådd. Vi estimerte WACCen til å være 8,75% for StatoilHydro i 2007, noe som er nesten tre ganger så mye som den reelle avkastningen var.

Da vi så på perioden fra 2007 til 2015 kom det frem at den årlige gjennomsnittlige avkastningen falt ytterligere. I denne perioden har avkastningen vært 2,87%, og dette var den laveste av de fire selskapene. Sett i lys av disse momentene kan vi si at StatoilHydro ikke har skapt de verdiene for eierne som man håpet.

Riktignok var ikke avkastningen like høy som man forventet, men den var positiv. Dette er til tross for at aksjeverdien er blitt redusert med ca. 31 kr. per aksje i perioden fra fusjonsdagen (18.12.2006) til 31.12.2012. Den positive avkastningen har kommet i form av dividende. Dividenden ble riktignok redusert i løpet av perioden, men forholdt seg relativt stabil likevel. Statoil har satt en klar dividendepolitikk som også blir fulgt i dårlige tider. Selv i dag (mai 2016) hvor selskapet er inne i sin verste periode noensinne blir det utbetalt dividende. Statoil har høstet kritikk for sin dividendepolitikk. Blant annet fra politisk hold (Aftenposten, 2016), men selskapet har ikke avveket fra den. Ved

å følge en fastsatt dividendepolitikk tiltrekker selskapet seg investorer som tenker langsiktig, og unngår spekulanter som fokuserer på kortsiktige gevinster.

Ledere i selskap står gjerne ovenfor et problem når det gjelder dividende. I noen tilfeller hvor kapitalen trengs andre steder vil det være naturlig å ikke utbetale dividende, men man ender opp med å gjøre det likevel. En leder som har innsikt i selskapet vet at det vil være i selskapets beste interesse å ikke utbetale utbytte, men kan ha problemer med å ta den upopulære avgjørelsen. Investorer vil bli misfornøyd hvis de ikke får det utbyttet som de forventet, og det kan skape en investorflukt. Lederen kan i verste fall være redd for å miste jobben sin hvis han/hun velger å kutte i utbyttet. Tanken om dette blir understøttet av Eric Oudenots sitat fra en Financial Times artikkel (2016):

”For big oil CEOs, it would always be a difficult call to cut dividend. It could be the last decision they would make in that job.”

Problemet kan også oppstå i motsatt tilfelle hvor en leder betaler ut for mye dividende i forhold til hva som er optimalt. Det kan være i lederens interesse å holde aksjekursen på et kunstig høyt nivå fordi vedkommende har bonusordninger relatert til aksjekursen. Disse problemene oppstår på grunn av lederens egeninteresser. Lederen vil ha et ønske om å maksimere sin ”profitt”, og som nevnt tidligere kan den være forskjellig fra aksjonærenes optimale profitt. Hvis utbetaling av dividende går på bekostning av investeringer i nye prosjekter er det trolig ikke en bærekraftig forretningsmodell.

Det at selskaper har en viss grad av finansiell fleksibilitet gjør det mulig å utbetale dividende også i dårlige tider. Michael Jensen (1986) argumenterer for at finansiell fleksibilitet er negativt, og at det fremmer dårlige investeringer. Han mener at all tilgjengelig kapital bør tilfalle aksjonærene til enhver tid, og at man ikke skal samle opp kapital i selskapet. Dette synet kan virke litt ekstremt da en må anta at ledere er kapable til å ta gode avgjørelser og. Det virker også logisk å ha midler tilgjengelig i selskapet som man kan benytte seg av i en dårlig periode. Hvis en skulle fulgt Michael Jensens syn ville ikke Statoil hatt muligheten til å følge sin dividendepolitikk. Da ville alt overskuddet blitt utbetalt til aksjonærene med en gang, og i tider med negativt resultat ville det ikke blitt ubetalt dividende.

### 6.3 Kortsiktig effekt av fusjonen

Vi presenterte tidligere i oppgaven funn gjort av Storaker og Karlsen (2008) i deres begivenhetsstudie av fusjonen. De fant at Hydros aksjekurs steg umiddelbart etter annonseringen av fusjonen, mens Statoils aksjekurs gikk ned. Samlet effekt var også negativ. Disse funnene stemmer overens med det som ser ut til å være konsensus blant forskere på emnet, nemlig at fusjoner har begrenset gevinster på kort sikt. Eventuelle gevinster tilfaller som oftest det oppkjøpte selskapet. Selv om intensjonen var at fusjonen mellom Statoil og Hydro skulle være en fusjon mellom likeverdige, velger vi å definere Hydro som det oppkjøpte selskap. Dette begrunner vi med ubalansen i størrelse mellom Statoil og Hydro.

Til tross av at de fleste fusjoner og oppkjøp opplever en slik kursutvikling valgte Statoil og Hydro, som så mange andre før dem, å gjennomføre fusjonen. Spørsmålet blir da om ledelsen i selskapene har ignorert tidligere forskning på feltet, eller om de har gått i noen av de typiske fellene knyttet til fusjoner og oppkjøp. Statoils ledelse kan blant annet ha identifisert verdier i Hydro som de mener markedet ikke har, og som derfor ikke er priset inn i Hydros aksjer. Dette er i tråd med Hybris-hypotesen om at det kjøpende selskap er villig til å betale et premium over markedsverdien ved overtagelse av et annet selskap. Eventuelt kan man peke på ledelses-feilkalibrering hvor lederne i Statoil har overvurdert verdien av Hydro. Selv om det kan se ut som at Statoil betalte en overpris ved overtagelse, finner vi likevel ikke gode nok argumenter for å hevde at ledelsen i Statoil har utvist hverken hybris eller ledelses-feilkalibrering.

