

# Equinor og det Grønne Skiftet

Thore Johnsen, NHH

20 april 2021

# Plan

- ◆ Det grønne skiftet i finansmarkedet
- ◆ 'Doing Well while Doing Good'?
- ◆ Meravkastning kortsiktig på 'grønne' investeringer, men lavere langsiktig avkastning
  - 1-2% forventet avkastning på Oljefondets vindpark-investering
- ◆ Grønne selskaper/prosjekter vil premieres med redusert kapitalkostnad, 'svarte' investeringer straffes med økt kostnad
- ◆ Ørsteds suksessfylte transformasjon fra fossil til fornybar energi
- ◆ Viktige suksessfaktorer.
- ◆ Hva med Equinors grønne skifte?

# Doing Good finansinvesteringer

- ◆ ESG = **E**nvironmental, **S**ocial and **G**overnance
- ◆ Selg de verste: Negativ Screening
- ◆ Kjøp de beste: Positiv Screening
- ◆ Aktivt eierskap / Impact

## Doing Well while doing Good

- ◆ Selge 'verstingene' og kjøpe de 'gode'
  - Lavere pris for de verste  $\Rightarrow$  Økt forventet aksjeavkastning
  - Høyere pris for de gode  $\Rightarrow$  Redusert forventet aksjeavkastning
- ◆ Skatt- og reguleringsrisiko for de verste og subsidier for de gode vil dempe forventet avkastningsendring

$\Rightarrow$  **'Do-Good' investorer kan forvente å tape, mens 'versting'-investorer kan forvente å tjene**

$\Rightarrow$  **Gode selskaper/prosjekter får lavere kapitalkostnad, dårlige selskaper/prosjekter får større kapitalkostnad**

# Reallokering av fondsinvesteringer fra fossilfond til grønne fond

- ◆ *Nordea: Investering i våre grønne fond er 27 ganger mer effektivt enn andre miljøtiltak, f.eks. reduksjon av dusjing, flyreiser og kjøttkonsum*

## Hvor mye CO<sub>2</sub> du kan spare over en periode på 42 år



DUSJE TO MINUTTER KORTERE HVER DAG

**1 tonn**



TA TOG ISTEDET FOR BIL

**27 tonn**



KUTTE EN INTERNASJONAL FLYTUR I ÅRET

**19 tonn**



SPISE KUN ET KJØTTMÅLTID I UKEN

**36 tonn**

**$\Sigma = 83$  tonn**



FLYTT SPAREPENGENE FRA FOSSILE TIL GRØNNE FOND

**2222 tonn**

= Forskjell i karbon fotavtrykk for selskaper i fossile i forhold til grønne fond,

# Screening av finansporteføljer

## ◆ Negativ screening / 'Alle følger oljefondets uttrekk'

- *'Fondet skal ikke være investert i selskaper som bidrar til brudd på grunnleggende etiske normer, fremstiller visse typer våpen, baserer sin virksomhet på kull eller produserer tobakk.'*

## – Relativt få uttrekk og mer aktiv eierrolle: **'Voice'** vs **'Exit'**

## ◆ Positiv screening: Satse på de beste

- Færre posisjoner og mindre diversifikasjon
  - Kun ca. 5 % av selskaper har skapt børs-merverdien i USA siden 1926, og for Oslo Børs siden 1980. Vet ikke på forhånd hvilke blir de beste!
- Anbefalinger fra ESG-rating leverandører spriker
- Konjunktorell avkastningsvariasjon mellom regioner, bransjer og faktorer

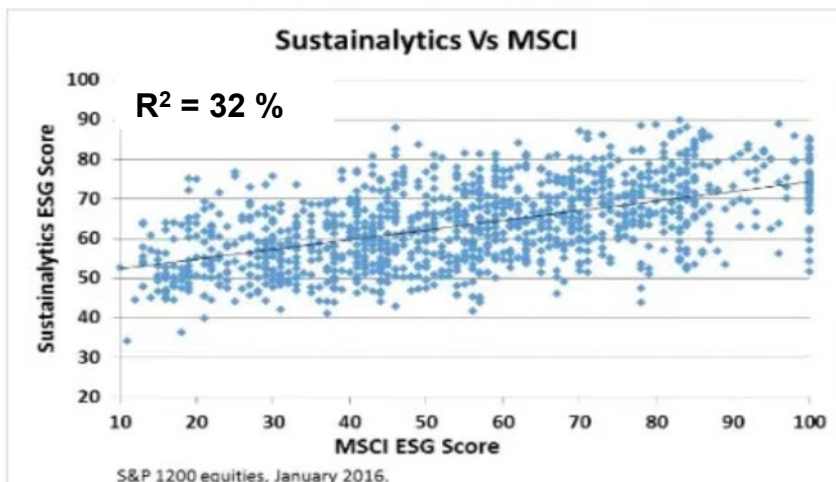
# ESG Rating – En flora av systemer for bærekraft

