

# Bacheloroppgave ved Universitetet i Stavanger



Universitetet  
i Stavanger

**Verdsettelse av 2020 Bulkens**

“Hva er verdien av 2020 Bulkens våren 2023?”

# 2020 BULKERS

BØKBAO: Bacheloroppgave innen regnskap og finans

Innleveringsdato 10.Mai 2023

Skrevet av **Runar Sele Leirvik** og **Tinus Holme Heia**

**HANDELSHØGSKOLEN VED UIS**  
**BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN  
FØLGENDE TEMATISKE RETNING

Regnskap og Finans

TITTEL:

Verdsettelse av 2020 Bulkere

ENGELSK TITTEL:

Valuation of 2020 Bulkere

FORFATTERE (**NB!** maks tre studenter pr oppgave):

Kandidatnr:

2204

.....

2201

.....

Navn:

Runar Sele Leirvik

.....

Tinus Holme Heia

.....

VEILEDER:

Tom Sanne

## Forord

Vi skriver denne oppgaven som en avslutning på vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon på handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger.

Oppgaven er skrevet innen finans og regnskap og tar for seg verdsettelse av tørrbulk selskapet 2020 Bulkens. Selskapet som har en strategi som er betale ut all fri kontantstrøm i månedlig utbytte gjør det til et originalt og spennende selskap.

Vi ønsker å rette en stor takk til veilederen vår, Tom Sanne for gode råd og tilbakemeldinger, samt bra tilstedeværende gjennom arbeidet med oppgaven

## Sammendrag

Formålet med denne bacheloroppgaven er å svare på problemstillingen “Hva er verdien av 2020 Bulkers våren 2023?” Vi vil gjennom diverse analyser komme frem til hvorvidt vi anbefaler kjøp av aksjen.

Oppgaven tar først for seg 2020 Bulkers og bransjen selskapet opererer i, før den fortsetter med en del om verdsettelsesteori. Der beskrives metodene vi bruker i oppgaven i detalj. Der beskrives blant annet hvordan kontantstrømmer estimeres og avkastningskrav beregnes i en diskontert kontantstrømanalyse. Teoridelen tar også for seg hvordan SOTP-analyse og multipl-analyse gjennomføres. For å danne et best mulig grunnlag til å estimere selskapets kontantstrømmer gjennomførte vi en strategisk analyse ved hjelp av PESTEL og SWOT – modellen, samt Porters femkraftsmodell. Deretter ble det gjort en regnskapsanalyse med fokus på lønnsomhet, likviditet og soliditet.

Vi kom frem til et avkastningskrav til totalkapitalen på 10,64%, ved å bruke WACC (Weighted Average Cost of Capital). Videre ble dette avkastningskravet brukt både i en diskontert kontantstrøm analyse og SOTP analyse. DCF-analysen endte opp med et kursmål på 152,36kr, noe som tilsvarer en kjøpsanbefaling ut ifra dagens pris på 103,8kr (09.05.2023).

Videre i verdsettelsen støttet vi opp DCF-analysen, med en SOTP-analyse og en relativ multipl-analyse. Etter at resultatene fra de ulike analysene ble vektet henholdsvis 50% på DCF-analysen, og 25% på hver av SOTP-analysen og den relative analysen, konkluderte vi med et kursmål på 126,43kr pr aksje.

Avslutningsvis ble det foretatt en sensitivitetsanalyse, med endring i skipsverdi og avkastningskrav som sensitiviteter.

# Innholdsfortegnelse

<b>Forord</b> .....	<b>3</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>1</b>
<b>Innledning</b> .....	<b>4</b>
<i>Valg av oppgave</i> .....	4
<i>Problemstillingen</i> .....	4
<b>Presentasjon av bransjen og 2020 Bulkere</b> .....	<b>4</b>
Flåte .....	5
Kontrakter .....	5
Scrubber .....	5
Strategi .....	6
Utbyttepolicy.....	6
Selskapets livssyklus .....	7
Markedet.....	7
Tilbudssiden .....	7
IMO 2023.....	8
Etterspørselssiden og de viktigste driverne .....	9
FFA-markedet .....	10
<b>Verdsettelsesteori og metode</b> .....	<b>10</b>
<i>Diskontert fri kontantstrøm (DCF)</i> .....	10
<i>Egenkapitalmetoden</i> .....	11
<i>Totalkapitalmetoden</i> .....	12
<i>Avkastningskrav til egenkapital</i> .....	12
<i>Kapitalverdimodellen</i> .....	13
Risikofri rente .....	13
Markedsrisikopremie .....	14
<i>Avkastningskrav til totalkapitalen</i> .....	16
<i>Vekst</i> .....	16
<i>Terminalverdi</i> .....	17
<i>Relativ verdsettelse</i> .....	17
P/E-multipel.....	17
P/NAV .....	18
EV/Sales .....	19
EV/FCF .....	19
EV/EBITDA .....	19
<i>SOTP - Verdsettelse</i> .....	20
<b>Valg av metode</b> .....	<b>20</b>
<b>Strategisk analyse</b> .....	<b>21</b>
<i>Ekstern Markedsanalyse - PESTEL</i> .....	21
Politiske forhold .....	21
Økonomiske forhold .....	22
Sosiale forhold.....	22

Teknologiske forhold .....	23
Miljømessige forhold .....	23
Juridiske forhold .....	23
<i>Porters femkraftsmodell</i> .....	24
Potensielle nyetableringer .....	24
Leverandørens forhandlingsstyrke og substitutter .....	25
Kjøpernes forhandlingsstyrke og eksisterende konkurranse .....	25
<i>SWOT</i> .....	25
Styrker .....	26
Svakheter.....	27
Muligheter.....	28
Trusler.....	30
<b>Regnskapsanalyse.....</b>	<b>32</b>
<i>Nøkkeltall</i> .....	33
<i>2020 Bulkens</i> .....	33
<i>Historisk utvikling</i> .....	33
<i>Resultatregnskap</i> .....	33
<i>Balanse</i> .....	34
<i>Kontantstrømregnskapet</i> .....	34
<i>Lønnsomhet</i> .....	36
Totalkapitalrentabilitet etter skatt.....	36
Egenkapital rentabilitet .....	37
2020 Bulkens Cash Break Even .....	38
<i>Likviditet</i> .....	40
Likviditetsgrad 1 .....	40
<i>Soliditet</i> .....	41
Gjeldsgrad .....	41
<i>Oppsummering</i> .....	42
<b>Fundamental Verdsettelse .....</b>	<b>42</b>
<i>Driftsinntekter</i> .....	42
Driftskostnader .....	45
Generelle og administrative kostnader. ....	45
Oppsummering av driftskostnader .....	46
<i>Avskrivninger</i> .....	46
<i>Skattesats</i> .....	47
<i>Arbeidskapital</i> .....	47
<i>Investeringer (Capex)</i> .....	48
<i>Oppsummering av kontantstrømmer</i> .....	48
<i>Terminalverdi</i> .....	49
<i>Avkastningskrav til egenkapitalen</i> .....	49
Risiko fri rente .....	50
Regresjonsbeta.....	50
Fundamental Beta .....	51
Markedsrisiko premie.....	52
<i>Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)</i> .....	52

Markedsverdien av selskapets egenkapital.....	53
Markedsverdien av selskapets gjeld.....	53
<i>Oppsummering av WACC</i> .....	53
<i>Verdiberegning</i> .....	54
<b>Sensitivitetsanalyse</b> .....	<b>55</b>
<b>SOTP - Verdsettelse</b> .....	<b>55</b>
<b>Relativ verdsettelse</b> .....	<b>56</b>
<i>P/E</i> .....	57
<i>P/NAV</i> .....	57
<b>Verdiestimering</b> .....	<b>58</b>
<b>Konklusjon</b> .....	<b>59</b>
<b>Litteraturliste</b> .....	<b>60</b>
<i>Vedlegg</i> .....	63

## Innledning

### Valg av oppgave

Valgemnene vi har hatt i bachelorgraden har dreid seg om finans og verdsettelse. Gjennom emnene utviklet vi en interesse for faget, som gjorde at vi hadde lyst til å prøve det ut i praksis. Grunnet økende oppmerksomhet rundt diverse shippingsegmenter på Oslo Børs, falt valget på tørrlastrederiet 2020 Bulkens. Vi valgte dette selskapet siden det har en spennende forretningsmodell, og strategi, og kunne by på utfordringer rundt håndteringen av deres nullvekststrategi.

### Problemstillingen

Formålet med oppgaven er å estimere verdien av 2020 Bulkens, problemstillingen blir derfor «Hva er verdien av 2020 Bulkens våren 2023?». Vi vil dermed finne den fundamentale verdien av selskapet målt i kroner pr aksje. Oppgaven vil være todelt, der vi først blir kjent med selskapet og bransjen, teori, strategisk analyse og regnskapsanalyse. I den andre delen gjennomfører vi metodene fra teoridelen med hensyn til hva vi fant i den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

## Presentasjon av bransjen og 2020 Bulkens

2020 Bulkens er et tørrlastrederi notert på Oslo Børs som eier og opererer 8 Scrubberutstyrte Newcastlemax skip med en gjennomsnittss flåtealder på cirka 3 år. Dette er skip som kan

frakte varer som kull, korn, bauksitt og jernmalm. Til forskjell fra varer som fraktes i containere på containerskip, fraktes tørrlast varer inne på et lukket område på skipet i store bulker.

### Flåte

En Newcastlemax som selskapet driver får i gjennomsnitt 35% mer betalt hver dag enn en gjennomsnittlig Capesize som er det største segmentet målt i dødvekttonn innenfor den totale tørrlast flåten. Grunnen til denne premien er at skipet har 15% større lasteinntak og forbruker 20% mindre drivstoff enn en standard Capesize som selskapet ofte konkurrerer mot i markedet. Selskapet frakter for det meste varer som jernmalm og bauksitt og leier ut sine skip på såkalte time charter kontrakter med finansielt sterke motparter som Koch Industries og Glencore. Dette er selskaper som trader råvarer. En time charter avtale er en fraktavtale som vil si at en reder leier ut sitt skip med eller uten mannskap til en charterer som trenger skipstransport i løpet av en gitt periode.

### Kontrakter

Slik kontraktene til 2020 Bulkere er satt opp stiller 2020 Bulkere med mannskap. Time charter-kontraktene er i hovedsak indekslinket, noe som betyr at hver dag får 2020 Bulkere betalt for spotraten til en standard Capesize, pluss premien på omtrent 35%. Man får altså betalt for hvor mye man kan frakte. Disse indekslinkede kontraktene kan 2020 bulkere låse når som helst på faste rater. Raten de kan låse skipet på avhenger av et derivatmarked som blir kalt FFA markedet. Disse ratene blir som alle andre varer og tjenester bestemt av tilbud og etterspørsel etter skip.

### Scrubber

2020 Bulkere får også betalt for Scrubberne de har installert på skipene sine. Et skip kan gå på flere typer drivstoff. De vanligste typene drivstoff for tørrlastskip er høysvovelbrennstoff (HSFO) og lavsvovelbrennstoff (VLSFO). På grunn av det store svovelinnholdet i HSFO har IMO som er et FN organ bestemt at grensen for svovelinnhold skal være 3,5%. Siden HSFO inneholder mer svovel enn denne grensen, har dette ført til en prisdifferanse mellom høy- og lavsvovelbrennstoff. Scrubbernes funksjon er at de renses ut store deler av svovelinnholdet i brennstoffet, effekten er at svovelinnholdet i HSFO reduseres fra 3,5% til 0,5%, og skip med Scrubberne kan bruke HSFO (Sethi, 2021). HSFO er billigere siden ikke alle skip kan bruke



det, og dette senker etterspørselen. Prisdifferansen mellom HSFO og VLSFO resulterer derfor i en besparelse for selskapet, og selskapet overholder utslippsreglementet.

### Strategi

Selskapets strategi fokuserer på å leie ut skipene på time charter kontrakter til sterke motparter. Selskapet opprettholder stort sett spot eksponeringen, men låser vanligvis store deler av flåten i Q1 når sesongvariasjoner gjør markedet svakt. I motsetning til andre shippingselskaper har ikke 2020 Bulkers noen ambisjoner om vekst. Flåten på åtte skip ble kjøpt som en ren investering, og skipene skal generere kontantstrømmer og selges når det viser seg gunstig. Overskuddet går rett til aksjonærene. Grunnleggerne av selskapet så en mulighet i en syklisk bransje med mye volatilitet, hvor de kunne kjøpe nye skip relativt billig i bunnen av syklusen. Grunnen til at selskapet ikke ønsker å vokse, er at når mulighetene byr seg til å investere i nye skip, er når det er gode tider, med høye rater og lett tilgang på finansiering. Dette resulterer i dårligere lønnsomhet på skipene, på grunn av dyr finansiering.