Uansett om ledelsen ikke har begått noen av disse feilene, kan det likevel vise seg at Hydros olje- og gassdivisjon var verdt mindre enn hva Statoil betalte. En utfordring ved å verdsette verdien av Hydros olje- og gassdivisjon er at det var en del av et konglomerat. Hydro opererte også innen aluminiumsbransjen, og derfor var Hydro-aksjen påvirket av andre faktorer enn hva Statoil-aksjen var påvirket av. Prishoppet Hydro-aksjen gjorde i forbindelse med fusjonen kan det til dels skyldes konglomeratrabatt. Konglomeratrabatt betyr at konglomerater prises lavere enn fokuserte selskaper fordi aksjonærer vil ha selskaper med fokuserte forretningsområder, for så å selv diversifisere sin egen portefølje.



Man kan selvfølgelig peke på svakhetene ved slike begivenhetsstudier. Måten man måler på, teori og forskning på feltet er blitt diskutert de senere år. Vi har valgt å ikke fokusere mye på korttidseffekter av fusjoner, da vi heller ville se på den langsiktige utviklingen. Vi mener dette er naturlig fordi olje- og gassektoren er en sektor med et langsiktig perspektiv.

#### **6.4 Synergieffekter av fusjonen**

Motivet for fusjonen var som nevnt at den skulle skape langsiktig avkastning for aksjonærene. Dette skulle skje gjennom både finansielle (kostnadsbesparelser) og operasjonelle synergier. I fusjonens prospekt ble det lagt planer om å oppnå årlige kostnadsbesparelser på 4 milliarder kroner. Besparelsene skulle tre i kraft i 2009-2010. Det skulle vise seg at synergiene ble oppnådd raskere, og allerede tidlig i 2008 klarte StatoilHydro å oppnå kostnadsbesparelsene. Selskapet valgte å oppjustere det årlige kostnadsbesparelsesmålet til 6 milliarder (2008a). I 2009 ble det igjen oppjustert opp til 7 milliarder (2009). Dersom man legger dette til grunn for evaluering av fusjonen, kan man kalle fusjonen en suksess. Det at kostnadssynergiene viste seg som den mest suksessfulle konsekvensen av fusjonen stemmer overens med Damodarans (2005) tankegang om at slike synergiene er lettere å realisere enn vekstsynerגיע.

Effekten av kostnadssynerגיעene kan også ha hatt en enda større verdi enn hva som er beregnet inn i verdsettelsene. Det er sannsynlig at disse effektene er varige, og at de også er gjeldene i selskapet i dag (mai 2016). Det er riktignok vanskelig å beregne i hvilken grad disse kostnadsbesparelsene er gjeldende så lenge etter fusjonen.

De operasjonelle synerגיעene skulle komme i form av at de to selskapene sammen ville være mye bedre rustet til å ta opp konkurransen med store internasjonale oljeselskap. Sammen skulle de vinne kontrakter de ikke ville gjort alene. Om dette har blitt oppfylt eller ikke er vanskelig å fastslå. Det er ikke mulig å se tilbake i tid på anbudene StatoilHydro har vunnet og si om de ble vunnet som følge av fusjonen, eller om Statoil og Hydro kunne vunnet dem hver for seg.

StatoilHydro økte sin internasjonale produksjonsandel med ca. 8%, men om dette i seg selv er positivt, eller ikke, er et viktig spørsmål. Å øke sin internasjonale andel er ikke et mål i seg selv, men mer som et slags hjelpemiddel i det å skape mest mulig verdi for sine eiere. For aksjonærene har det ikke noe å si hvor i verden man produserer olje og gass. En rasjonell aksjonær vil si at produksjon er produksjon uansett hvor det skjer, og at det eneste han/hun er opptatt av er profitt.

Det er flere argumenter for hvorfor det økte internasjonale fokuset ikke har vært positivt sett fra en aksjonærs synspunkt. Det internasjonale markedet er preget av større usikkerhet og høyere grad av konkurranse enn norsk kontinentalsokkel. Trond Omdal, oljeanalytiker og tidligere Statoil-ansatt mener at Statoil de siste årene har fokusert mer på topplinjevekst enn lønnsomhet. Dette er gjort gjennom investeringer i høykostnads- og lavmarginproduksjon som ikke har vært Statoils kompetanseområde. For eksempel skiferolje, skifergass og oljesand. Omdal peker på at selskapet i 2004 hadde en internasjonal break-even pris på 30\$ per fat, mens den var steget til nærmere 120\$ per fat i 2014 (Nettavisen, 2015).

Statoils nedskrivninger de siste årene er langt fra hyggelig lesning for aksjonærene. I perioden 2006-2012 hadde selskapet nedskrivninger på 0,9 mrd. NOK på norsk kontinentalsokkel, og i samme perioden var nedskrivningene 14,7 mrd. NOK internasjonalt. I perioden fra 2013-2015 hadde nedskrivningene steget til 8 mrd. NOK i Norge og til 68.6 mrd. NOK internasjonalt. De betydelige internasjonale nedskrivningene de seneste årene knyttes hovedsakelig til ukonvensjonelle olje- og gassfelt på land i Nord-Amerika.

”De store nedskrivningene viser hvor store feilinvesteringer Statoil har gjort de siste årene.”

Dette uttalte aksjeanalytiker John A. Olaisen i ABG Sundal Collier. Olaisen sier videre at det vil komme flere nedskrivninger dersom oljeprisen ikke går kraftig opp i nærmeste framtid (Dn, 2015).