## ◆ FTSE Russell ESG-Rating

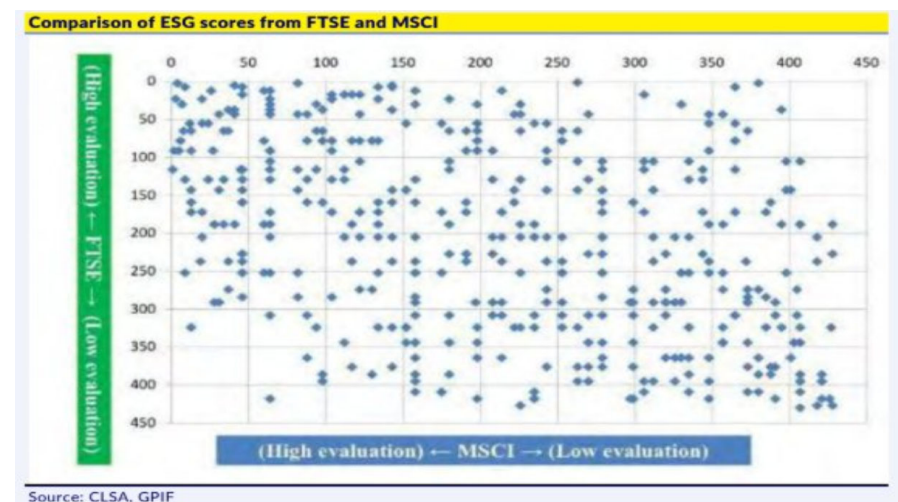


- ◆ 12 temaer og 300 indikatorer
- ◆ Ratet 7 200 selskaper for 47 børser
- ◆ Stort antall konkurrenter, f.eks. S&P DJ, MSCI, FTSE, SustainAnalytics
- ◆ Svært store ratingavvik mellom ratingselskaper: R2 for ESG-rating typisk kun 30% (kredittrating > 95%). Uenighet om valg av indikatorer og om vekting

- ◆ 1200 globale selskaper (S&P 1200) MSCI vs SustainAnalytics

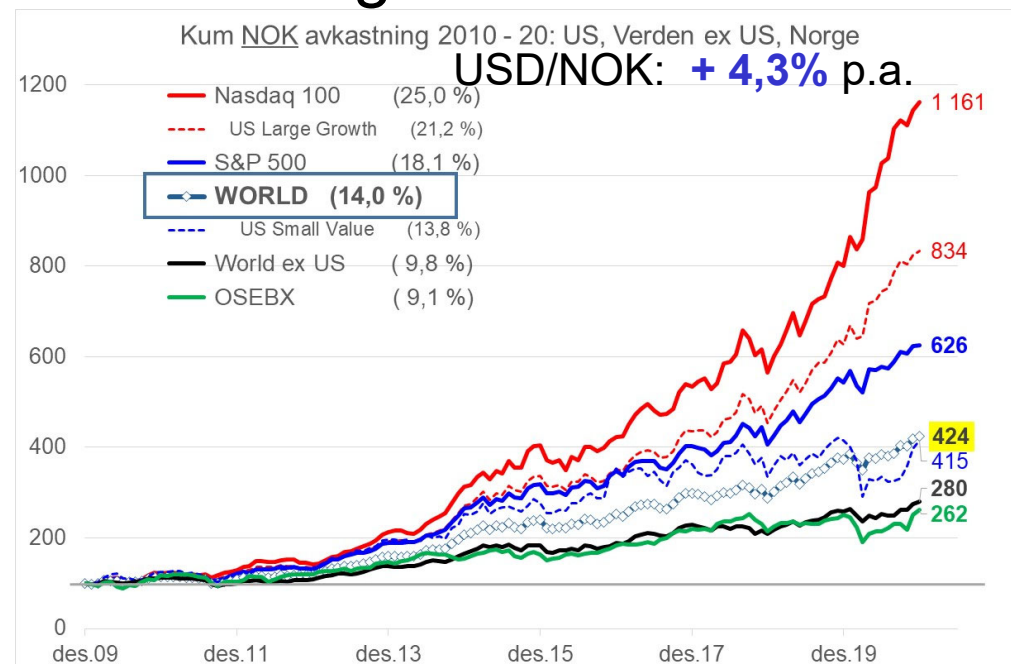
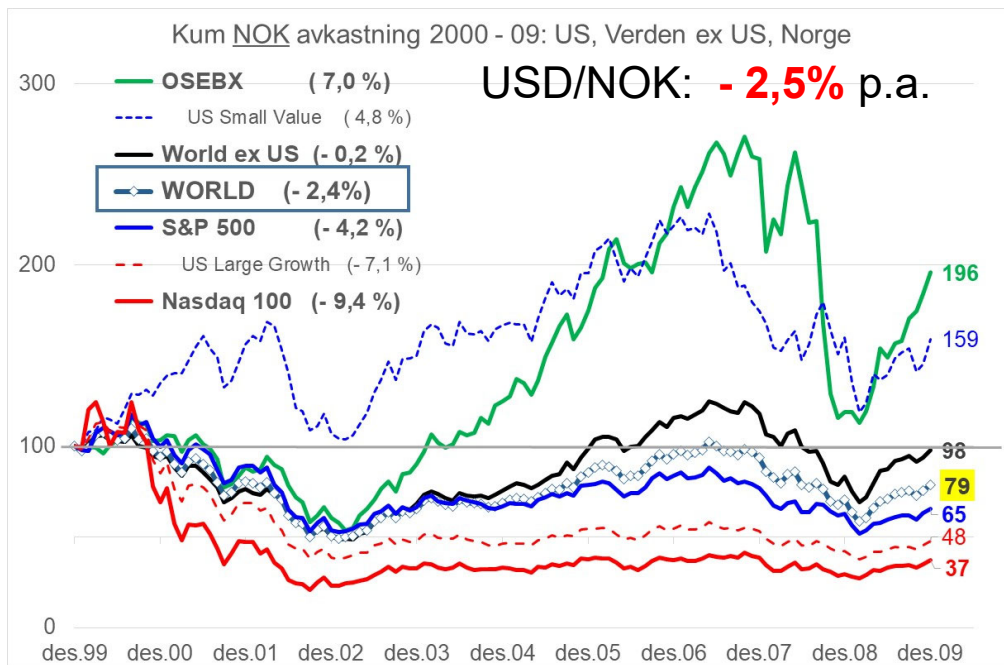