### Utbyttepolicy

2020 Bulkers betaler ut alt overskudd til aksjonærene månedlig. Dette er i tråd med selskapets strategi, og en enkel forretningsmodell gjør dette mulig. Skipene de fikk levert i 2019 og 2020 ble bestilt i 2017 med gunstige nybyggspriser. Kombinasjonen av billige skip, gunstig gjeldsfinansiering og en liten organisasjon sørger for lave Cash Break Even nivåer på \$16 300 pr skip pr dag. Billige skip og gunstig gjeldsfinansiering, bidrar sammen med den oversiktlige forretningsmodellen, med kontroll på kostnadsnivåene, til at selskapet kan betale månedlige utbytter

Videre når det kommer til hvorfor det deles ut månedlig utbytte og ikke årlig utbytte eller kvartalsvise utbytter er forklaringen at selskapet ikke har grunn til å bygge opp en stor kontantbeholdning og at selskapets aksjonærer setter pris på månedlig betalinger. På grunn av sin enkle forretningsmodell ønsker ikke selskapet at det skal komme noen overraskelser for aksjonærene. Selskapet ønsker altså å være mest mulig transparent med sine aksjonærer og gir derfor månedlig tall hva hvilke gjennomsnittlige rater de har oppnådd på flåten basert på de indeksknyttede og faste ratene de har på sine skip.

## Selskapets livssyklus

Et skip har en levetid på 20-25 år før det må skrapes. Normalt bestiller redere nye skip som erstatter de gamle, men i 2020 Bulkens er ikke dette planen. Styreleder Magnus Halvorsen uttalte i et intervju med Christopher Vonheim, at de ikke kommer til å haste med å selge flåten når den begynner å bli gammel, men at de selvfølgelig selger om prisen er god (Vonheim, C., 2022, 31:40). De som startet 2020 Bulkens startet ikke selskapet fordi de hadde en drøm om å være redere, men fordi de så en bra investeringsmulighet. Hvis ikke 2020 Bulkens selger flåten sin kommer de til å skrape skipene sine når de blir for gamle og betale ned på resterende gjeld og siste rest de har av kapital vil bli tilbakebetalt til aksjonærene.

## Markedet

Shipping er en syklisk bransje, som de fleste andre markeder drives av tilbud og etterspørsel. I korte trekk dreier tilbudssiden om tilgjengeligheten på skip i markedet, og etterspørselssiden om behovet for frakt av varer innenfor det gjeldende segmentet. Det er derfor relevant å se på hva som påvirker tilbud og etterspørselen for å si noe om fremtidens inntjening.

## Tilbudssiden

Tilbudssiden i markedet dreier seg om det totale lastevolumet som er i markedet. Faktorer som påvirker tilbudssiden fremover er da lastevolumet som er i markedet, og lastevolumet som er på vei inn og ut av markedet. Mer presist dreier dette seg om flåten som er på vannet, ordreboken av båter på vei inn i markedet, og levetiden til skipene. Flåten er et uttrykk for alle skipene på vannet. Ordreboken viser hvor mange og hva slags skip som er på vei inn i shipping markedet. Med levetiden til skipene menes det at skipene ikke er lønnsomme til evig tid. Teknologien og verden utvikler seg og deler slites ut, eldre skip blir til slutt ikke lønnsomme å drifte lenger og de fases ut av markedet. Flåten og ordreboken, samt alderen på flåten er et verktøy for å danne et overblikk over utviklingen på tilbudssiden i markedet. Om det er få tørrlastskip i ordreboken, og mange aldrende tørrlastskip på vannet, antas det at tilbudet av tørrlast shipping vil bli mindre. Det samme gjelder omvendt, om det er en ung flåte og mange skip i ordreboken vil tilbudet øke. Flåteutnyttelse beskriver hvorvidt flåtens kapasitet er dekket, og danner et bilde av tilbudet og etterspørselen i markedet. Flåteutnyttelsen er definert ved differansen mellom total flåtekapasitet og dekket flåtekapasitet. Er differansen stor, er utnyttelsen lav og ratene vil presses ned, om differansen er liten, betyr det høy utnyttelse og ratene vil presses oppover.

Andre spesielle tilfeller kan også påvirke tilbudssiden, både mot det positive og det negative. I 2021 valgte noen rederier å bruke tørrlastskipene sine til å frakte containere, siden containerfrakt markedet var svært attraktivt. Nå har containerrederne bestilt opp masse skip og tilbudssiden er ikke lenger like attraktiv. Dette påvirket tilbudssiden ved at det ble færre skip tilgjengelig for tørrlast, som bidro til å presse ratene oppover. Noen container-redere ser nå på muligheten for å gjøre det motsatte, dette er dog noe usannsynlig da det vil medføre store kostnader for å gjøre om skipene, ifølge Herman Billung, daglig leder i 2020 Bulkers og Himalaya Shipping (Billung, 2023). Flaskehalsen kan også påvirke tilbudet i markedet. Om ineffektivitet i havner eller kanaler fører til at skip må vente, vil det være færre skip tilgjengelige. Dette har vi sett både ved blokkeringen i Suezkanalen, da et skip gikk på grunn der, og i Kina da skip måtte vente på grunn av karantenereregler.

#### IMO 2023

Fra og med 2023 innførte den internasjonale sjøfartsorganisasjonen (IMO) nye og strengere miljøkrav til skip. IMO er et FN organ som har som målsetning å styrke skipenes energieffektivitet, redusere skipenes karbonintensitet, altså hvor mye det slippes ut fra hvert transportarbeid, med 40% innen 2030 og 70% innen 2050, og å redusere årlig klimagassutslipp med 50% innen 2050. Referansepunktet for disse kravene er utslippstallene fra 2008.

Miljøkravene som ble innført kalles EEXI og CII. EEXI står for Energy Efficiency Existing Ships Index, og som tittelen tilsier dreier dette seg om flåten som allerede er på vannet og ikke nye skip. EEXI er et måleverktøy for energieffektiviteten på skipene, basert på skipets design og operasjonelle karakteristikk. Under EEXI, har IMO satt et nivå for Required EEXI, som er det maksimale klimagassutslippet et skip har lov til å ha. Er skipet over dette nivået må det gjennomføres utbedringer på skipet eller så kan skipet redusere hastighet for å holde seg innenfor reglementet.

Tabell 1 Oversikt over eksport og import av tørrlastvarer. Hentet fra UNCTAD

Table 1.8 Major dry bulk: exporters and importers, 2021 (world market shares, in percentages)			
Iron ore exporters		Iron ore importers	
Australia	58	China	73
Brazil	24	Japan	8
South Africa	4	Europe	6
Canada	3	Republic of Korea	5
India	2	Other	8
Sweden	2		
Other	7		
Coal exporters		Coal importers	
Indonesia	35	China	23
Australia	29	India	16
Russian Federation	13	Japan	14
United States	6	Republic of Korea	10
South Africa	5	European Union	7
Colombia	5	Taiwan Province of China	6
Canada	3	Malaysia	3
Other	4	Other	21
Grain exporters		Grain importers	
United States	25	East and South Asia	53
Brazil	21	Africa	12
Argentina	12	Western Asia	11
Ukraine	10	South and Central America	10
European Union and United Kingdom	8	European Union and United Kingdom	8
Australia	7	North America	1
Canada	6	Other	5
Russian Federation	6		
Other	5		

Sources: UNCTAD secretariat, based on data from Clarksons Research Seaborne Trade Monitor, Volume 9, No. 8, August 2022 and Clarksons Research, Dry Bulk Trade Outlook, Volume 28, No.7, July 2022.

CII står for Carbon Intensity Indicator. CII kalkuleres som mengden CO2 utslipp produsert fra skip, delt på mengden transportarbeid skipet gjør. CII viser hvor energieffektivt et skip er og kan brukes til å sammenligne ulike skip, samt følge med på skips utslipp over tid. CII skal brukes som et verktøy av skipsrederiene og operatørene for å følge med og forbedre energieffektiviteten på skipene, i tillegg til å støtte utviklingen av politikken og reguleringene rettet mot å redusere klimagassutslippene fra shipping. CII vil fungere på en måte hvor skipene får en karakter hvor A er det beste og E det dårligste. Ved karakter E kan ikke skipet operere og ved karakter D har man ett år på å utbedre skipet (IMO, 2023).

#### Etterspørselssiden og de viktigste driverne

Etterspørselssiden i tørrlast shipping drives av den globale handelen i tørrlast råvarer. Dette er råvarer som kull, jernmalm og korn. Derfor kan økonomisk vekst og industrialisering i utviklingsland, samt endringer i forbrukeratferd i utviklede land, påvirke etterspørselen etter tørrlast shipping. I tillegg kan faktorer som vær og naturkatastrofer påvirke den globale råvarehandelen og dermed videre påvirke etterspørselen etter tørrlast shipping.

Som tabellen ved siden av viser, er Kina, Brasil og Australia de viktigste landene når det kommer til tørrlast. Australia og Brasil er de største eksportørene av jernmalm, og Australia er også i toppen når det kommer til eksport av kull, kun bak Indonesia. Kina er størst i verden på import av både jernmalm og kull. For å estimere fremtidig utvikling i etterspørsel etter tørrlastshipping er det naturlig å se på tall fra disse landene som kan si noe om deres eksport eller import fremover.

For Kina er det da relevant å se på deres jernmalm- og kull -lager, og deres import av de samme råvarene. Ved å se på lagrene kan man danne seg en formening om hvorvidt det vil importeres fremover. I tillegg finnes tall for utstedte obligasjoner til infrastruktur i Kina, tall

for kinesisk byggeaktivitet, og tall for People's Bank of China sitt program for pledged supplemental lending (PSL). PSL er den kinesiske sentralbanken sitt verktøy for å frigjøre kapital til utvikling, jordbruk og import og eksport. Disse tallene kan si noe om hvorvidt Kina vil importere råvarer fremover.

For Brasil dreier det seg i stor grad produksjonsguidingen fra de største gruveselskapene Vale og Rio Tinto. Hvor mye disse selskapene vil produsere fremover vil ha betydning for hvor mye fraktevolum som etterspørres i shipping markedet. Grunnen til at markedet fokuserer mer på Brasil enn Australia, selv om Australia eksporterer mer jernmalm, er at den brasilianske jernmalmen er av høyere kvalitet og at handelsruten Brasil-Kina er mer gunstig for rederne.

#### FFA-markedet

FFA-markedet er et derivatmarked hvor kontrakter for faste avtaler for tørrlast shipping kjøpes og selges. FFA står for Forward Freight Agreement. Disse kontraktene gir aktørene i markedet muligheten til å hedge seg mot fremtidig prisvolatilitet og låse prisen for transport. FFA-markedet er derfor et viktig verktøy for å håndtere risiko innenfor sektoren. Tallene fra FFA-markedet reflekterer altså prisen på en fast avtale.

## Verdsettelsesteori og metode

I en verdsettelse er målet å finne den fundamentale verdien til selskapet. Fundamental verdsettelse og relativ verdsettelse er de vanligste tilnærmingene. I denne oppgaven benyttes det også en litt mindre vanlig tilnærming, SOTP -verdsettelse. Dette kapittelet vil ta for seg disse tre tilnærmingene og forklare metodene og teorien bak dem.

#### Diskontert fri kontantstrøm (DCF)

Verdsettelsesmodellen for diskontert fri kontantstrøm eller DCF (fra engelsk Discounted Cashflow) er den vanligste fremgangsmåten for å finne den fundamentale verdien til et selskap. DCF-modellen baserer seg på å finne nåverdien av alle frie kontantstrømmer et selskap eller en investering genererer gjennom dens levetid. DCF-modellen er bygget opp av tre hovedelementer som må estimeres; kontantstrøm, vekst og risiko. Verdien til en eiendel eller et selskap blir altså påvirket av hvor mye fri kontantstrøm den er estimert til å generere og risikoen til denne kontantstrømmen (Damodaran, 2012, s. 13). Formel 1 er formelen for DCF-modellen.

$$Nåverdi = \sum_{n=1}^N \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF = Kontantstrøm

n = Tidspunkt

r = Avkastningskrav

## Egenkapitalmetoden

Selskap kan finansieres gjennom gjeld eller egenkapital. Fundamental verdsettelse kan gjøres på to måter, egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden. Egenkapitalmetoden verdsetter kun egenkapitaldelen av selskapet, og totalkapitalmetoden verdsetter hele selskapet.