I lys av dette kan en spørre seg om hvorfor Statoil har investert såpass mye internasjonalt som de faktisk har gjort. Det er trolig at ledelsen undervurderte risikoen knyttet til disse investeringene. Den lave oljeprisen har selvfølgelig spilt en viktig rolle her. Det var ikke mange som forutså et så stort fall oljeprisen som det vi opplevde på slutten av 2014. Til tross for dette sniker det seg inn argumenter som bygger opp under imperiebyggingsteorien. Denne teorien ble definert i kapittel 2, og forteller oss at ledere i selskap er opptatt av makt, kompensasjon og status. Man kan da tenke seg til at ledere er villige til å gjøre mer risikable investeringer hvis det kan gagne en selv. En leders kompensasjon henger ofte sammen med størrelsen på selskapet og kan dermed være en motivasjonsfaktor. Sett i et større bilde kan man tenke at det ikke bare er risikable investeringer som stammer fra imperiebyggingsteorien, men at selve fusjonen mellom Statoil og Hydros olje- og gassdivisjon kommer herfra. Det å være leder i et stort internasjonalt oljeselskap gir mer makt og status for lederne enn det å være ledere i to mindre selskap som hovedsakelig opererer i Norge.

Denne tankegangen bringer oss tilbake til Jensens (1986) argument om at en leder alltid vil ha en egeninteresse, og handle ut i fra den. Figur 3 viser hvordan et selskaps profitt ikke er maksimert så lenge det finnes fri kontantstrøm i selskapet. Det er naturlig å trekke paralleller til denne ideen når vi diskuterer de internasjonale investeringene som Olaisen definerer som feilinvesteringer. Hadde det ikke fantes fri kontantstrøm i selskapet på det aktuelle tidspunktet ville investeringene aldri funnet sted. Som nevnt tidligere anser vi argumentet til Jensen for å være ekstremt, men det er likevel interessant.

### **6.5 Kostnadsnivå**

Det er vanskelig å fastslå med sikkerhet at kostnadsnivået i StatoilHydro har vært for høyt. For det første måtte man definert hva som er et normalt kostnadsnivå, for så å bevise at selskapet lå over dette. Dette er ikke noe vi har fokusert på i oppgaven, men dette er potensielt materiale for en annen masteroppgave eller annen videre forskning. Legger man Michael Jensens (1986) argumenter til grunn vil intern sløsing være et problem så lenge man har fri kontantstrøm. Selv om man gjerne ikke skal tolke det helt bokstavelig så er det naturlig å tenke at dersom man har penger, så bruker man penger. Det gjelder både privatpersoner og bedrifter.

Boken "A merger of equals?" (2011) beskriver gunstige sluttpakker til ansatte som frivillig forlot selskapet etter fusjonen. Dette er noe som har fått mye oppmerksomhet i media, og de gunstige sluttpakkene har blitt omtalt som "gullpakkene". Grunnen til at disse pakkene ble delt ut var fordi det nye selskapet skulle slanke staben sin med ca. 2000 ansatte. Sluttpakkene ble delt ut i to forskjellige runder, og etter den første runden ble det estimert at for hver ansatt som sa ja til pakken kostet det selskapet 5,9 millioner kroner (E24). Boken forteller videre at offshore-ansatte mottok 7500 Euro/9500 dollar bare for å si seg villig til å bytte plattform. De ansatte mottok beløpet uansett om de faktisk måtte bytte plattform eller ikke. Dette tiltaket ble gjennomført fordi selskapet ville at restruktureringen skulle gå smertefritt. Begge disse tiltakene kan i ettertid virke litt overdådig, og hadde trolig ikke blitt gjennomført på samme måte i dagens situasjon (Mai 2016). Disse sakene fikk som tidligere nevnt mye oppmerksomhet i media, og det ble fremstilt som om StatoilHydro nærmest kastet penger på problemene sine. Det er viktig å nevne i denne sammenheng at sluttregningen for selskapet og eierne ikke blir like stor som summene som er nevnt over. Som ved alle andre utgifter får man fratrukk på skatten som gjør at en sluttpakke på 5,9 millioner vil ende opp med å koste selskapet langt mindre.

## 7.0 Oppsummering

I dette kapitlet vil vi oppsummere oppgaven vår i form av en konklusjon. I tillegg vil vi reflektere rundt oppgaven, og se på dens svakheter.

### 7.1 Konklusjon

Hovedformålet med denne oppgaven var å undersøke om Statoil og Hydros olje- og gassdivisjon virkelig ble sterkere sammen enn hva de ville vært hver for seg. Det nye selskapet skulle skape langsiktig avkastning for sine aksjonærer. Måten dette skulle bli gjort på var ved at selskapet skulle vokse internasjonalt, og fusjonen skulle gjøre dette mulig. Våre analyser viser at den internasjonale produksjonen har økt, og at selskapet på den måten har oppnådd et av målene sine. På den annen side finner vi at internasjonaliseringen ikke har vært positiv ut i fra en aksjonærs perspektiv. Et høyt kostnadsnivå kombinert med en lav oljepris har ført til at de internasjonale investeringene ikke har vært lønnsomme.

I analysen av den totale avkastningen til aksjonærene kom vi frem til at den årlige gjennomsnittlige avkastningen fra 2007-2012 var 3,51%, og i perioden 2007-2015 var den 2,87%. Dette er lav avkastning, og investorer kunne med fordel heller investert pengene sine andre steder. Den lave avkastningen tyder på at fusjonen ikke har vært en suksess sett fra en aksjonærs ståsted. Man kan selvsagt ikke vite hva avkastningen ville vært i de to selskapene hvis de hadde blitt stående hver for seg, men man kan spekulere i at det ville ha blitt gjort færre internasjonale (feil)investeringer, og på den måten kunne aksjonærene hatt en høyere avkastning.