- ◆ 450 japanske selskaper MSC vs FTSE (for Japan Government Investment Fund)



# Aksjeindekser i to '10-års' perioder 2000 – 09 og 2010 - 20

## ◆ Region, Valuta, Sektor og Faktor avkastning



### ◆ 2000 – 09: De 'Gode' Tapte

- Region: **USA tapte** relativt Norge & Verden ex. USA
- Valuta: **USD/NOK tapte**
- Sektor: **Tech tapte**
- Faktor: **Vekst tapte** rel. Verdi

### ◆ 2010 – 20: De 'Gode' Vant!

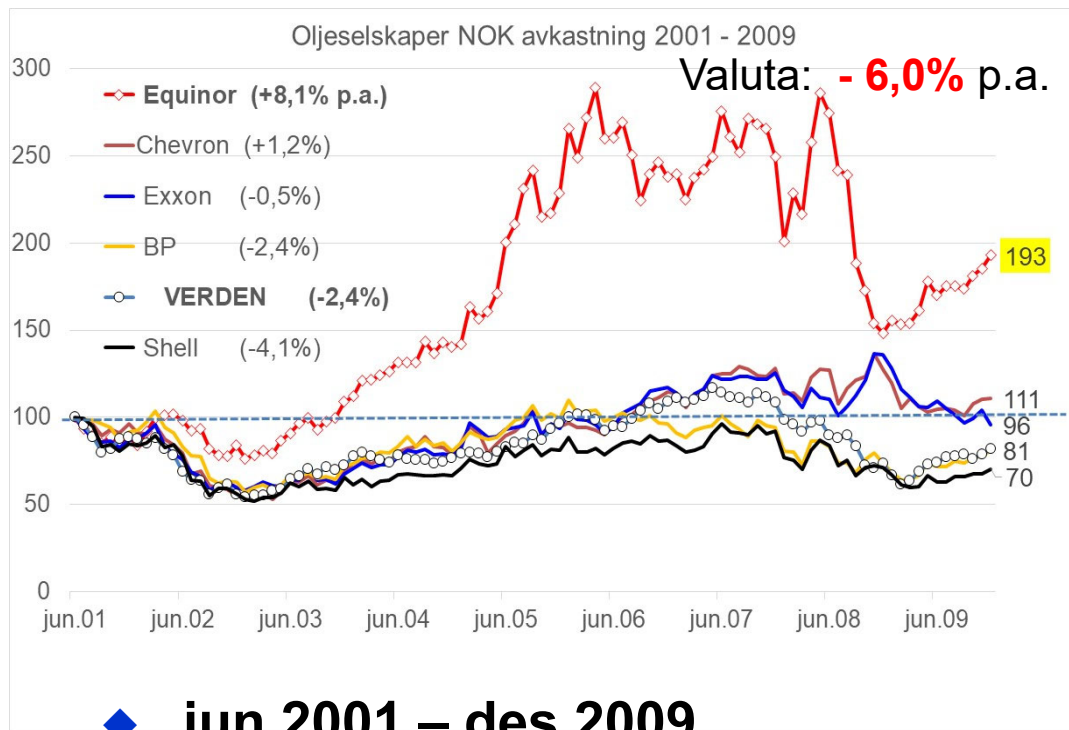
- Region: **USA vant** relativt Norge & Verden eks USA
- Valuta: **USD/NOK vant**
- Sektor: **Tech vant**
- Faktor: **Vekst vant** rel. Verdi