I egenkapitalmetoden er årsresultatet utgangspunktet. Dette er resultatet etter skatt og renter. Deretter legges avskrivninger til, disse ble trukket fra resultatregnskapet. Grunnen til dette er at en kontantstrøm viser oss inn og utstrømmer av penger i selskapet i løpet av en gitt periode. Avskrivninger/nedskrivninger er et regnskapsprinsipp, men ikke penger som går fysisk ut av bedriften. Deretter trekkes investeringer i varige driftsmidler (capex) fra. Dette er investeringer som selskapet gjør enten for å opprettholde driften, for eksempel vedlikehold på en rigg eller installering av rensesystem på et skip. Investeringer i varige driftsmidler brukes også til vekst i bedriften. Det kan for eksempel være et nytt skip, ny fabrikk eller oppkjøp av et selskap. Det som kjennetegner denne type investeringer er at det er en investering ment for fremtiden. Dette er en investering som man ikke forventer å tjene penger på med en gang.

Etter investeringer er trukket ifra, legges endring i arbeidskapital til. Arbeidskapitalen regnes ut ved legge sammen inventar og kundefordringer og trekke fra leverandørgjeld (Damodaran, 2012, s. 264). Altså kortsiktige eiendeler minus kortsiktige gjeld med kontanter ekskludert. Grunnen til at det ikke er selve arbeidskapitalen, er at det ikke er penger inn eller ut av selskapet. En endring derimot vil bety at det enten er investert eller blitt solgt noe. Et eksempel kan være en kjede som åpner en ny butikk. Da må det investeres i varelager, noe som med alt annet like fører til en økning i arbeidskapitalen fra et år til et annet. Det er en investering som fører til at penger strømmer ut av konto. Dette fører til mindre fri kontantstrøm som igjen fører til mindre utbytte. En nedgang i arbeidskapital fra et år til et annet kan være at de selger unna varer på lager eller at leverandørgjelden øker. Dette betyr penger inn, noe som igjen betyr mer fri kontantstrøm.

Til slutt for å finne kontantstrømmen som aksjonærene har mulighet til å ta ut av selskapet trekkes endringen i gjeld i fra. Det beløpet man sitter igjen med er fri kontantstrøm til egenkapitaleierne. Formel 2 viser kontantstrøm til egenkapitalen.

*Formel 2 Basert på Damodaran, 2012, s. 353*

<b>Kontantstrøm til egenkapital</b>	
	<b>Årsresultat</b>
<b>+</b>	<b>Avskrivninger</b>
<b>-</b>	<b>Investeringer</b>
<b>+/-</b>	<b>Endring i arbeidskapital</b>
<b>+/-</b>	<b>Endring i gjeld</b>
<b>=</b>	<b>Kontantstrøm til egenkapital</b>

#### Totalkapitalmetoden

I totalkapitalmetoden finner vi verdien av hele selskapet, og ikke bare egenkapitalen.

Oppsettet for å finne fri kontantstrøm blir derfor litt annerledes siden vi ikke trekker fra gjeld, eller betaling av renter. Hvordan man regner ut kontantstrømmen til totalkapitalen er vist nedenfor.

*Formel 3 basert på Damodaran, 2012, s. 381*

<b>Kontantstrøm til totalkapital</b>	
	<b>Driftsresultat (EBIT)</b>
<b>+</b>	<b>Avskrivninger</b>
<b>-</b>	<b>Investeringer</b>
<b>-</b>	<b>Skatt</b>
<b>+/-</b>	<b>Endring i arbeidskapital</b>
<b>=</b>	<b>Kontantstrøm til totalkapital</b>

#### Avkastningskrav til egenkapital

For å kunne diskontere kontantstrømmene til dagens verdi trengs et avkastningskrav. Dette avkastningskravet er korrelert med risikoen til selskapet og kontantstrømmene. Økt risiko vil bety et høyere avkastningskrav. Risiko dreier seg om usikkerhet, økt usikkerhet øker risikoen.

## Kapitalverdimodellen

Formel 4 basert på Damodaran, 2012, s. 76

$$\bar{R}_a = R_f + \beta(\bar{R}_m - R_f)$$

For å finne avkastningskravet til et selskap sin egenkapital brukes kapitalverdimodellen (CAPM) mest hyppig. Den tar for seg forholdet mellom markedsrisiko og forventet avkastning. Kapitalverdimodellen inneholder tre komponenter som beskriver dette forholdet. Det er risiko rente, beta og markedsrisikopremie. Nedenfor går vi mer inn på hver enkelt komponent.

### Risikofri rente

I en verdsettelse sammenlignes den forventede avkastningen med den avkastningen en kan oppnå risikofritt, da sammenligner en med en risikofri rente. Siden denne renten er risikofri vil forventet avkastning være lik faktisk avkastning siden investeringen ikke innebærer noe risiko. En risikofri rente defineres derfor som en rente på et lån/investering som hverken har misligholdsrisiko eller reinvesteringsrisiko. Misligholdsrisiko dreier seg om risikoen for at et lån blir misligholdt. Hvis et lån har misligholdsrisiko bakt inn i renten er investeringen naturligvis ikke risikofri for det er en sjanse for at investoren taper penger. Når det er misligholdsrisiko involvert vil også renten være høyere enn hvis den var risikofri. Grunnen til det er at investoren skal få bedre avkastning jo mer risiko det er involvert. Alle statsobligasjoner, som ofte er det vi refererer til har en risikofri rente inne i seg, men i noen land må man trekke fra risikoen for mislighold.

Selv om en rente ikke har misligholdsrisiko vil den ikke være risikofri med mindre det ikke er noe reinvesteringsrisiko involvert. Det dette betyr er at hvis du har en tidshorisont på 1 år og du investerer i en amerikansk statsobligasjon med varighet på ett år så vil denne være risikofri. Si derimot at du har en 10 års tidshorisont, men investerer i en ettårig amerikansk statsobligasjon så vil du måtte reinvestere hvert år til renter du ikke vet hva er for noe i dag.



Amerikanske statsobligasjoner refererer ofte til amerikanske statsobligasjoner som risikofrie. Grunnen er at den amerikanske staten aldri har misligholdt et lån og er verdens største økonomi.

En risikofri rente må være i samme valuta som verdsettelsen. Er verdsettelsen i amerikanske dollar, kan en bruke en amerikansk statsobligasjon. Om verdsettelsen er i mexicanske pesos må den risikofrie renten være i mexicanske pesos også. Da kan en bruke en mexicansk statsobligasjon, men trekke fra misligholdsrisikoen. Ikke alle statsobligasjoner er risikofrie.

Markedsrisikopremie

#### *Historisk markedsrisikopremie*

En markedsrisikopremie forteller oss hvor mye investorene tar seg betalt ekstra for å investere i aksjemarkedet enn en statsobligasjon som er risikofri. Det finnes to typer markedsrisikopremie. Den mest brukte er differansen mellom gjennomsnittlig avkastning i markedet over en gitt periode, og risikofri rente. Denne differansen mellom avkastning i aksjemarkedet og avkastning på en risikofri statsobligasjon er markedets risikopremie. Si for eksempel at hvis S&P 500 har gitt en annualisert gjennomsnittlig avkastning de siste 50 årene på 10% og renten på 10 års amerikanske statsobligasjoner er 3% så vil denne premien være 7%. Dette tallet vil naturligvis variere fra tid til annen. Problemet med denne markedsrisikopremien er at den er bakoverlent, mens en diskontert kontantstrøm er fremoverlent.

#### *Implisitt markeds risikopremie*

I nyere tid har bruken av en annen risikopremie blitt mer aktuell. Denne kalles implisitt risikopremie og er fremoverlent. Her brukes ikke historisk data, men et estimat på hva man forventer at markedet skal vokse i evig tid. Etter å ha kalkulert dette trekkes risikofri rente fra for å få en implisitt markedsrisikopremie.

*Formel 5 hentet fra Damodaran, 2012, s. 173*

$$Value = \frac{Expected\ dividends\ next\ period}{Required\ return\ on\ equity - Expected\ growth\ rate}$$

#### *Beta*

Risikofri rente og markedets risikopremie er komponenter i CAPM som måler risikoen på en gjennomsnittlig risiko investering. Beta måler relativ risiko. Altså hvor risikabel investeringen

er relativt til noe annet vi sammenligner med. Det finnes to hovedtyper beta. Den mest brukte er regresjons beta. Her måler du risikoen til en aksje utifra hvordan aksjen svinger relativt til markedet. Økt volatilitet i aksjekursen vil bety økt risiko og dermed økt avkastningskrav.

#### *Historisk beta*

Svingningene til en aksje relativt til markedssvingninger måles ved å foreta en regresjonsanalyse. Resultatet blir da en regresjons beta. Det er siste i kapitall prisingmodellen (CAPM) som brukes til å beregne forventet avkastning på en investering. En beta på 1 betyr at verdipapirets pris vil bevege seg i takt med markedet; en beta på mindre enn 1 betyr at verdipapiret vil være mindre volatil enn markedet; og en beta på mer enn 1 betyr at aksjen er mer volatil relativt til markedet. En høy beta fører dermed til høyere avkastningskrav.

En regresjons beta har hovedsakelig tre svakheter. Det første er at betaen kan inneholde stor standardfeil. Det som menes med dette er at det kan feilmargin når en kalkulerer regresjons beta, noe som fører til upresist resultat. En regresjons beta tar heller ikke for seg hverken dagens forretningsmodell eller dagens finansierings miks (Damodaran, 2012, s. 183).

#### *Fundamental beta*

En måte å luke ut disse svakhetene på er ved hjelp av en fundamental beta. Den tar utgangspunkt i dagens gjeldsnivå og forretningsmodell og vil ofte være mer presis (Damodaran, 2012, s. 193). For å finne Bottom up beta må man først finne hva selskapet driver med for å så finne børsnoterte konkurrenter innenfor segmentet de driver i. Her må en finne konkurrentene sin regresjons beta for å så finne et gjennomsnitt av disse regresjonsbetaene. Regresjonsbetaen til disse sammenlignbare selskapene vil variere ut ifra gjeldsnivå (Damodaran, 2012, s. 194). For å sortere ut denne støyen trekker man fra gjelden for å finne en gjennomsnittlig beta uten gjeld.

I statistikk lærer vi om store talls lov som baserer seg på at jo høyere utvalg vi bruker av noe jo nærmere kommer vi populasjonen sitt gjennomsnitt. En regresjons beta kan være det som kalles råttan, altså at den har over eller underestimert risikoen til et selskap. Bruker man derimot 100 råttne regresjons betaer til å finne gjennomsnittet vil tallet være mye mer presist. Deretter må man finne finansieringsstrukturen slik at en til slutt får en levered beta eller det som kalles en bottom up beta.

$$\beta_L = \beta_u (1 + ((1-t)D/E))$$

$$\beta_L = \beta_u (1 + ((1-t)D/E)) - \beta_{debt} (1-t) (D/E)$$

#### Avkastningskrav til totalkapitalen

Når vi estimerer kontantstrømmer spesifikt til både aksjonærene og kreditorene i et selskap er det også viktig å ha riktig avkastningskrav til denne kontantstrømmen. Kostnaden til gjelden i selskapet er mer selvforklarende enn kostnaden til egenkapitalen. Den baserer seg på hvilken rente selskapets samlede lån er etter skatt. Man trekker fra skatt siden man får skattefradrag på gjeld. Formelen blir da slik: Rente på gjeld etter skatt = bruttorente på gjeld - (1- Skatt). For vårt selskap blir rente på gjeld det samme som gjeldskostnad før skatt siden selskapet vårt ikke betaler selskapsskatt.

Når man har funnet kostnaden til egenkapitalen og kostnaden til gjelden må man vekte dette ut ifra gjeld og egenkapital i selskapet. Man vekter ut ifra markedsverdi av begge parter og ikke bokførte verdier. Grunnen til det er at når man skal verdsette et selskap skal man i teorien se for seg at man kjøper hele selskapet. Til slutt har man funnet gjennomsnittlig totalkapitalkostnad. Dette blir kalt WACC på engelsk og brukes til å diskontere fri kontantstrøm til selskapet (Damodaran, 2012, s. 384).

#### Vekst

Å estimere vekst kan være komplisert, enten om det er omsetning eller resultat det er snakk om. Heldigvis finnes det ulike metoder man kan bruke for å være mer presis i estimatene. Den første metoden er å bruke historisk regnskap/veksttall for å estimere fremtidig vekst. For et stabilt selskap i en stabil bransje vil dette passe perfekt siden vekst estimatene ikke har store standardavvik. For et syklisk selskap derimot vil dette passe dårligere siden inntjening og omsetning korrelerer med råvarepriser og BNP. Den andre metoden er å utkontraktere estimatene. Det som menes med dette er å bruke analytikere eller bransjeeksperter sine estimater. Eller så kan en estimere selv ut fra fundamental verdi. Da har en i bakhodet hvor mye av overskuddet selskapet for eksempel reinvesterer til å begrunne vekst estimatene (Damodaran, 2012, s. 271).