Verdsettelsene fra 2006 og 2007 viste oss at fusjonen ville skape en gevinst på ca. 50 mrd. NOK. Dette ble beregnet ut i fra at det nye selskapet ville ha større vekstmuligheter, i tillegg til at selskapet ville oppnå kostnadsbesparelser som en følge av fusjonen. Isolert sett forteller dette oss at fusjonen ville bli en suksess.

Verdsettelsen fra 2012 viste oss at selskapsverdien hadde falt kraftig sammenlignet med 2007. Selskapsverdien var redusert med ca. 150 mrd. NOK i denne perioden. Dette kan forklares i stor grad av at selskapet ble påvirket av ytre faktorer. Spørsmålet blir derfor i hvilken grad selskapet har utsatt seg for ytre faktorer. Det er trolig at fusjonen har gjort

selskapet mer sårbart for ytre faktorer igjennom internasjonaliseringen, og at det har vært med på å redusere selskapsverdien.

## **7.2 Refleksjon og svakheter**

I denne oppgaven ønsket vi hovedsakelig å ha et langsiktig perspektiv. Vi fokuserte i mindre grad på de kortsiktige konsekvensene av fusjonen fordi vi mener at dette har blitt gjort tidligere. Vi har også fokusert mindre på selve integrasjonsprosessen ved fusjonen.

Vi har valgt å se på fusjonen ut i fra en aksjonærs ståsted, og vi har derfor bevisst sett bort i fra andre aspekt ved fusjonen. For eksempel hvordan konkurransesituasjonen i Norge ble påvirket av fusjonen, og hvilke konsekvenser dette fikk for underleverandørene i bransjen. Dette kunne vært interessant å undersøke nærmere, og kan kanskje være et forslag til en annen masteroppgave. Et annet forslag til videre forskning kan være å gå enda dypere inn i kostnadsutviklingen de senere årene.

Vi har presentert teori som vi har ment har vært relevant for oppgaven, og for å løse problemstillingen. Det har vist seg under oppgaveskrivingen at det finnes veldig mye teori på både M&A og på oljebransjen generelt. En del av prosessen har vært å velge ut hva som er relevant og hva som ikke er relevant. Vi tar derfor forbehold om at noe relevant teori kan ha blitt utelatt fra oppgaven.

I alle verdsettelses finnes det usikkerhet rundt svarene man kommer fram til, og det er ikke mulig å sette to streker under svaret man får. I våre verdsettelses har vi tatt forutsetninger som vi har ment har vært riktig, men disse er selvsagt skjønnsbaserte. Et bilde på dette er at vi finner at fusjonen ga en gevinst på 50 mrd. NOK i 2007, og Storaker og Karlsen (2008) finner at fusjonen ga et tap på 23 mrd. NOK ved bruk av samme verdsettelsesmetode på samme tidspunkt.

## 8.0 Bibliografi

- Aftenposten. (2016, 01.11). Politikere vil stoppe statoils utbyttefest Lastet ned 2016.05.20, fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Hoyre-politikere-vil-stoppe-Statoils-utbyttefest-15153b.html>
- Ben-David, I., Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration\*. [Article]. *Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547-1584.
- Booz-Allen and Hamilton. (2001, 06.01). Merger intergration: Delivering on the promise Lastet ned 2016.03.19, fra <http://www.boozallen.com/content/dam/boozallen/media/file/76776.pdf>
- Boye, K. & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Norge: Cappelen.
- Bp. (2007). Bp statistical review of world energy june 2007 Lastet ned 2016.02.15, fra [http://www.bp.com/content/dam/bp-country/en\\_ru/documents/publications\\_PDF\\_eng/Statistical\\_review\\_2007.pdf](http://www.bp.com/content/dam/bp-country/en_ru/documents/publications_PDF_eng/Statistical_review_2007.pdf)
- Capen, E. C., Clapp, R. V. & Campbell, W. M. (1971). Competitive bidding in high-risk situations. *Journal of petroleum technology*, 23(06), 641-653.
- Colman, H. L., Stensaker, I. & Tharaldsen, J. E. (2011). *A merger of equals?* Norge: Fagbokforlaget.
- Conyon, M. J. & Leech, D. (1994). Top pay, company performance and corporate governance. [Article]. *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, 56(3), 229-247.
- Damodaran, A. (2005). The value of synergy. Available at SSRN 841486.
- Depamphilis, D. M. (2011). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activites*. LA: Academic press.
- Deutsche Bank. (2004). Major oils.
- Dn. (2015, 04.30). Venter enda større nedskrivninger Lastet ned 2016.05.26, fra <http://www.dn.no/nyheter/energi/2015/04/30/0904/venter-enda-strre-nedskrivninger>
- Dnb nor Markets. (2006). Value also created for statoil (s. 18).
- E24. (2008, 12.31). Sluttpakker koster flekk for statoilhydro Lastet ned 2016.04.05, fra <http://e24.no/makro-og-politikk/statoil/sluttpakker-koster-flekk-for-statoilhydro/2843954>
- E24. (2009, 06.16). Statoil tjener 7 mrd. På årlig hydro-fusjonen Lastet ned 2016.05.09
- Financial Times. (2016, 02.15). Investor splits Lastet ned 2016.04.28, fra [http://www.ft.com/intl/cms/s/3a22e926-d30b-11e5-829b-8564e7528e54,Authorised=false.html?siteedition=intl&\\_i\\_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F3a22e926-d30b-11e5-829b-8564e7528e54.html%3Fsiteedition%3Dintl&\\_i\\_referer=http%3A%2F%2Ffl.facebook.com%2Fdf1df25f46610902867b5ea1caf8d3d7&classification=conditional\\_standard&iab=barrier-app-axzz48kfhNeOy](http://www.ft.com/intl/cms/s/3a22e926-d30b-11e5-829b-8564e7528e54,Authorised=false.html?siteedition=intl&_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F3a22e926-d30b-11e5-829b-8564e7528e54.html%3Fsiteedition%3Dintl&_i_referer=http%3A%2F%2Ffl.facebook.com%2Fdf1df25f46610902867b5ea1caf8d3d7&classification=conditional_standard&iab=barrier-app-axzz48kfhNeOy)
- Garen, J. E. (1994). Executive compensation and principal-agent theory. *Journal of Political Economy*, 1175-1199.
- Gaughan, P. A. (2007). *Mergers, acquisition and corporate restructings*. USA: Library of congress cataloging-inpublication data:.
- International Energy Agency. (2006). *World energy outlook 2006*: IEA.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. [Article]. *American Economic Review*, 76(2), 323.

- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. [Article]. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M. & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. [Article]. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200. doi: 10.1002/smj.371
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (vol. 499): John Wiley and sons.
- McConnell, J. J. & Muscarella, C. J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of financial economics*, 14(3), 399-422.
- Meglio, O. & Risberg, A. (2010). Mergers and acquisitions—time for a methodological rejuvenation of the field? *Scandinavian Journal of Management*, 26(1), 87-95.
- Morgan, J. (2016, 01.15). 2016 m&a global outlook Lastet ned 2016.03.03, fra <https://www.jpmorgan.com/global/insights/maglobaloutlook>
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. [Article]. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nettavisen. (2015, 01.20). Helge lund kan koste statoil 50 milli-rd Lastet ned 2016.05.18, fra <http://www.nettavisen.no/ipad/8531981.html>
- Norges Bank. (2006, 08.13). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt Lastet ned 2016.02.15, fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Næs, R., Skjeltorp, J. & Ødegaard, B. A. (2009). What factors affect the oslo stock exchange. *Norges Bank (Central Bank of Norway), Working Paper*.
- Oslo Børs. Listestruktur og likviditetsinndeling Lastet ned 2016.05/05, fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Oslo-Boers-og-Oslo-Axess/Listestruktur-og-likviditetsinndeling>
- Osmundsen, P. (2007). Statoil/hydro-fusjonen sett i et sokkelperspektiv.
- Osmundsen, P., Asche, F., Misund, B. & Mohn, K. (2006). Valuation of international oil companies. *The Energy Journal*, 49-64.
- Osmundsen, P., Mohn, K., Emhjellen, M. & Helgeland, F. (2002). Fusjoner og oppkjøp i olje-og gassindustrien.
- Petroleumverksmed, N. (2014, 01.15). Fakta 2014 Lastet ned 2016.03.03, fra [http://www.npd.no/Global/Norsk/3-Publikasjoner/Faktahefter/Fakta2014/Fakta\\_2014\\_NO\\_net .pdf](http://www.npd.no/Global/Norsk/3-Publikasjoner/Faktahefter/Fakta2014/Fakta_2014_NO_net .pdf)
- Pwc. (2008, 01.01). Business valuation inside Lastet ned 2016.03.03, fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/business-valuation-inside-01-2008.pdf>
- Pwc. (2012, 01.01). Risikopremie i det norske markedet 2011 og 2012 Lastet ned 2016.03.03, fra <http://www.pwc.no/en/publikasjoner/deals/risiko-2011-2012.pdf>
- Regjeringen.No. (2006-2007, 01.01). St.Prp. Nr. 60 Lastet ned 2016.02.18, fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/stprp-nr-60-2006-2007-/id461986/?ch=6>
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.
- Rosenbaum, J. & Pearl, J. (2009). *Investment banking*: John Wiley & Sons.



- Statoil. (2007). Årsrapport 2006 Lastet ned 2016.03.03, fra [http://www.statoil.com/no/InvestorCentre/AnnualReport/Downloads/2006\\_Aarsrapport.pdf](http://www.statoil.com/no/InvestorCentre/AnnualReport/Downloads/2006_Aarsrapport.pdf)
- Statoil. (2008a, 05.20). Verdiskapning og vekst Lastet ned 2016.05.05, fra [http://www.statoil.com/no/NewsAndMedia/Calendar/KeyEvents/Downloads/presentasjon\\_20\\_mai\\_2008.pdf](http://www.statoil.com/no/NewsAndMedia/Calendar/KeyEvents/Downloads/presentasjon_20_mai_2008.pdf)
- Statoil. (2008b, 03.01). Årsrapport 2007 Lastet ned 2016.02.14, fra [http://www.statoil.com/en/InvestorCentre/AnnualReport/2007/OurResults/Downloads/Annual\\_report\\_2007.pdf](http://www.statoil.com/en/InvestorCentre/AnnualReport/2007/OurResults/Downloads/Annual_report_2007.pdf)
- Statoil. (2012, 03.21). Årsrapport 2012 Lastet ned 2016.04.04, fra [http://www.statoil.com/AnnualReport2012/en/Download\\_Center\\_Files/01\\_Key\\_downloads/11\\_Annual\\_Report\\_on\\_Form\\_20-F\\_2012/AnnualreportonForm20-F.pdf](http://www.statoil.com/AnnualReport2012/en/Download_Center_Files/01_Key_downloads/11_Annual_Report_on_Form_20-F_2012/AnnualreportonForm20-F.pdf)
- Statoil. (2015, 07.27). Our dividend policy Lastet ned 2016.05.06, fra <http://www.statoil.com/en/InvestorCentre/Share/DividendPolicy/Pages/default.aspx>
- Statoil & Hydro. (2007, 05.25). Fusjonsprospekt Lastet ned 2016.04.05, fra [http://www.statoil.com/no/InvestorCentre/Presentations/Prospectus/Downloads/International\\_Merger\\_Prospectus.pdf](http://www.statoil.com/no/InvestorCentre/Presentations/Prospectus/Downloads/International_Merger_Prospectus.pdf)
- Statoilhydro. (2008, 01.15). Kvartalsrapport 4. 2007 Lastet ned 2016.12.05, fra [http://www.statoil.com/no/NewsAndMedia/News/2008/Downloads/Financial\\_statements\\_and\\_review.pdf](http://www.statoil.com/no/NewsAndMedia/News/2008/Downloads/Financial_statements_and_review.pdf)
- Storaker, A. R. & Karlsen, A. I. (2008). Fusjoner og oppkjøp: En begivenhetsstudie og fundamentalanalyse av statoilhydro.
- Store Norske Leksikon. (2016). Norsk oljehistorie Lastet ned 2016.02.09, fra [https://snl.no/Norsk\\_oljehistorie](https://snl.no/Norsk_oljehistorie)
- Thaler, R. H. (1988). Anomalies: The winner's curse. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 191-202.
- The Telegraph. (2010, 06.17). Oil spill: Bp suspends dividend to pay for \$20bn cleanfund Lastet ned 2016.04-04, fra <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/energy/oilandgas/7834096/Oil-spill-BP-suspends-dividend-to-pay-for-20bn-clean-up-fund.html>
- Wright, C. J. & Gallun, R. A. (2005). *International petroleum accounting*: PennWell Books.
- Zeff, S. A. (1978). *The rise of "economic consequences"*: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.