- ◆ Endringene reflekterte uventede fundamentale forhold, ikke risikoforskjeller

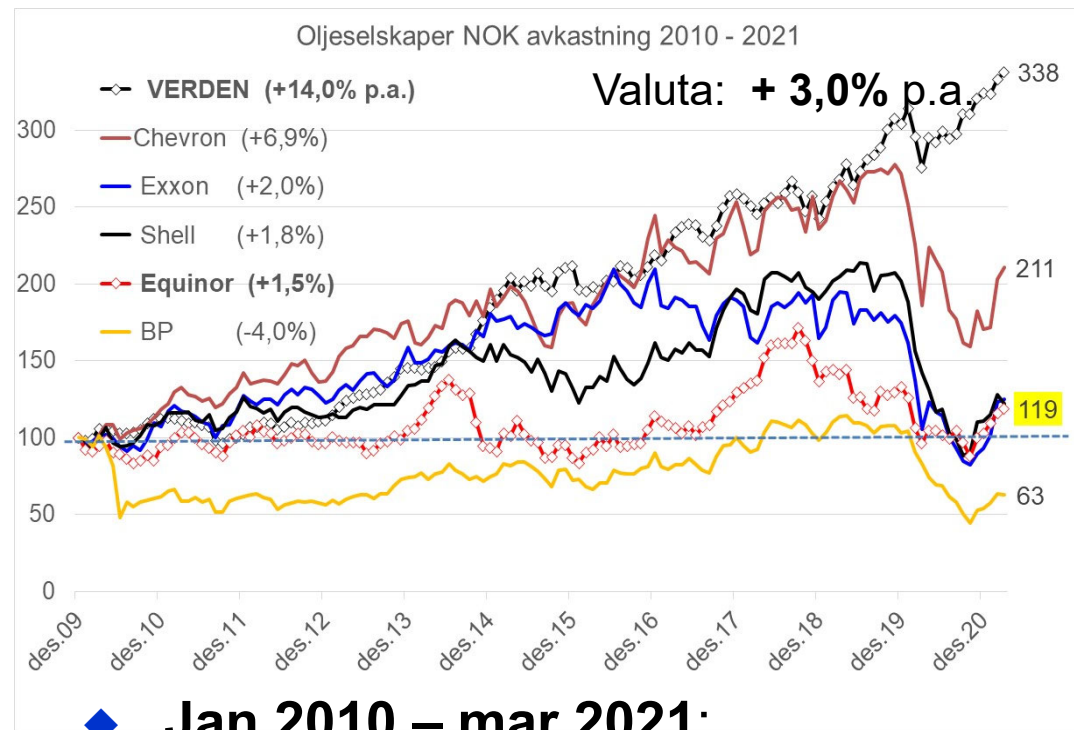


# Oljeaksjer i to '10-års' perioder jun 2001 – mar 2021

## ◆ NOK-avkastning (usikret)



- Equinor dominerer. Tap på alle andre, unntatt Chevron
- Store tap i 2008. Dempet av valuta for utenlandske
- Snitt 6 % tap USD/NOK
- Verdensporteføljen: - 2,4%



- Chevron dominerer. Marginal avkastning Equinor, Exxon, Shell.
- Store Covid-tap i 2020. Dempet av valuta for utenlandske
- Snitt 3,0% gevinst USD/NOK
- Verdensporteføljen: + 11,4%

# Innsikt

- ◆ Uansvarlige investorer forventes å tjene avkastning, delvis på bekostning av ansvarlige investorer
  - Forventet mer-avkastning på de verste selskapene som trekkes ut
  - Forventet mindre-avkastning på de beste (hvis de disse kan identifiseres)
- ◆ Grønne selskapsinvesteringer vil premieres med lavere kapitalkostnad – både for egenkapital og gjeld – mens investeringer i verstingprosjekter vil straffes
- ◆ Positiv selektering av de beste selskapene innebærer betydelige aktiv avkastningsrisiko: Selskaps-veddemål og konjunkturelle sektor- og faktor-veddemål