## Terminalverdi

De fleste selskap har som formål leve i evig tid. I en verdsettelse har man kun visibilitet et par år frem i tid. Setter en opp en kontantstrøm for de neste fem årene må en også estimere kontantstrømmer i evig tid. Dette gjøres ved å estimere terminalverdien. Det er hovedsakelig to måter å gjøre dette på. Det første er å estimere en likviderings verdi på selskapets eiendeler. Enten kan man bestemme verdien av eiendelene ut ifra bokførte verdier eller markedsverdien av eiendelene. Den andre måten å estimere terminalverdi er å fastslå en vekstrate for resten av selskapets levetid. Det som er viktig med denne fremgangen er at vekstraten ikke er høyere enn veksten i BNP. Grunnen til det er at til slutt ville selskapet blitt større enn selve økonomien.

## Relativ verdsettelse

Ulikt fundamental verdsettelse som går ut på å finne den fundamentale verdien til en potensiell investering baserer relativ verdsettelse seg på å sammenligne den eiendelen en skal kjøpe med hva prisen for sammenlignbare eiendeler er priset til. Relativ verdsettelse blir ofte kalt prising istedenfor verdsettelse. Man finner sammenlignbare eiendeler og sammenligner dem med sin egen. For at en relativ verdsettelse skal være nyttig må de selskapene du sammenligner med være riktig priset, og være sammenlignbare. Man kan ikke sammenligne pærer og epler for eksempel. I aksjeverden bruker man multipler til å gjøre relativ verdsettelse. En multipl er ofte et datapunkt. Man sammenligner ofte aksjekursen med et regnskapstall. Innenfor finans finnes det mange multipler man kan bruke, men vi velger å bruke P/E, P/NAV og EV/EBITDA.

## P/E-multipl

P/E (pris til inntjening) viser hvor mange år det tar for et selskap å tjene inn markedsverdien sin ut ifra dagens markedsverdi og inntjening. Man kan enten finne P/E til et selskap ved å ta markedsverdi altså aksjekurs multiplisert med antall aksjer dividert med årsresultatet. Eller så kan en ta aksjekursen dividert med resultat per aksje. P/E blir det samme.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}} = \frac{\text{Aksjekursen}}{\text{Årsresultat per aksje}}$$

Mange analytikere bruker multipler som P/E til å definere om en aksje er dyr eller billig. En kan si at en P/E forteller oss hvor mye vi betaler per krone overskudd. En høy P/E kan bety at aksjen dermed er overpriset. På den andre siden kan en høy P/E bety at investorene er villig til å betale en høyere pris for selskapet, fordi vekstforventningene er høye. Nedenfor kan vi se den matematiske forklaringen på dette. Et selskap med høy vekst fortjener automatisk en høyere P/E. K-en i formelen står for usystematisk risiko, altså selskapsrisikoen. Jo høyere selskapsrisiko jo mindre premie er investorene villig til å betale (Damodaran, 2012, s. 469).

$$\frac{P_0}{EPS} = \frac{\text{Payout ratio} \cdot (1 + g)}{k - g}$$

#### P/NAV

Når det kommer til relativ verdsettelse, er det vanlig å sammenligne prisen man betaler for et selskap i forhold til egenkapitalen i selskapet. Egenkapitalen er det man ville fått ut av selskapet hvis selskapet gikk konkurs. Har selskapet en P/B under 1 betyr det at markedsverdien er lavere enn den bokførte egenkapitalen. Går selskapet konkurs vil det i teorien bli betalt ut mer pr aksje enn det du betalt pr aksje. Et selskap med en høy P/B kan sies å være overpriset, mens en med lav P/B kan være underpriset. En lav P/B kan også bety at det er noe fundamentalt galt med selskapet (Damodaran, 2012, s. 511).

I shipping brukes en lignende multiplertil P/B. Det er P/NAV og ligner P/B. P/NAV er en multiplertil som sammenligner markedsprisen på en aksje med dens netto eiendeler (NAV). NAV er verdien av et selskaps eiendeler minus dets forpliktelser, og det representerer den iboende verdien av selskapets eiendeler. P/NAV-forholdet brukes til å bestemme om en aksje

er undervurdert eller overvurdert basert på dens NAV. Et forhold mindre enn 1 indikerer at aksjen er undervurdert og et forhold større enn 1 indikerer at den er overvurdert. Det er imidlertid verdt å merke seg at P/NAV-forhold bør brukes sammen med andre økonomiske beregninger og faktorer for å få et helhetlig bilde av selskapets verdivurdering.

#### EV/Sales

Når man verdsetter et selskap ut fra relativ verdsettelse bør man bruke flere multipler for å få et mer helhetlig bilde av verdien til selskapet. Bedrifts Verdi (EV) i forhold til total salgsinntekt måles ved å bruke det økonomiske forholdet EV/Sales. Et selskaps virksomhetsverdi kan estimeres ved å legge til markedsverdi, gjeld og minoritetsinteresser, og deretter trekke fra kontanter og kontantekvivalenter. Virksomhetsverdi er et mål på hele selskapets verdi, som tar hensyn til både egenkapital og gjeld. Motsatt er salgsinntekt summen av penger en bedrift tjener på å tilby sine varer eller tjenester for salg.

EV/Sales-forholdet informerer investorer om hvor mye de betaler for hver dollar av salg produsert av selskapet ved å dele et selskaps EV med dets totale salgsinntekter. Et større EV/sales betyr ofte at markedet mener et firma er overpriset, mens et lavere EV/Sales-forhold antyder at selskapet kan være undervurdert. Men som med ethvert finansielt nøkkeltall, er det viktig å vurdere andre faktorer når du tar investeringsbeslutninger, siden ingen multiplene alene kan gi et fullstendig bilde av et selskaps økonomiske helse.

#### EV/FCF

EV/FCF-forholdet lar investorer vite hvor mye de betaler for hver dollar av fri kontantstrøm produsert av selskapet ved å dele et selskaps EV med dets FCF. Vanligvis antyder et større EV/FCF-forhold at et selskap oppleves som overvurdert av markedet, mens et lavere EV/FCF-forhold antyder at selskapet kan være undervurdert. Det er imidlertid viktig å ta hensyn til andre faktorer når du tar investeringsbeslutninger, siden ingen enkelt forholdstall kan gi et fullstendig bilde av et selskaps økonomiske helse.

#### EV/EBITDA

EV/EBITDA er en hyppig brukt multiplene. EBITDA som står for Earnings before Interest Taxes Depreciation and Amortization. EBITDA er driftsresultatet til et selskap. Ved å ta EV/EBITDA finner man ut hvor mange år det tar å tjene opp selskapets verdi og gjeld ut ifra

dagens driftsresultat. En lav EV/EBITDA relativt til historisk verdi eller konkurrenter kan bety at selskapet er underpriset.

### SOTP- Verdsettelse

I verdsettelses delen vil vi også ta for oss Sum of the parts verdsettelse. En Sum of the parts verdsettelse (SOTP) er en metode for å verdsette et selskap ved å bestemme verdien av hver av dets individuelle eiendeler, forretningsenheter eller divisjoner separat, og deretter legge dem sammen. Denne tilnærmingen er basert på ideen om at den totale verdien av et selskap er lik summen av verdiene til dets separate deler. SOTP kombinerer både multippel analyse og diskontert kontantstrømsanalyse. Siden vi verdsetter et shippingselskap med 8 identiske båter føler vi denne type verdsettelsen passer bra til vår analyse.

SOTP-verdsettelse brukes ofte når et selskap har flere forretningsenheter som opererer i ulike bransjer eller har ulike vekstutsikter, lønnsomhet eller risiko. Ved å verdsette hver enhet separat, lar SOTP-analysen investorer eller analytikere bedre forstå verdien av selskapets samlede virksomhet og identifisere potensielle områder for verdiskaping eller risiko.

SOTP-verdsettelsesprosessen involverer vanligvis å analysere regnskapet til hver forretningsenhet, estimere deres fremtidige kontantstrømmer og bruke en passende verdsettelsesmultippel på hver enhet basert på industri referanser, sammenlignbare selskaper eller historiske multipler til selskapet slik vi har valgt. Summen av verdiene til alle individuelle eiendeler brukes deretter for å bestemme den totale verdien av selskapet.

Mens SOTP-analyse kan gi en mer detaljert oversikt over et selskaps verdi, har den også begrensninger. For eksempel kan det hende at verdsettelsesmultiplene som brukes for hver enhet ikke reflekterer de sanne markedsforholdene.

### Valg av metode

I analysen vår har vi valgt å bruke fundamental verdsettelse, relativ verdsettelse og SOTP analyse. Fokuset vårt blir på fundamental verdsettelse, men vi kommer til å støtte opp analysen vår med multippel analyse og SOTP analyse. I shipping er P/NAV hyppig brukt i analytikere sine analyser. Det er ikke så rart med tanke på at skipsverdier korrelerer med rater.

## Strategisk analyse

For å kunne utføre en verdsettelse av 2020 Bulkere og estimere fremtidige kontantstrømmer trengs det informasjon som støtter opp estimatene som legges til grunn. En strategisk analyse blir ofte kalt det første steget i en fundamental analyse. I den strategiske analysen, analyseres først markedet gjennom en PESTEL-modellen, som tar for seg makroforholdene i markedet. Deretter gjennom Porters femkraftsmodell, som fokuserer mer på konkurransesituasjonen i markedet. Analysen fullføres gjennom SWOT-modellen hvor det dreier seg mer om selskapet og hvordan de påvirkes av markedsforholdene. Den strategiske analysen vil brukes som grunnlag for estimater og prognoser i den fundamentale analysen.

### Ekstern Markedsanalyse- PESTEL

En PESTEL-analyse har til hensikt å ta for seg de makroøkonomiske forholdene som kan påvirke et selskap. Den analytiske modellen tar for seg de politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske forholdene i markedet.

P-E-S-T-E-L					
Politiske	Økonomiske	Sosiale	Teknologiske	Miljømessige	Juridiske
Politisk eksponering og statlig involvering	Konjunkturer	Befolkningsvekst	Fremtidens skip	Miljøkrav fra IMO 2023	Internasjonale handelsavtaler
	Valutakurser	Forbrukeratferd	Autonomi	Påvirker konkurransen	Sjøfartsregler
Kina	Oljepriser	Nye markeder	Digitale plattformer	Fornybar energi	Havrett
Handelspolitikk					

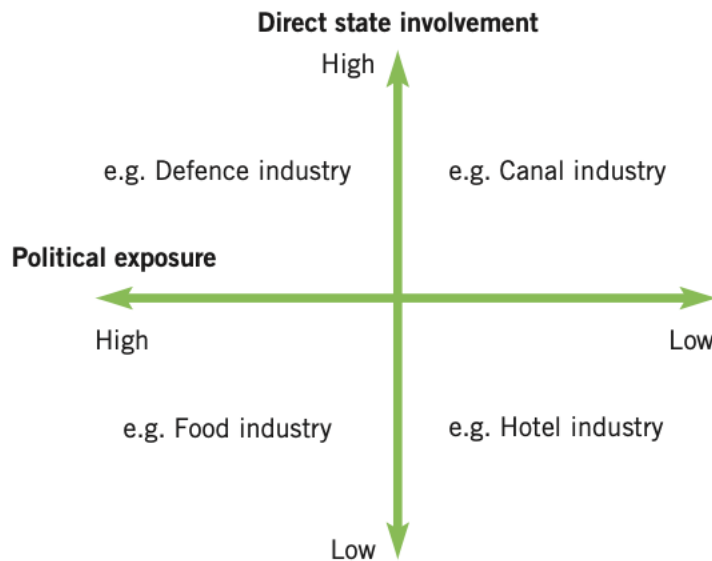
Figur 1 Oppsummering PESTEL

### Politiske forhold

De politiske forholdene i markedet dreier seg om rollen statlige eller andre politiske faktorer spiller inn i makroforholdene. Siden shipping er en global bransje, med internasjonale lover og regler, samt mange forskjellige nasjonale bestemmelser har vi valgt å knytte de politiske og juridiske forholdene sammen. Når vi skal analysere de politiske forholdene ønsker vi å identifisere viktigheten av politiske faktorer i bransjen. Figur 2 er en matrise som tar for seg to viktige variabler når det kommer til å identifisere viktigheten av de politiske faktorene i bransjen, disse variablene er hvorvidt bransjen er utsatt for statlig involvering og hvor utsatt bransjen er for politisk eksponering.