## Andre kilder

Årsrapporter fra Hydro, Statoil 2005-2015

Årsrapporter fra ExxonMobil, Total, BP, Chevron 2007-2012

Diverse finansdataleverandører: YCharts, Google Finance, Yahoo Finance, Market Watch, Bloomberg.

Diverse analytikerrapporter i perioden 2007-2012

## Vedlegg

### Verdsettelse Statoil 2006

NOK M	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	Terminal
EBIT e/ skatt		40 628	42 253	43 626	45 044	46 508	
Avskrivninger		20 015	20 015	20 015	20 015	20 015	
CAPEX		35 765	37 375	39 056	40 814	42 651	
Endring i arbeidskaptial		3 961	4 007	4 054	4 101	4 148	
<b>FCFF</b>		20 916	20 886	20 531	20 144	19 724	
Diskonteringsfaktor		1,0751	1,1558	1,2426	1,3360	1,4363	
<b>Nåverdi 2007-2011</b>	82 857	19 455	18 070	16 522	15 078	13 732	
Terminalverdi	266 944						383 411
<b>Netto driftskapital</b>	<b>349 801</b>						
Finansielle eiendeler	32 267						
<b>Enterprise value</b>	<b>382 068</b>						
Finansiell gjeld	35 786						
Minoritetsinteresser	720						
<b>Verdi av egenkapitalen</b>	<b>345 562</b>						
Antall aksjer	2 161						
<b>Verdi pr. Aksje 31.12.2006</b>	<b>160</b>						

WACC	7,51 %
Vekst EBIT 07-08	4,00 %
Vekst EBIT 09-11	3,25 %
G	2,25 %
Vekst CAPEX	4,50 %
Vekst i Arbeidskapital	1,16 %

**Verdsettelse Hydro 2006**

NOK M	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	Terminal
EBIT e/ skatt		10 799	11 231	11 596	11 973	12 362	
Avskrivninger		13 011	13 011	13 011	13 011	13 011	
CAPEX		13 820	14 442	15 092	15 771	16 481	
Endring i arbeidskaptial		1 445	1 459	1 473	1 487	1 501	
<b>FCFF</b>		8 545	8 342	8 043	7 726	7 392	
Diskonteringsfaktor		1,0671	1,1387	1,2151	1,2966	1,3836	
<b>Nåverdi 2007-2011</b>	33 254	8 008	7 326	6 619	5 959	5 342	
Terminalverdi	122 473						169 460
<b>Netto driftskapital</b>	<b>155 727</b>						
Finansielle eiendeler	1 128						
<b>Enterprise value</b>	<b>156 855</b>						
Finansiell gjeld	16 437						
Minoritetsinteresser	0						
<b>Verdi av egenkapitalen</b>	<b>140 418</b>						
Antall akjser	1 241						
<b>Verdi pr. Aksje 31.12.2006</b>	<b>113</b>						

WACC	6,71 %
Vekst EBIT 07-08	4,00 %
Vekst EBIT 09-11	3,25 %
G	2,25 %
Vekst CAPEX	4,50 %
Vekst i Arbeidskapital	0,96 %

**Verdsettelse StatoilHydro  
2007**

NOK M	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Terminal
EBIT e/ skatt		45 624	47 449	48 991	50 583	52 227	
Kostnadsbesparelse e/skatt		0	600	600	1 212	1 212	
Avskrivninger		15 513	15 513	15 513	15 513	15 513	
CAPEX		23 414	24 350	25 324	26 337	27 391	
Endring i arbeidskapital		-3 000	-1 000	1 000	2 500	4 000	
FCFF		40 723	40 212	38 780	38 471	37 561	
Diskonteringsfaktor		1,0875	1,1827	1,2861	1,3987	1,5211	
Nåverdi 2008-2012	153 799	37 447	34 001	30 152	27 505	24 694	
Terminalverdi	404 986						616 008
Netto driftskapital	558 785						
Finansielle eiendeler	49 723						
Enterprise value	608 508						
Finansiell gjeld	45 087						
Minoritetsinteresser	1800						
Verdi av egenkapitalen	561 621						
Antall aksjer	3 189						
Verdi pr. Aksje 31.12.2007	176						
Diskontering	1,0407						
Verdi av egenkapital 2006	539 657						
Verdi pr. Aksje 31.12.2006	169						
WACC	8,75 %						
Vekst EBIT 08-09	4,00 %						
Vekst EBIT 10-12	3,25 %						
G	2,50 %						
Vekst CAPEX	4,00 %						
Vekst Arbeidskapital	1,00 %						
Risikofri rente	4,07 %						