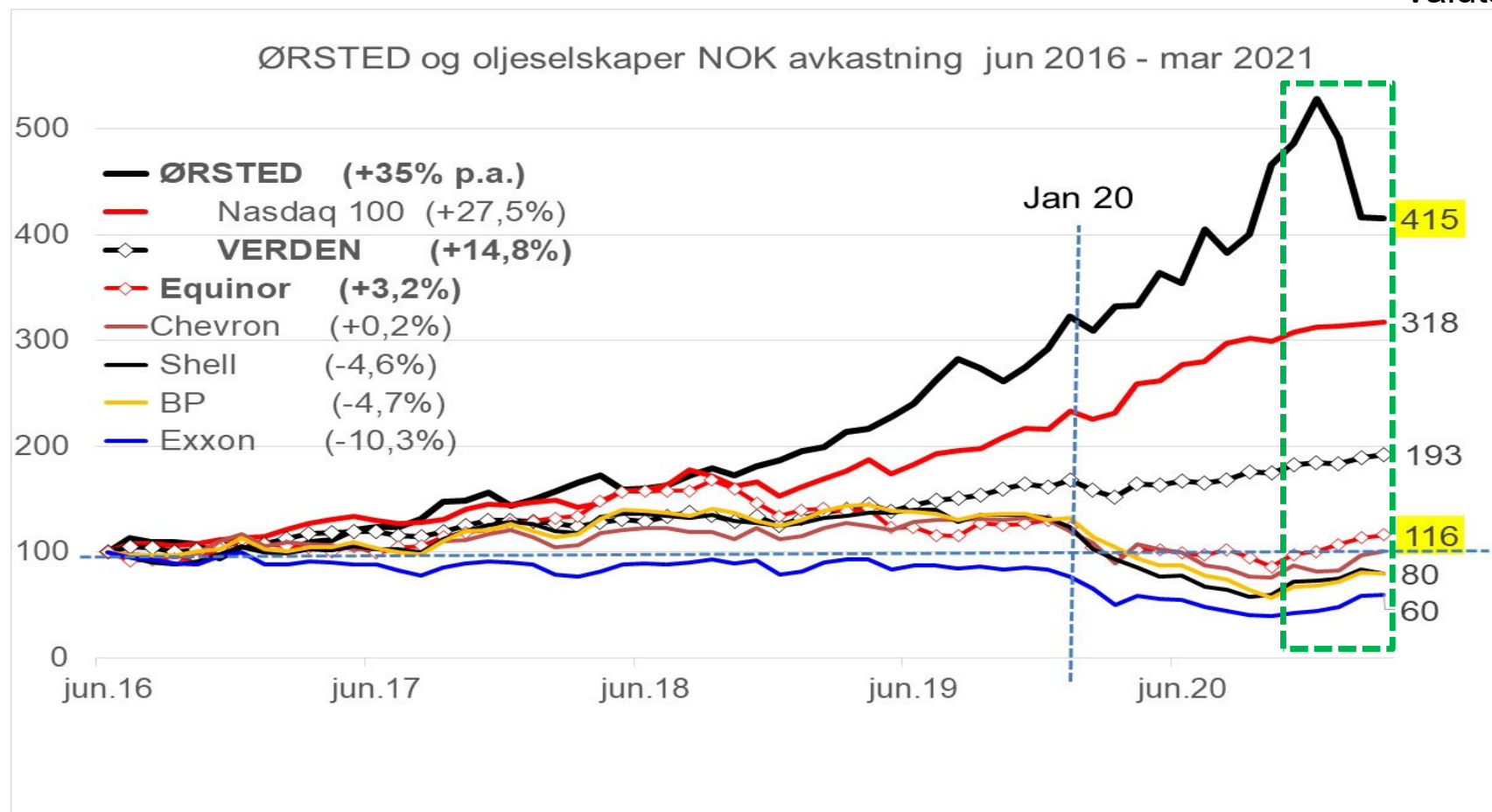
## Ørsteds grønne skifte

- ◆ Opprinnelig *Danske Olie og Naturgass* (DONG Energi). Fusjonerte med 5 elselskaper i 2006. Eiet av danske stat. Endret navn til Ørsted i 2017.
- ◆ I 2009 annonserte ledelsen at innen 2040 ville selskapet ha gjennomført et skifte fra 85 % fossil-basert energiproduksjon (kull) til 85 % fornybar energi
- ◆ Dette skiftet var gjennomført allerede pr. 2019 – salg av fossile aktiva, omlegging av kraftproduksjon og investering i vindfarmer.
- ◆ Selskapet var da blitt det ledende vindkraftselskapet i Europa
- ◆ Børsnotering i 2016, da danske stat solgte seg ned til 50,1%. Eventyrlig vekst i selskapets børverdi

# Aksjeavkastning Ørsted og olje/gass jun 2016 – mar 2021

## ◆ NOK-avkastning (usikkert)

Valuta: -0,3% p.a.