Figur 2 Fra "The political environment" av Richard Whittington, Patrick Regnér, Duncan Angwin, Gerry Johnson og Kevan Scholes, 2020, "Exploring Strategy", s. 39, Copyright 2020 ved Pearson Education Limited



I tørrlast shippingbransjen er det en viss grad av statlig involvering, og bransjen er i stor grad utsatt for politisk eksponering. Det vil plassere tørrlast shippingbransjen til venstre i matrisen, men midt på aksene for statlig involvering. Selskapene i tørrlast shipping er privateide selskaper. Den største etterspøreren i markedet er Kina, et land hvor det er mye statlig involvering. Bransjen er veldig utsatt for politisk eksponering, og den geopolitiske situasjonen kan gjøre store utslag. For eksempel kan endringer i handelspolitikken til landene Kina, Australia og Brasil påvirke etterspørselen etter tørrlast shipping tjenester. Andre politiske faktorer som kan påvirke er handelsavtaler, tollavgifter og krav til kvalitetssikring.

#### Økonomiske forhold

Bransjen påvirkes av økonomiske faktorer som konjunkturer, valutakurser og oljepriser. Høye oljepriser kan for eksempel øke kostnadene for tørrlastskipene og dermed påvirke inntjeningen til rederiene, det samme kan høye renter. Konjunkturforholdene i verdensøkonomien påvirker også etterspørselen etter tørrlastshippingtjenester.

#### Sosiale forhold

Tørrlastshippingmarkedet er også påvirket av sosiale faktorer som befolkningsvekst, endringer i forbrukeradferd og utvikling av nye markeder. En økning i den globale befolkningen og økonomisk vekst i land som India og Kina kan føre til en økning i etterspørselen etter tørrlastshippingtjenester. Daglig leder i 2020 Bulkera og Himalaya Shipping Herman Billung uttalte seg under en paneldiskusjon ved ABGSC Shipping Seminar,

om India som mulig arvtaker etter Kina som det største fremvoksende markedet. Der uttalte han at det så spennende ut, men at det dog ville ta mer tid, og de ikke var klare for det helt ennå (Billung, 2023).

#### Teknologiske forhold

Markedet påvirkes av teknologiske faktorer som utvikling av større skip, autonomi og digitale plattformer for shippingtjenester. Utvikling av større skip kan føre til økt effektivitet og lavere kostnader per enhet transportert last. Bruken av autonome skip kan også føre til økt sikkerhet og redusere bemanningskostnader. På kort sikt er den viktigste utviklingen, arbeidet med å gjøre skipene mer miljøvennlige. Med nye miljøkrav som er nevnt tidligere og som det kommer mer om i neste avsnitt om miljømessige forhold, er denne utviklingen viktig. Om fremtidens skip går på atomkraft, grønn ammoniakk eller LNG, er ennå uvisst, men utviklingen er nødvendig.

#### Miljømessige forhold

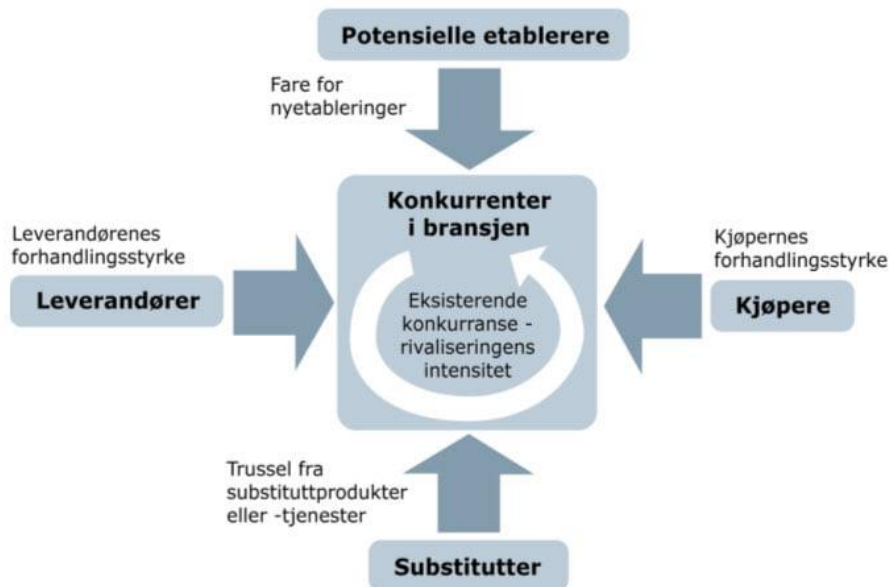
Miljømessige faktorer som de nye miljøkravene fra IMO og økt fokus på bærekraft påvirker tørrlastshippingmarkedet. Miljøkravene innført ved IMO 2023, vil føre til at eldre, mindre moderne skip, vil fases ut av markedet tidligere, som vil påvirke tilbudssiden i markedet. Konkurransesituasjonen preges også av dette. Kjøperne i markedet ønsker også å ha fokus på ESG, dette fører til at etterspørselen etter skip med lavere utslipp er større enn etter skip med høyere utslipp. En stor del av tørrlastmarkedet er transport av kull. Et av FNs bærekraftsmål er at andelen fornybar energi skal økes betydelig, på lengre sikt innebærer dette at etterspørselen etter kull, og dermed også transport av kull skal ned.

#### Juridiske forhold

Tørrlastshippingmarkedet påvirkes også av juridiske faktorer. Som internasjonale handelsavtaler, sjøfartsregler og havrett. Endringer i havretten og sjøfartsreglene kan for eksempel påvirke konkurransesituasjonen og kostnadsnivået for rederiene.

## Porters femkraftsmodell

Figur 3 Porters femkraftsmodell, hentet fra Estudie, 2023.



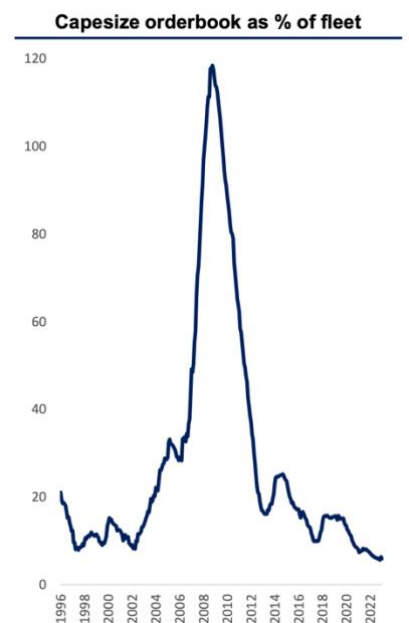
Porters femkraftsmodell er en modell som brukes til å analysere hvor attraktiv en bransje er. Modellen fokuserer på konkurransesituasjonen i markedet, og tar for seg faren for nyetableringer i bransjen, kjøpernes forhandlingsstyrke, leverandørens forhandlingsstyrke og faren for substitutter.

### Potensielle nyetableringer

I shippingbransjen betyr ikke nødvendigvis nye aktører en trussel. Nye aktører kan komme inn på markedet på to måter. De kan kjøpe nye skip eller de kan kjøpe eksisterende skip. Velger de sistnevnte vil det ikke ha noen betydning for markedet, for om et skip kjører under et navn eller et annet betyr ingen forskjell. Faren for nyetableringer dreier seg derfor om ordreboken.

Ordreboken for Capesize skip står på 5,8% av flåten, det vil si at 5,8% av tonnasjen som er i markedet nå, er på vei inn i markedet (2020 Bulkens, 2023, s.7). Figur 4 viser utviklingen i Capesize

ordreboken som andel av flåten fra 1996 til i dag. Der ser vi at den er på sitt laveste nå. Dette kommer av usikkerheten rundt miljøkravene fra nevnt tidligere. Ingen vet hva slags skipsteknologi som vil være mest lønnsom i fremtiden, dermed tør ikke rederne å bestille skip ennå. I tillegg er kapasiteten til skipsverftene svært begrenset. Og det vil ikke være mulig å få skip levert før 2025/2026 (Billung, 2023)



Figur 4 Capesize ordrebok som % av flåte (2020 Bulkens, 2023)

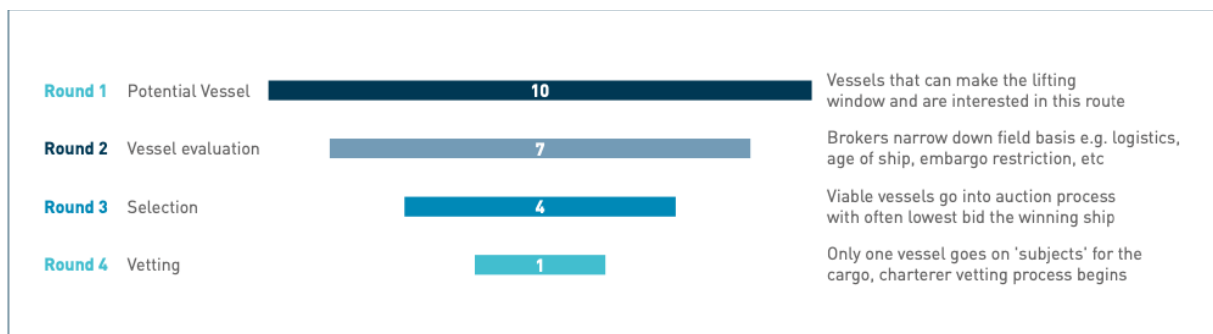
### Leverandørens forhandlingsstyrke og substitutter

Leverandørene i shippingbransjen er skipsverftene, samt leverandører av reparasjonstjenester, drivstoff og deler. Deres grad av forhandlingsstyrke må kunne sies å være høy. Skipsverftene leverer ikke eksklusivt til tørrlastselskapene, men til alle shippingsegmenter. Dette gjør at det er svært få verft i forhold til etterspørselen etter skip, som bidrar til høy grad av forhandlingsstyrke for verftene. Leverandørene er store aktører med stabile markedsposisjoner med liten grad av konkurranse. Trusselen fra substitutter er lav. Helt siden vikingtiden har gods blitt fraktet til havs, og det er lite sannsynlig at det vil bli slutt på det med det første.

### Kjøpernes forhandlingsstyrke og eksisterende konkurranse

Kjøpernes forhandlingsstyrke og den eksisterende konkurransen i markedet kommer begge tydelig frem om vi ser på prosessen for hvordan fraktprisen blir satt. Figuren nedenfor er laget av Euronav, en aktør innenfor tanksegmentet av shipping, men det samme prinsippet gjelder også for tørrlastsegmentet. Prosessen foregår gjennom fire runder, hvor en megler som har blitt hyret av en charterer, hvor de starter med å finne skip som er tilgjengelige i tidsrommet og som er interesserte i ruten. Deretter spisser megler ned listen basert på logistikk, skipsalder, sanksjonsrestriksjoner o.l. De gjestående skipene går så inn i en budrunde der laveste budet vinner kontrakten.

Figur 5 Fastsetting av rate hentet fra Euronav, 2018



Dette viser forhandlingsstyrken kjøperne i markedet har til å velge akkurat den avtalen som passer dem best. Samtidig viser dette også at det er hard eksisterende konkurranse i markedet og at det å ha moderne skip er en fordel.

### SWOT

SWOT er et todelt analytisk virkemiddel som tar for seg et selskaps styrker, svakheter og eksterne muligheter og trusler. Analysen brukes til å legge strategi og som første del av den fundamentale analysen til et selskap.

SWOT			
Styrker	Svakheter	Muligheter	Trusler
Lav cash break even	Kun et skipssegment	Rekordlav ordrebok	Eiendomsmarkedet i Kina
Time Charter kontraktene		Miljøkrav (IMO 2023)	IMF vekst
Størrelsespremie + Scrubber		Fullbookede verft	Kutt i jernmalmproduksjon
Effektiv Skatteplanlegginger		Gammel verdensflåte - økt skraping	
Låst LIBOR-rente		Gjenåpning Kina	

Figur 6 Oppsummering SWOT

## Styrker

En av 2020 Bulkers sine store styrker er deres kostnadsstruktur. Selskapet er bygget opp på bakgrunn av en billig gjeldsfinansiering gjennom lav rente på lånet itt, samt at de kjøpte båtene på en historisk bunn og liten organisasjon som sikrer en lav CBE, noe som er avgjørende i et tørrlast marked som historisk sett har hatt store svingninger i rater. I tillegg til billig gjeldsfinansiering og liten organisasjon bidrar deres unge flåte til lave driftskostnader. Grunnen til det er at et yngre skip har en motor som er mer drivstoffeffektiv enn en såkalt non-eco båt.