**Verdsettelse Statoil 2012**

NOK M	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Terminal
EBIT e/ skatt		71 238	73 018	75 574	78 219	80 957	
Avskrivninger		54 200	54 200	54 200	54 200	54 200	
CAPEX		86 493	89 952	93 550	97 292	101 184	
Endring i arbeidskaptial		9 061	9 190	9 320	9 452	9 587	
<b>FCFF</b>		29 884	28 077	26 904	25 674	24 386	
Diskonteringsfaktor		1,0739	1,1533	1,2385	1,3300	1,4283	
<b>Nåverdi 2013-2017</b>	110 273	27 828	24 345	21 723	19 304	17 074	
Terminalverdi	357 881						511 161
<b>Netto driftskapital</b>	468 154						
Finansielle eiendeler	70 600						
<b>Enterprise value</b>	538 754						
Finansiell gjeld	123 200						
Minoritetsinteresser	700						
<b>Verdi av egenkapitalen</b>	414 854						
Antall akjser	3 181						
<b>Verdi pr. Aksje 31.12.2012</b>	130						

WACC	7,39 %
Vekst EBIT 13-14	2,50 %
Vekst EBIT 15-17	3,50 %
G	2,50 %
Vekst CAPEX	4,00 %
Vekst Arbeidskapital	1,42 %

**TSR:**

Statoil		18.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	Total
NOK	Aksjepris	170	169	113,7	146,5	138,6	153,5	139	147	131,2	123,7	
	Dividende i perioden		9,12	8,5	7,25	6	6,25	6,5	7	7,2	7,3	65,12
	TSR		4,78 %	-27,69 %	35,22 %	-1,30 %	15,26 %	-5,21 %	10,79 %	-5,85 %	-0,15 %	25,85 % 2,87 %

Exxon		18.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	
\$	Aksjepris	75,51	93,69	79,83	68,19	73,12	84,76	85,1	101,2	93,02	78,11	
	Dividende i perioden		1,37	1,55	1,66	1,74	1,85	2,18	2,46	2,7	2,88	16,73 3,88 %
	TSR		25,89 %	-13,14 %	-12,50 %	9,78 %	18,45 %	2,97 %	21,81 %	-5,42 %	-12,93 %	34,92 %

Chevron		18.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	
\$	Aksjepris	73,33	93,33	73,97	76,99	91,25	106,4	106,45	124,91	112,18	89,96	
	Dividende i perioden		2,26	2,53	2,66	2,84	3,09	3,51	3,9	4,21	4,28	29,28
	TSR		30,36 %	-18,03 %	7,68 %	22,21 %	19,99 %	3,35 %	21,01 %	-6,82 %	-15,99 %	63,74 % 7,08 %

Total		18.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	
€	Aksjepris	55,7	57	38,08	45,3	40,12	39,5	39,01	43,75	42,5	41	
	Dividende i perioden		2,07	2,28	2,28	2,28	2,28	2,34	2,38	2,44	2,44	20,79
	TSR		6,05 %	-29,19 %	24,95 %	-6,40 %	4,14 %	4,68 %	18,25 %	2,72 %	2,21 %	27,41 % 3,05 %