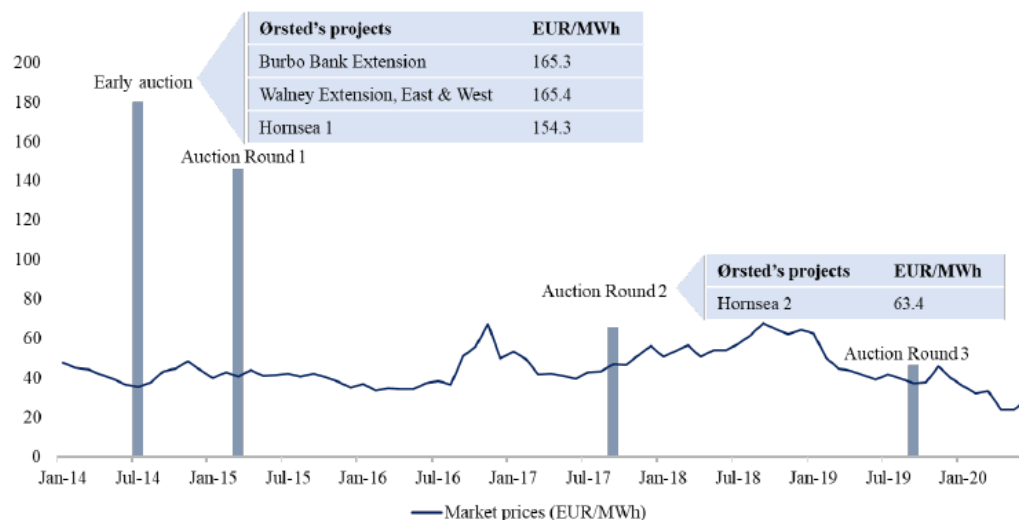


- ◆ Fantastisk børsavkastning etter 2018. Spesielt relativt Olje & Gass
- ◆ Også slått US tech-selskaper (Nasdaq 100) og verdensindeksen
- ◆ Reversering fra jan. 2021 ?

# Ørstedes grønne skifte: Suksessfaktorer for vindinvesteringer

- ◆ Først til møllen: Kom inn i det britiske og tyske markedet for vindkraft da de statlige subsidiene for nye prosjekter var spesielt store. Garanterte fastpriser for 15 – 25 år som var 2-3 ggr løpende markedspris.
- ◆ Ekstern egenkapital (og mye gjeld) ved bruk av Enron-type prosjekt-organisering:
  - Ørsted sto for design og investering. Billige lån med sikkerhet i garanterte inntekter.
  - ‘Farm-Down’ via ‘**S**pecial **P**urpose **V**ehicles’: Billig ekstern egenkapital fra institusjonelle finansielle investorer og Oljefondet: «Dere betaler investeringen og får 50% av inntektene!»
- ◆ Kostnadsreduksjoner: Utnyttet læringseffekter og i særdeleshet betydelig lavere kostnader på større vindmøller

Exhibit 11: UK day-ahead market price, average strike-prices and Ørsted's achieved strike prices of CfD auctions.



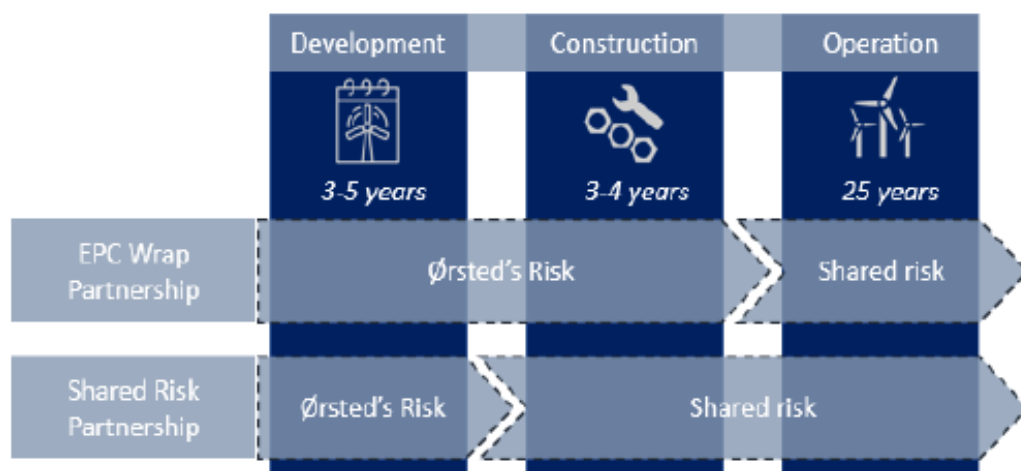
Sources: NordPool, OFGEM

- ◆ Utrolige subsidier frem til 2016: Fastpris fra det offentlige i UK. Ca 160 €/MWh for 15 - 25 år, mot spotpris ca 40 €/MWh
- ◆ Nå nede på ca 60 €/MWh.