I tillegg til lave kostnader er et av selskapets styrker Time Charterkontraktene de har inngått. Disse er med sterke finansielle motparter som Glencore og Koch industries. Kontraktene deres er i utgangspunktet indekslinket, men selskapet har når som helst mulighet til å låse disse utifra hva FFA markedet står i. Dette bidrar til at selskapet har mulighet til å “ta dekning/hedge” hvis noe uforutsett skulle skje. Et eksempel er det makromiljøet vi befinner oss i 2023. Begynnelsen av året har som vanlig vært sesongmessig svakt med indekstrater på snaue USD 2246/dag. For å ikke tape unødvendig mye penger i det som er lavsesong har selskapet kun et skip i spotmarkedet i mars, mens resten er på faste rater over CBE nivå.

I shipping får man betalt for hvor mye last man kan ha på skipet. Jo mer last, jo mer får man betalt. 2020 Bulkers får derfor mer betalt sammenlignet med en konkurrerende, noe som skaper ekstra inntekter og som må bli bakt inn i en diskontert kontantstrøm. Selskapet oppnår også som nevnt en såkalt Scrubber benefit, fordi de kan kjøre på billig høy svovel olje istedenfor lavsvovel olje som de fleste shipping selskaper gjør. Siden selskapet opererer med Time Charter avtaler får de scrubber benefit som tillegg på hyre. Hvis de hadde hatt egne reiser (voyage charter), ville dette vært en kostnadsbesparelse. Altså dette er en besparelse for

deres kunder, hvor de sitter igjen med størstedelen av summen, dvs en brøk på forskjellen i pris HSFO/VLSFO.

Siden selskapet er registrert på Bermuda så betaler ikke 2020 Bulkens hverken inntektsskatt eller skatt på kapitalgevinst. 2020 Bulkens har fått skriftlig forsikring fra finansministeren på Bermuda at hvis en slik skatt blir innlemmet så vil 2020 Bulkens bli fratatt denne skatten frem til 31 mars 2035. (2020 Bulkens, 2022, s.23) Denne effektive skatteplanleggingen bidrar til selskapet kan fullverdig videreføre sin strategi om å betale ut fri kontantstrøm på en månedlig basis

En siste styrke er at selskapets eneste lån er sikret mot renteoppgang. Siden begynnelsen av 2022 har sentralbanker over hele verden økt styringsrenten i landet i et forsøk på å kvele etterspørsel for å nå inflasjonsmålet. Når styringsrentene i ulike land øker så øker også renten på generelle lån. Renten på 2020 Bulkens sitt lån er opprinnelig en kombinasjon av 210 basispunkter + en 3 måneders Libor rente, men i desember 2021 refinansierte selskapet lånet sitt og gikk samtidig inn i en såkalt "interest swap agreement" der de sikret Libor delen av lånet. Denne Swap avtalen har resultert i en rentebesparelse på rett i overkant av 3000 USD per båt per dag.

Tabell 2

3M Libor desember 2021	0,90 %
3M Libor april 2023	5,24 %
Differanse	4,34 %
Rentebærende gjeld	221 300 000
Besparelse	9 604 420
Besparelse per dag per båt	3 289

#### Svakheter

Selv om flåten deres er mer effektiv og tjener mer enn konkurrentene så har flåten deres kun en type skip. Problemet med dette er at selskapet er helt avhengig av spesifikke handelsruter og aktører. Capesize/Newcastle max segmentet er mest kina eksponert av båttypene i tørrbulkmarkedet. Det er flere grunner til det. Det første er at jernmalm som Kina er den største importøren av kommer hovedsakelig fra to land. Det er Brasil og Australia. På disse reisene brukes oftest de største segmentene, fordi det skal lastes en del last og da er

capesize/newcastle max det billigste valget fremfor for eksempel panamax er som det trengs en del av på samme reise. Kina står for snau 50% av all tørrbulk etterspørsel så det importeres ofte i store bulkvolum, noe som er mer økonomisk med større båter.

Det at 2020 Bulkers kun har et skipssegment bidrar til økt risiko i form av at de er lite diversifisert og har “alle eggene i en kurv”, men også større belønning avhengig av hvordan Kina som økonomi gjør det.

### Muligheter

Selskaper bør alltid ha øynene åpne for muligheter som kan forekomme slik at de kan dra nytte av dette. Mye av det vi mener er muligheter for 2020 Bulkers ligger i tilbudssiden av markedet. Det er ikke til å legge skjul på at den 30 år lave ordreboken til Capesize/Newcastle Max segmentet og generelt sett tørrbulkmarkedet (figur 1.?) kan tilby muligheter i form av stramt marked og økte fraktrater de neste årene. En slik rekordlav ordrebok er heller ikke noe som fikser seg over natten. Det tar i gjennomsnitt to år fra en bestilling av et skip er gjort til levering av samme skip (kilde). Historisk sett har redere en tendens til å bestille skip når ratene begynner å bikke oppover. Skulle derfor ratene begynne å bykse av ulike årsaker vil det ta minst to år før nye bestillinger kan ødelegge en potensiell opptur. I shipping sykluser er det nesten alltid tilbudsvekst som ødelegger oppturen. Blir markedet bra kan den bli langvarig med mindre det oppstår en såkalt “black swan” slik som Covid-19.

Mye av grunnen til at ordreboken er så liten relativt til båter på vannet er hovedsakelig IMO sine miljøkrav som gradvis har blitt implementert. Disse kravene er overkommelige for de fleste båter, men ingen redere har innsikt i hvilke krav som stilles til et skip om 10 - 15 år i form av hvilken motor, drivstoff eller skrog rederne skal bruke . Å bestille en båt som skal ha levetid i 20-25 år blir risikabelt. Derfor må ratene bli høye, samt holde seg på samme høye nivået over mange år for å rettferdiggjøre en slik bestilling.

En annen grunn til at ordreboken er relativt liten er at verftene er booket opp med Container og LNG skip. Siden sist shipping syklus som var før finanskrisen har antall verft krympet og banker har minimert eksponeringen sin mot shipping.

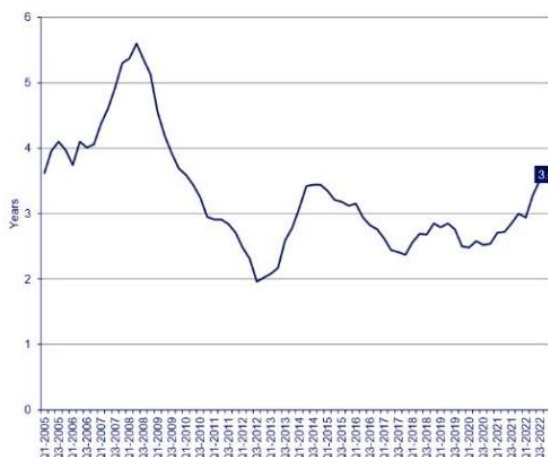
## While yard capacity continues to drop, and active yards are staying busy

**Yard capacity: Number of active yards are down ~64% from peak**



Source: SIN

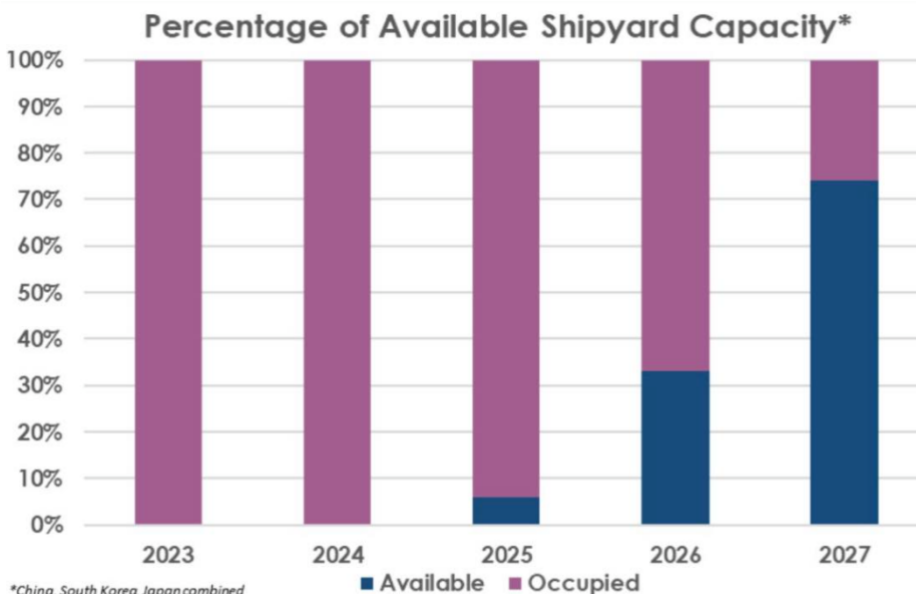
**Shipyard forward cover (years) has not been higher since early 2010**



ARCTIC | 34

Figur 7 Verftkapasitet

Dette fører til at muligheten for å bestille båter minker. 2020 bulkers oppgir i sin årsrapport for 2022 at booking plasser for deres skip segment ikke er åpne før i 2026, noe som skaper langsiktig forutsigbarhet på tilbudssiden.



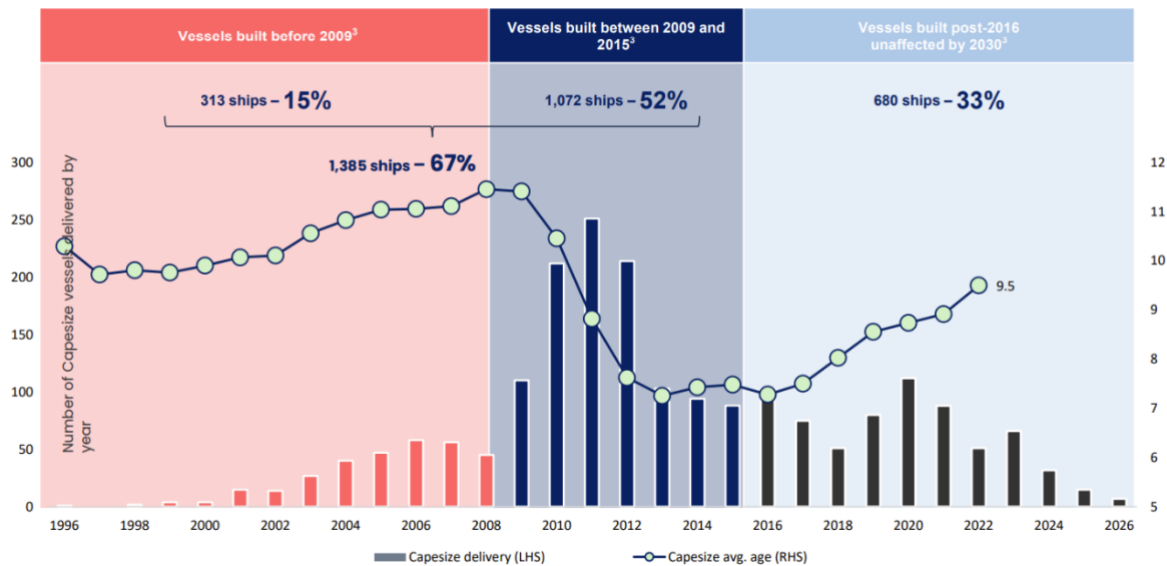
\*China, South Korea, Japan combined

Figur 8 Tilgjengelig verftskapasitet

Ikke bare avtar størrelsen på ordreboken til Capesize/newcastlemax segmentet men den gjennomsnittlige alderen på flåten begynner gradvis å tikke oppover. Nedenfor er en graf fra Clarkson som viser Capesizer sin gjennomsnittlige alder og leveringer fra 1996 til skip som kommer i 2026. Den viser at når vi går inn i 2026 vil cirka 15% av den totale flåten være 15



år eller eldre. Selv om disse skipene ikke nødvendigvis må skrapes vil de ikke være helt compliant utifra dagens EEXI/CII standard. De vil da måtte gjøre justeringer for å møte kravene, noe som vil ha positiv påvirkning på utnyttelsen av flåten. De eldre skipene som ikke har mulighet til å gjøre justeringer vil måtte bli skrapet. Med dagens høye stålpriser skal en ikke se bort ifra økt skraping fremover.



Figur 9 Oversikt over flåte og gjennomsnittlig alder

Når man snakker om muligheter/trusler i tørrbulkmarkedet kan man ikke unngå å snakke om Kina. Kina har siden starten av covid pandemien i begynnelsen av 2020 hatt en “zero-covid” frem til vinteren 2022. Dette har betydd nesten tre år med mindre økonomisk aktivitet enn vanlig og lav vekst grunnet at kineserne bokstavelig talt har vært innestengt. I begynnelsen av 2023 la det kommunistiske partiet i Kina frem sitt BNP mål for 2023. Det var på 5%, noe som var vesentlig opp fra fjorårets vekst på 3%. Dette målet gir økt optimisme for råvarer som jernmalm og shipping eksponerte segmenter som tørrbulkmarkedet.