## Beta S&P:

	S&P 500		Exxon		Total		Chevron		BP	
1 Jan 2, 2002	1130,2		27,36		17,52		25,33		24,82	
2 Feb 1, 2002	1106,7	-0,021	29,11	0,064	18,31	0,045	25,74	0,016	26,53	0,069
3 Mar 1, 2002	1147,4	0,037	30,89	0,061	19,07	0,042	27,52	0,069	28,43	0,072
4 Apr 1, 2002	1076,9	-0,061	28,31	-0,084	18,85	-0,012	26,43	-0,04	27,2	-0,043
5 May 1, 2002	1067,1	-0,009	28,31	0	19,76	0,048	26,8	0,014	27,54	0,013
6 Jun 3, 2002	989,82	-0,072	29,01	0,025	20,58	0,041	27,19	0,015	27,23	-0,011
7 Jul 1, 2002	911,62	-0,079	26,06	-0,102	18,46	-0,103	23,04	-0,153	25,03	-0,081
8 Aug 1, 2002	916,07	0,005	25,29	-0,03	18,15	-0,017	23,76	0,031	25,46	0,017
9 Sep 3, 2002	815,28	-0,11	22,76	-0,1	16,75	-0,077	21,47	-0,096	21,71	-0,147
10 Oct 1, 2002	885,76	0,086	24,02	0,055	17,31	0,033	20,97	-0,023	20,92	-0,036
11 Nov 1, 2002	936,31	0,057	24,99	0,04	16,98	-0,019	21	0,001	21,55	0,03
12 Dec 2, 2002	879,82	-0,06	25,09	0,004	18,19	0,071	20,83	-0,008	22,34	0,037
13 Jan 2, 2003	855,7	-0,027	24,53	-0,022	17,28	-0,05	20,18	-0,031	21,44	-0,04
14 Feb 3, 2003	841,15	-0,017	24,6	0,003	16,73	-0,032	20,33	0,007	21,17	-0,013
15 Mar 3, 2003	848,18	0,008	25,27	0,027	16,1	-0,038	20,48	0,007	21,44	0,013
16 Apr 1, 2003	916,92	0,081	25,45	0,007	16,72	0,039	19,89	-0,029	21,41	-0,001
17 May 1, 2003	963,59	0,051	26,51	0,042	19,3	0,154	22,7	0,141	23,49	0,097
18 Jun 2, 2003	974,5	0,011	26,15	-0,014	19,89	0,031	23,11	0,018	23,56	0,003
19 Jul 1, 2003	990,31	0,016	25,91	-0,009	19,31	-0,029	23,08	-0,001	23,3	-0,011
20 Aug 1, 2003	1008	0,018	27,64	0,067	20,21	0,047	23,55	0,02	23,63	0,014
21 Sep 2, 2003	995,97	-0,012	26,84	-0,029	19,89	-0,016	23,09	-0,02	23,85	0,009
22 Oct 1, 2003	1050,7	0,055	26,82	-7E-04	20,48	0,03	24,02	0,04	24	0,006
23 Nov 3, 2003	1058,2	0,007	26,73	-0,003	21,19	0,035	24,51	0,02	24,43	0,018
24 Dec 1, 2003	1111,9	0,051	30,27	0,132	24,27	0,145	28,2	0,151	28,24	0,156
25 Jan 2, 2004	1131,1	0,017	30,12	-0,005	23,17	-0,045	28,18	-7E-04	27,24	-0,035
26 Feb 2, 2004	1144,9	0,012	31,33	0,04	24,14	0,042	29,08	0,032	28,42	0,043
27 Mar 1, 2004	1126,2	-0,016	30,9	-0,014	24,14	0	28,89	-0,007	29,57	0,04
28 Apr 1, 2004	1107,3	-0,017	31,61	0,023	24,17	0,001	30,11	0,042	30,55	0,033
29 May 3, 2004	1120,7	0,012	32,34	0,023	25,51	0,055	29,99	-0,004	30,85	0,01
30 Jun 1, 2004	1140,8	0,018	33,21	0,027	26,05	0,021	31,22	0,041	31,18	0,011
31 Jul 1, 2004	1101,7	-0,034	34,62	0,042	26,39	0,013	31,73	0,016	32,8	0,052
32 Aug 2, 2004	1104,2	0,002	34,68	0,002	26,57	0,007	32,61	0,028	31,5	-0,04
33 Sep 1, 2004	1114,6	0,009	36,36	0,048	27,7	0,043	35,89	0,101	33,74	0,071
34 Oct 1, 2004	1130,2	0,014	37,03	0,018	28,27	0,021	35,5	-0,011	34,17	0,013
35 Nov 1, 2004	1173,8	0,039	38,76	0,047	30,15	0,067	36,81	0,037	36,24	0,061
36 Dec 1, 2004	1211,9	0,032	38,77	3E-04	30,21	0,002	35,4	-0,038	34,5	-0,048
37 Jan 3, 2005	1181,3	-0,025	39,03	0,007	29,58	-0,021	36,67	0,036	35,22	0,021
38 Feb 1, 2005	1203,6	0,019	48,12	0,233	32,79	0,109	42,14	0,149	38,67	0,098
39 Mar 1, 2005	1180,6	-0,019	45,3	-0,059	32,25	-0,016	39,58	-0,061	37,17	-0,039
40 Apr 1, 2005	1156,9	-0,02	43,34	-0,043	30,51	-0,054	35,3	-0,108	36,27	-0,024
41 May 2, 2005	1191,5	0,03	42,93	-0,009	31,14	0,021	36,83	0,043	36,16	-0,003
42 Jun 1, 2005	1191,3	-1E-04	43,9	0,023	32,72	0,051	38,3	0,04	37,47	0,036
43 Jul 1, 2005	1234,2	0,036	44,88	0,022	35	0,07	39,73	0,037	39,57	0,056
44 Aug 1, 2005	1220,3	-0,011	45,98	0,025	36,92	0,055	42,36	0,066	41,39	0,046
45 Sep 1, 2005	1228,8	0,007	48,78	0,061	38,03	0,03	44,66	0,054	42,88	0,036
46 Oct 3, 2005	1207	-0,018	43,1	-0,116	35,29	-0,072	39,38	-0,118	40,19	-0,063
47 Nov 1, 2005	1249,5	0,035	44,77	0,039	35,42	0,004	39,86	0,012	40,17	-5E-04
48 Dec 1, 2005	1248,3	-1E-03	43,34	-0,032	35,9	0,014	39,48	-0,01	39,18	-0,025
49 Jan 3, 2006	1280,1	0,025	48,42	0,117	39,29	0,094	41,3	0,046	44,12	0,126
50 Feb 1, 2006	1280,7	5E-04	46,05	-0,049	35,82	-0,088	39,6	-0,041	40,86	-0,074
51 Mar 1, 2006	1294,9	0,011	47,21	0,025	37,41	0,044	40,64	0,026	42,41	0,038
52 Apr 3, 2006	1310,6	0,012	48,93	0,036	39,2	0,048	42,78	0,053	45,35	0,069
53 May 1, 2006	1270,1	-0,031	47,48	-0,03	38,85	-0,009	42,28	-0,012	43,82	-0,034
54 Jun 1, 2006	1270,20	9E-05	47,83	0,007	39,03	0,005	43,88	0,038	43,14	-0,016
55 Jul 3, 2006	1276,7	0,005	52,81	0,104	40,65	0,042	46,51	0,06	44,94	0,042
56 Aug 1, 2006	1303,8	0,021	53	0,004	40,17	-0,012	45,89	-0,013	42,53	-0,054
57 Sep 1, 2006	1335,9	0,025	52,55	-0,008	39,28	-0,022	46,22	0,007	40,99	-0,036
58 Dec 1, 2006	1418,3	0,062	60,28	0,147	43,52	0,108	52,79	0,142	42,3	0,032

Beta Exx 0,83 Beta Tot 0,67 Beta Chev 0,78 Beta BP 0,59