◆ Doggerbank: Snitt fastpris ca 51 €/MWh (£47) for 15 år

## Masterutredning NHH 2020: Fredrik Græe og Johan Magnussøn

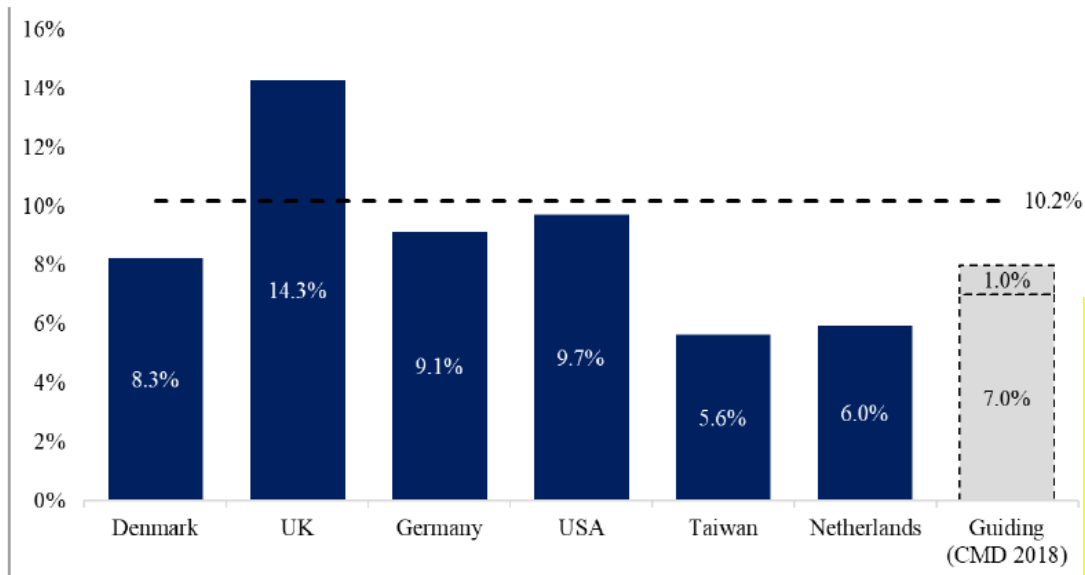
Exhibit 25: Illustration of Ørsted's farm-down models



Source: Company reports

- ◆ Ørsted foretrekker å ta risikoen med 'Engineering, Procurement & Construction' (EPC-modellen).
- ◆ Billigere kapital fra finansielle investorer som kun deler operasjonell risiko, jfr. 1-2% fra Oljefondet (real)

Exhibit 6: Ørsted's capacity weighted lifecycle IRR by country (1991-2020)



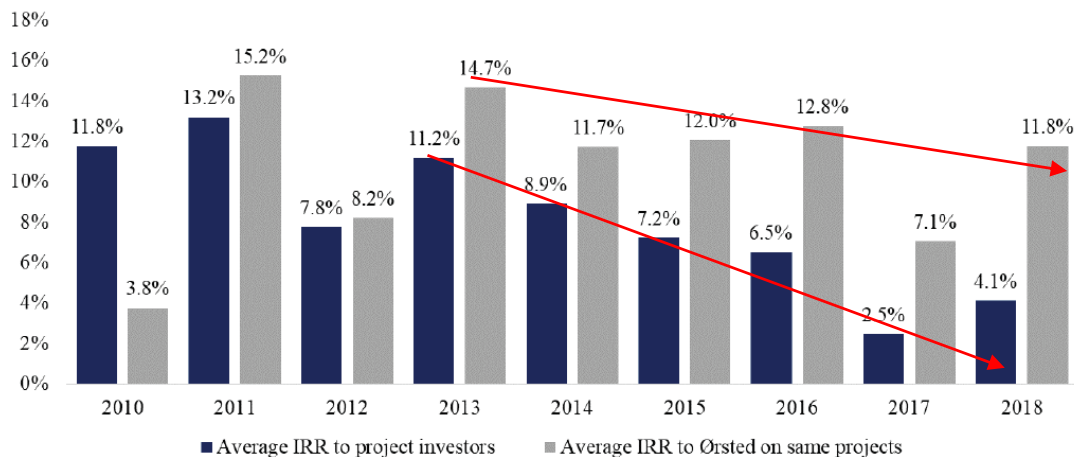
Sources: Own calculations, company reports and Ørsted's Asset Book

- ◆ Ørsted forventer ROCE 10% f.skatt, 8% etter skatt (slide 17)
- ◆ UK-markedet utgjør ca 50 % av Ørsteds vindportefølje: Ca. 5 GWh

- ◆ Doggerbank: Kapasitet 3 x 1,2 GW, forventet investering 3 x £3mrd (100mrd NOK), ROCE 9% f. skatt over 25 år (?).