#### Trusler

Samtidig har Kina sitt eiendomsmarked vært svært ustabil de siste to årene.

Eiendomssektoren står for en stor del av Kinas verdiskapning. Kinas eiendomsmarked kan potensielt ha en innvirkning på tørrlastmarkedet på flere måter:

Kina er verdens største forbruker av jernmalm, kull og andre råvarer som trengs for stålproduksjon, som er en nøkkelkomponent i byggeindustrien. Eventuelle endringer i

etterspørselen etter disse råvarene på grunn av endringer i eiendomsmarkedet i Kina kan ha en betydelig innvirkning på tørrlastmarkedet.

Eiendomsmarkedet i Kina kan også påvirke etterspørselen etter frakt. Etter hvert som Kinas økonomi vokser og middelklassen utvides, øker etterspørselen etter importerte varer. Dette skaper ytterligere etterspørsel etter tørrbulkfrakttjenester for å transportere disse varene, inkludert råvarer og ferdige produkter.

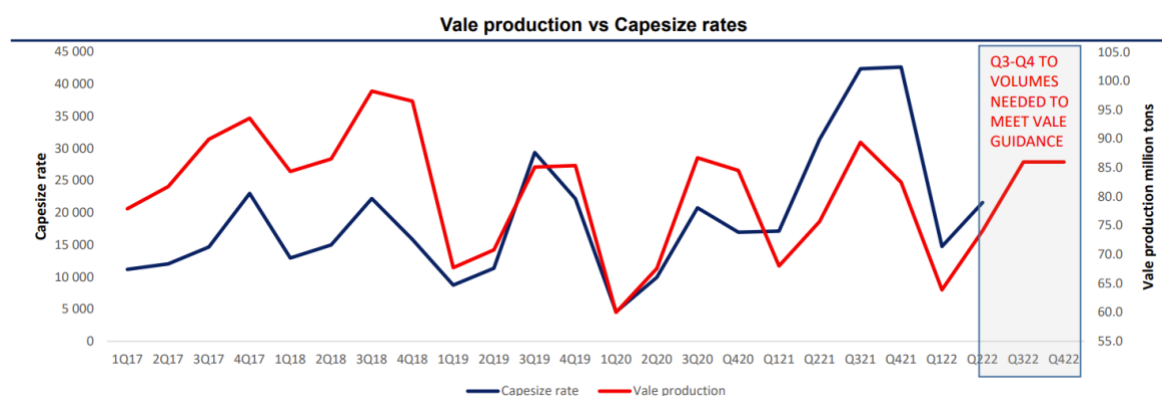
Eiendomsmarkedet i Kina kan også påvirke byggeaktiviteten, noe som direkte kan påvirke etterspørselen etter frakt. Dersom byggeaktiviteten avtar på grunn av endringer i eiendomsmarkedet, kan det bli mindre etterspørsel etter tørrbulkfrakttjenester for transport av byggematerialer og utstyr.

Samlet sett kan eventuelle endringer i eiendomsmarkedet i Kina ha en betydelig innvirkning på tørrlastmarkedet. Siden Kina er en stor forbruker av råvarer og en nøkkeldriver for global økonomisk vekst, kan endringer i eiendomsmarkedet bølge gjennom hele shippingindustrien.

Samtidig sliter resten av verden med høy inflasjon og lav vekst. IMF, som er det internasjonale pengemarkedsfondet spår de de svakeste vekt utsiktene på 30 år for verden. På lik linje som at Kina sitt eiendomsmarked kan påvirke etterspørselen etter tørrlast negativt vil også lav vekst gjøre samme effekt. Verden er inne i usikre tider og det er ikke noen klare signaler før vi er ute av stormen.

Potensielle trusler kommer ikke bare i form av en fare for nedgang i etterspørsel etter tørrbulk råvarer, men også tilbudet av det. Vale er verdens største produsent av jernmalm, så deres produksjon og guiding har en stor betydning for ratene. Frafaller Vale sin produksjon, blir det også mindre volumer å frakte. Nedenfor er en graf som viser korrelasjonen mellom Vale sin produksjon og Capesize rater. Nedenfor grafen er en tabell som viser Vale sin faktiske produksjon relativt til produksjonsguiding et år i forkant. Vale har siden gruveulykken i 2019 slitt med å nå guidingen sin. Det er derfor viktig å være konservativ til årets guiding.

Figur 10 Vale guiding og korrelasjon med Capesize rater



Year	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Guidance 1 year prior	306	321	340	345	370	390	400	348	320	328	315
Actual	310	332	346	349	367	385	302	299	315	308	?
Actual vs guidance 1 yr	1 %	3 %	2 %	1 %	-1 %	-1 %	-25 %	-14 %	-2 %	-6 %	?

## Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en viktig metode for å vurdere økonomisk ytelse og helse for et selskap. Det er en systematisk tilnærming for å evaluere finansielle opplysninger som er oppført i selskapets årsregnskap, og for å trekke konklusjoner om selskapets økonomiske situasjon.

Formålet med regnskapsanalyse er å identifisere styrker og svakheter i selskapets økonomiske stilling og ytelse, samt å identifisere muligheter og utfordringer for videre vekst og utvikling. Analyse av regnskaper kan også brukes til å sammenligne selskaper i samme bransje eller sektor, og for å vurdere selskapets evne til å betale tilbake lån og utbytte til aksjonærer.

Regnskapsanalyse involverer vanligvis beregning av forskjellige finansielle nøkkeltall, ofte innenfor lønnsomhet, likviditet og soliditet. Disse nøkkeltallene kan deretter sammenlignes med bransjestandarder eller historiske data for å identifisere trender og potensielle risikofaktorer.

En godt utført regnskapsanalyse kan gi verdifull innsikt i et selskaps økonomiske situasjon, og hjelpe investorer og beslutningstakere med å ta informerte beslutninger, samt bistå i å estimere fremtidige kontantstrømmer.

## Nøkkeltall

Et nøkkeltall er et tall, en indikator eller en utregningsformel som anvendes innenfor økonomi for å få en oversikt over den økonomiske situasjonen til et selskap. Nøkkeltall brukes i hovedsak for å finne ut av hvordan likviditeten, lønnsomheten og soliditeten til en bedrift står til.

## 2020 Bulkers

En regnskapsanalyse handler mye om utvikling. Alle bedrifter kan ha dårlige år eller kvartaler, men hvis dette vedvarer kan det være fatalt for selskapet. 2020 Bulkers fikk sin siste båt levert i Juni 2020. Derfor har vi valgt å analysere bedriftens økonomi fra regnskapsåret 2020 siden de da var fullt operative frem til regnskapsåret 2022 siden dette er mest relevant. I vår analyse har vi valgt å bruke tall fra kvartals/årsrapporter siden disse gir best oversikt og er den mest relevante dataen vi kan bruke.

## Historisk utvikling

Selv om historie kan brukes til å spå fremtiden er historisk regnskap det mest presise dataen vi kan ta utgangspunkt fra. For et selskap som 2020 Bulkers er historisk regnskap spesielt viktig siden selskapet ikke skal vokse noe mer. Selv om omsetning og inntjening svinger mye vil historisk kostnadsnivå og kontantstrøm være relativt predikerbar.

## Resultatregnskap

Resultatregnskapet viser total omsetning og kostnader og om selskapet går i pluss eller minus iløpet av en gitt periode. Selskaper på Oslo børs rapporterer både kvartalsvis og på en årlig basis. 2020 Bulkers fikk sin siste båt levert i Juni 2020. Derfor har vi valgt å bruke regnskap fra regnskapsåret 2020 i analysen siden de da var fullt operative frem til årsrapporten i 2022 siden dette er mest relevant. I vår analyse har vi valgt å bruke tall fra kvartals/årsrapporter siden disse gir best oversikt og er den mest relevante dataen vi kan bruke.

Tabell 3 Resultatregnskap

Year	2020	2021	2022
<b>Total revenues</b>	<b>48,9</b>	<b>115,9</b>	<b>77,3</b>
Vessel operating expenses	13,2	17,7	18,6
Voyage expenses and comission	1,2	2,8	1,1
General and administrative expenses	3,5	3,3	4,4
<b>OPEX</b>	<b>17,9</b>	<b>23,8</b>	<b>24,1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>31</b>	<b>92,1</b>	<b>53,2</b>
Interest expenses	10,0	9,6	9,5
Depreciation and amortization	9,9	11,7	11,7
<b>EBIT</b>	<b>11,1</b>	<b>70,8</b>	<b>32,0</b>
Income tax	0	0	0,1
<b>Net income</b>	<b>11,1</b>	<b>70,8</b>	<b>31,9</b>

## Balanse

Balansen til et selskap viser et skjermbilde av selskapets økonomiske ståsted. Den viser hvilke kortsiktige og langsiktige eiendeler selskapet har og hvordan disse er finansiert. Ser vi på bildene nedenfor ser vi at mesteparten av eiendelene til selskapet er skipene de eier. Selskaper holder ikke mer likvide midler enn nødvendig, noe vi kommer tilbake til når vi skal se på likviditeten til selskapet.

Tabell 4 Balanse

Year	2020	2021	2022
<b>Total revenues</b>	<b>48,9</b>	<b>115,9</b>	<b>77,3</b>
Vessel operating expenses	13,2	17,7	18,6
Voyage expenses and comission	1,2	2,8	1,1
General and administrative expenses	3,5	3,3	4,4
<b>OPEX</b>	<b>17,9</b>	<b>23,8</b>	<b>24,1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>31</b>	<b>92,1</b>	<b>53,2</b>
Interest expenses	10,0	9,6	9,5
Depreciation and amortization	9,9	11,7	11,7
<b>EBIT</b>	<b>11,1</b>	<b>70,8</b>	<b>32,0</b>
Income tax	0	0	0,1
<b>Net income</b>	<b>11,1</b>	<b>70,8</b>	<b>31,9</b>

## Kontantstrømregnskapet

Kontantstrøm regnskapet viser alt av kontantbevegelser inn og ut av selskapet i en gitt periode. Forskjellen på resultatregnskapet og kontantstrømregnskapet er at i resultatregnskapet kan ikke-kontant gevinster på derivater og verdipapirer vises som inntekter og utgifter, mens kontantstrømregnskapet er mer rett frem. Der vises ikke forandringer før penger har gått inn og ut av et selskap sin konto. En økning i kontanter er i teorien bra, men vi må vite om det kommer fra en økning i omsetning eller et opptak av et lån. Derfor er kontantstrømselskapet delt inn i tre hovedsegmenter. Det første er kontantstrøm fra driften. Er

denne positiv betyr det at selskapet tjener penger på driften sin og dermed er profitable. Her vises også skattebetalinger, rentebetalinger og forandringer i arbeidskapital som er kortsiktige investeringer.

Neste er kontantstrøm fra investerings aktiviteter. Her inkluderes alle kjøp/salg av langsiktige eiendeler. For et shippingselskap kan dette være kjøp/salg av andrehåndsskip, kjøp av nybygg eller installasjon av scrubbere. Dette segmentet viser alle investeringer i verdipapirer eller investeringer i varige driftsmidler for å vokse eller å holde driften vedlike. Som vi ser har ikke 2020 Bulkens noen investeringer i varige driftsmidler. Dette er siden de ikke skal kjøpe flere skip så denne forventer vi blir uforandret de neste årene frem til kommende tørrdokking i 2024 og 2025.

Den siste delen av kontantstrømoppsettet er kontantstrøm fra finansieringsaktivitet. Her vises pengene selskaper har hentet inn via lånoptakelse, utstedelse av nye aksjer. Når 2020 Bulkens tok opp lån for å finansiere skipene sine vises det her. Her vises også tilbakekjøp av aksjer, utbytte betalinger og nedbetaling av lån. Her er det viktig å legge merke til at mesteparten av kontantstrøm fra operasjoner blir brukt til nedbetaling av gjeld. Resterende kontanter blir brukt til å returnere kontanter til aksjonærene gjennom utbytte.

Etter å summere disse tre segmentene får du forandring i kontant og kontantekvivalenter fra et år til et annet. Viktig å også legge merke til det som heter fri kontantstrøm. Dette er resterende kontanter etter du trekker fra investeringer fra varige driftsmidler fra kontanter fra operasjonelle aktiviteter. Dette er kontanter som ikke er bundet opp til noe og kan brukes til fem ting: Kjøpe tilbake aksjer, utbytte, betale ned gjeld, gjøre oppkjøp og fusjoner og reinvestere på et senere tidspunkt. 2020 Bulkens velger å bruke alt over CBE som blir fri kontantstrøm til å betale utbytte.