## Masterutredning NHH 2020: Fredrik Græe og Johan Magnussøn

Exhibit 27: Average IRR of participating project-investors and average IRR to Ørsted



Sources: Own calculations, company announcements and Ørsted's Asset Book

- ◆ Betydelig fall i rentabilitet for eksterne investorer

- ◆ Doggerbank: Grunn til å tro at ENEs rentabilitet på 20% andelen er ned mot 1-2%

## Equinors grønne skifte .....

- ◆ Stor konkurranse om vindkraftprosjekter og derfor langt mindre subsidier: Garantert fastpris ca 51 €/MWh for Doggerbank, mot hele ca 160 €/MWh for Ørsted i 2014-15
- ◆ Betydelig interesse for deltakelse fra andre oljeselskaper og fra institusjonelle finansinvestorer
- ◆ Allikevel marginal lønnsomhet: Rentabilitet etter skatt på maks. 7% mot et krav på minst 6%, jfr. slide 17
- ◆ Finansert v/god cash flow fra Olje & Gass (?)
  - *(dårlig fremtidig cashflow fra den grønne virksomheten)*
- ◆ Teknologisk kompetanse for håndtering av store havdyp og flytende vindmøller



## Børsprising: Lønnsomhet vs avkastningskrav, og vekst

- ◆ Enkel modell for børsens prising av selskapers egenkapital og investert kapital, inkl. rentebærende gjeld:

$$\begin{aligned} \text{Markedsverdi} &= \text{Statisk Verdi} + \text{NNV Vekstmuligheter} \\ &= \text{NV}(\text{Dagens inntjening}) + \text{NV}(\text{'Superprofitt Vekst}) \end{aligned}$$

$$\text{Markedsverdi} / \text{Bok-kapital} = \text{Rentab.} / \text{Krav} + \text{NV}(\text{Vekst}) / \text{Bok}$$

### Markedsverdi Egenkapital Mar.21

	NOK mrd	Pris/Bok	
		2021	2007
Exxon	2 018	1,5	4,1
Chevron	1 725	1,5	2,5
Shell	1 274	1,0	2,1
BP	706	0,8	2,5
<b>Equinor</b>	<b>545</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>
<b>ØRSTED</b>	<b>581</b>	<b>5,3</b>	
VERDEN	740 500	2,5	
US Tech	93 500	10,0	

- ◆ Ørsted har omtrent samme børsverdi som Equinor (men kun ca. 15% av omsetning)
- ◆ Børsverdien er hele ca 5 ggr bokført, og «kun» ca 2 ggr bokført for Equinor
- ◆ US Tech er priset til 10 ggr – samme som under Dot.Com!
- ◆ Ganske annen prising av O&G før finanskrisen ⇒ Langt høyere forventet lønnsomhet (små vekstmuligheter)

# Børsprising: Equinor vs Ørsted

Markedsverdi / Bok-kapital = Rentab. / Krav + NV(Vekt) / Bok

	Kapital	EBIT*	Skatt	(1-s)*EBIT	Rentab.	Krav	R/K	EV	EV/Kap
Equinor	450	150	70 %	45	10 %	8 %	1,3	700	1,6
Ørsted	140	14	20 %	11	8 %	6 %	1,3	650	4,5

Kapital = Bokført EK + Nto. Rentebærende gjeld

EBIT: Driftsresultat før renter og skatt. 2018-resultat for Equinor, 2019 og 2020 for Ørsted

Rentabilitet og avkastningskrav: ROCE og WACC etter skatt for hhv. O&G og vindkraft

- ◆ Equinor er priset på inntjening fra nåværende virksomhet: Markedsverdi av Investert Kapital er 1,6 ggr (700 vs 459 mrd), kun marginalt høyere enn Rentabilitet / Avkastningskrav 1,3
- ◆ Kapitalen i Ørsted er åpenbart priset basert også på fortsatt sterk vekst i lønnsomme prosjektinvesteringer. Markedsverdi er 4,5 ggr bokført (650 vs 140 mrd) mens R/K er kun 1,3.
- ◆ Boblepris ?