Tabell 5 Kontantstrømregnskap

Year	2020	2021	2022
Net income	11,1	70,8	31,9
Share based compensation	0,5	0	0,1
Depreciation and amortization	9,9	11,7	11,7
Change in Working capital	0,3	1	-1,4
<b>Net cash provided by operation activities</b>	<b>21,8</b>	<b>83,5</b>	<b>42,3</b>
Additions to newbuildings	-123,2	0	0
<b>Net cash used in investing activities</b>	<b>-123,2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Issuance of long term debt	118,9	0	0
Payment of long term debt	-12,4	-14,9	-14,8
Dividens paid / Cash distributions	-5,3	-64,9	-35,9
Share issuances	0	0,4	0
<b>Net cash provided by financing activities</b>	<b>101,2</b>	<b>-79,4</b>	<b>-50,7</b>
Net increase (-decrease) in cash and cash equivalents and restricted cash	-0,2	4,1	-8,4
Cash and cash equivalents and restricted cash at beginning of period	20,2	20	24,1
<b>Cash and cash equivalents and restricted cash at end of period</b>	<b>20</b>	<b>24,1</b>	<b>15,7</b>

### Lønnsomhet:

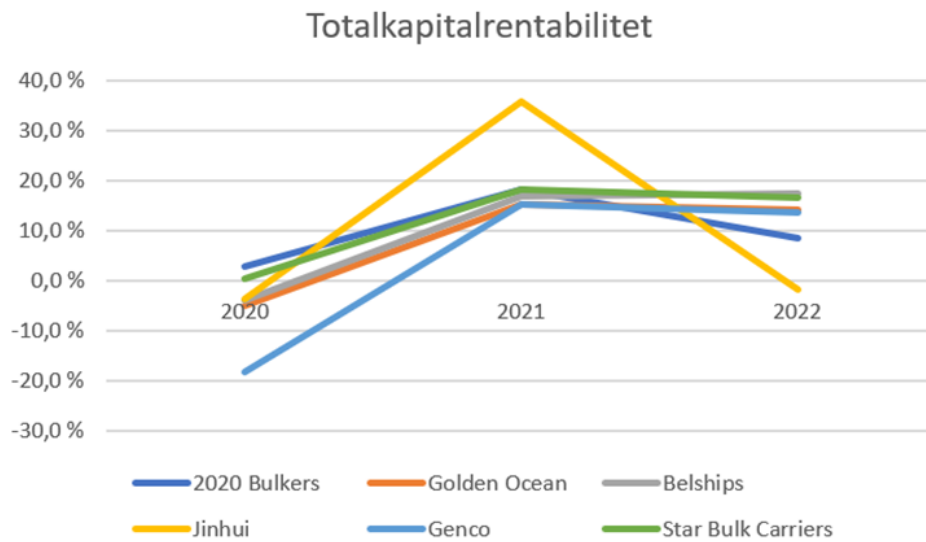
Lønnsomheten er avkastningen til et selskap. Hovedmålet til de aller fleste virksomheter inkludert 2020 Bulkers er å oppnå lønnsomhet. Lønnsomheten blir målt ut fra at man tar alle inntektene minus alle kostnadene. Vi får dermed et resultat. Om det resultatet er i pluss eller minus avgjør om lønnsomheten er god eller ikke. Lønnsomhet kan måles gjennom ulike metoder ved bruk av nøkkeltallene:

- Totalkapitalrentabilitet
- Egenkapitalrentabilitet
- Cash Break Even nivå

### Totalkapitalrentabilitet etter skatt

Totalkapitalrentabilitet måler hvor bra et selskap klarer å oppnå avkastning på sin totalkapital. For shippingselskaper er dette nøkkeltallet spesielt bra å bruke siden mesteparten av totalkapitalen er investert i skip, samt at majoriteten av finansieringen stammer fra gjeld. Ser vi på grafen nedenfor viser den totalkapitalrentabilitet på Y-aksen og år på X-aksen. Her ser vi de store inntjeningsvingningene. Av de tørrbulk selskapene vi har tatt med i analysen kan vi se at 2020 Bulkers og Star Bulk Carriers er de eneste tørrlast selskapene som tjente penger i 2020. Ellers er det verdt å merke seg at inntjening svinger mye for selskapene.

Figur 11 Totalkapitalrentabilitet 2020 Bulkers og sammenlignbare selskaper



### Egenkapital rentabilitet

Ulik totalkapitalrentabilitet er egenkapitalrentabilitet avkastning på egenkapitalen. Enkelt forklart er det avkastningen aksjonærene får på hver enkelt aksje investert i selskapet.

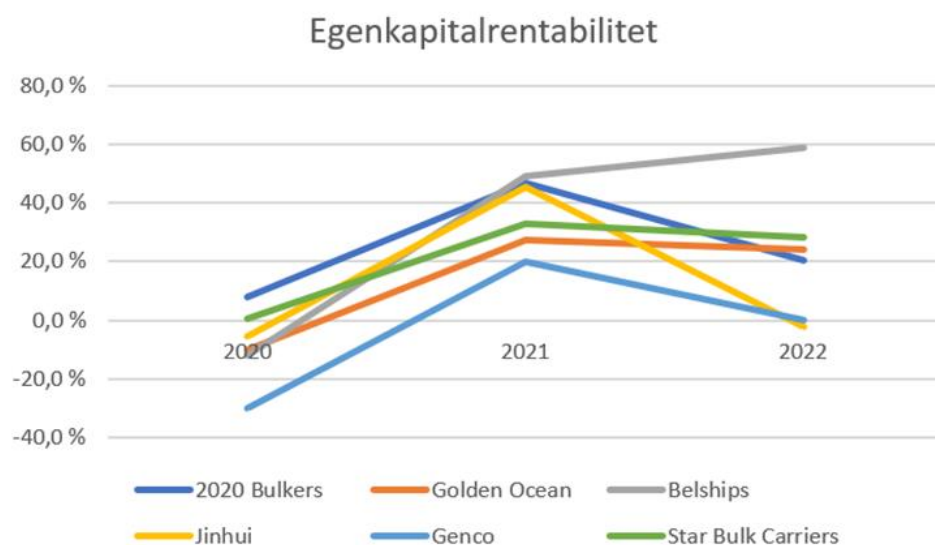
Formel 9 Egenkapitalrentabilitet

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100\%$$

Siden minoriteten av kapitalen investert i shippingselskaper ofte er egenkapital ser vi enda større svingninger her enn på totalkapital rentabiliteten. Selskaper som Belships har enorm ROE grunnet sin høye finansielle giring. Her også ser vi store svingninger grunnet et trøblete 2020, og en euforisk 2021.



Figur 12 Egenkapitalrentabilitet 2020 Bulkere og sammenlignbare selskaper



#### 2020 Bulkere Cash Break Even

I shippingbransjen er det vanlig å måle kostnadsnivået i cash break even (CBE) format. Her er alt av operasjonelle, administrative og finansielle kostnader inkludert. Det er vanlig å summere alle disse kostnadene, dele de på antall skip og dele på antall dager i året. Det er altså alle kostnadene et skip bruker per dag. Alt over er rent overskudd grunnet at 2020 Bulkere ikke betaler noe skatt.

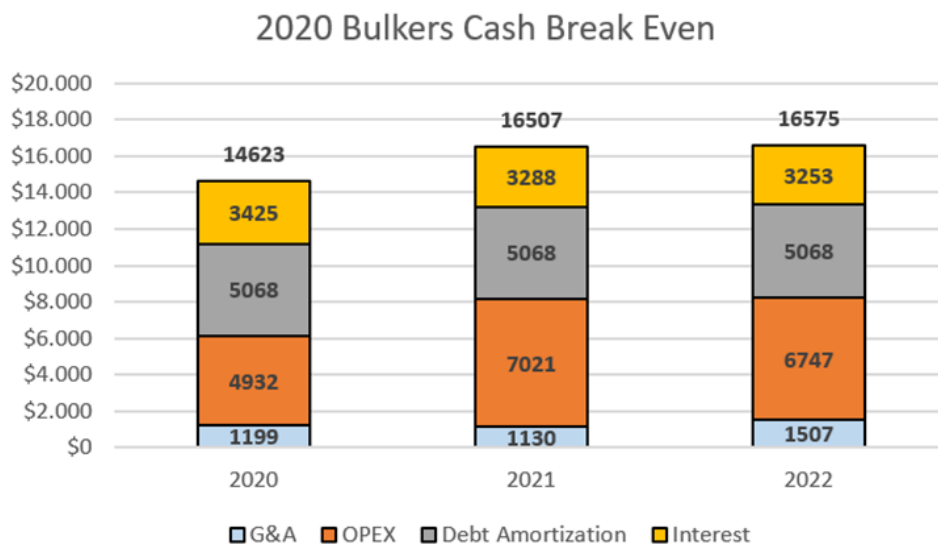
Ser vi nedenfor står CBE nivå på Y-aksen og årstall på 2020 Bulkere sitt CBE nivå består den av hovedsakelig fire ting. Det er OPEX som drivstoff, og mannskap, G&A som er administrative kostnader som lønn til ansatte og reiseutgifter osv. Ser vi på driftskostnader ser vi at den har økt fra 2020 til 2021. Dette kan skyldes flere ting. Hovedsakelig er dette siden de to siste skipene kom på vannet i juni i 2020. En annen forklaring er den økte drivstoffprisen, samt økte mannskapskostnader som de leier inn gjennom en tredjepart.

De to øverste er finanskostnadene. Den ene er lånevdrag på det eksisterende lånet de har. Dette er uforandret som vi kan se nedenfor. Grunnen til det er som vi kan se på tidligere kontantstrømmer til selskapet så betaler de \$14.8 millioner i avdrag hvert år og har satt opp finansieringen sin slik at de skal fortsette med dette til en ballong betaling i 2027. En ballong betaling er et større engangsbetrag på slutten av låneavtalen. Vi tror selskapet kommer til å

refinansiere ballong betalingen til lånet i 2027 slik at de fortsetter med samme beløp hvert år frem til skipene enten blir solgt eller skrapet. Vi forventer derfor ikke noe forandring i låneavdrag de neste årene.

CBE inneholder også rentekostnader på lånet deres. Siden de som nevnt har inngått swapavtale på lånet sitt har de en effektiv rente på 3% frem til disse Swap avtalene utgår i Q3 i 2024. Dette er en forutsetning vi vil drøfte mer rundt i selve prognosen av fremtidige kontantstrømmer.

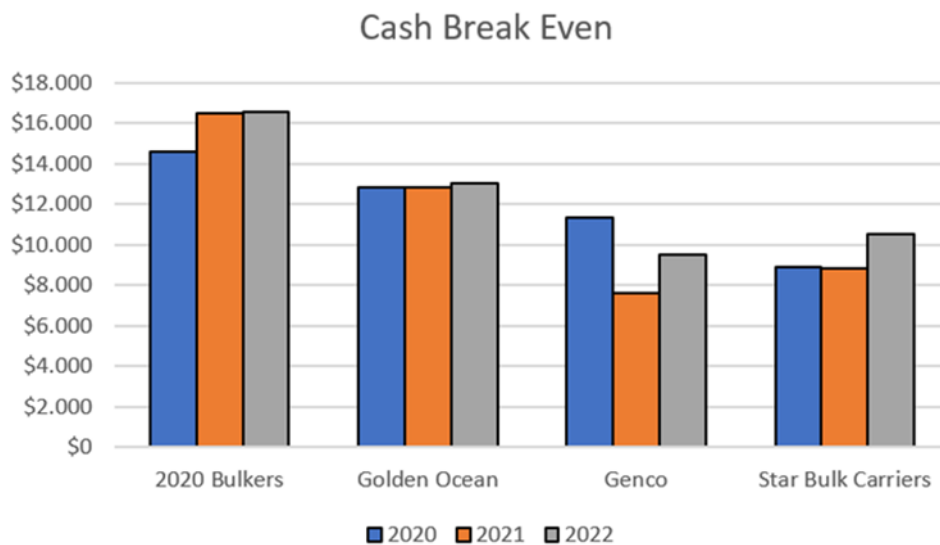
Figur 13 Oversikt over historisk CBE



Generelt sett tror vi CBE nivået vil holde seg stabilt frem til de må begynne å betale flytende Libor rente igjen.

Sammenligner vi derimot 2020 Bulkera sitt kostnadsnivå med sammenlignbare konkurrenter ser vi at deres CBE nivå er betydelig høyere. Dette kan skyldes at 2020 Bulkera kun opererer med det største segmentet og at de andre selskapene alle er diversifisert innenfor flere båtstørrelser som krever mindre hver dag for å drives. Hvis vi skal se hva 2020 Bulkera sitt kostnadsnivå er relativt til rateindeksen må vi dividere med 1.35 for å trekke fra premien de oppnår. 2020 Bulkera trenger altså en capesizerate på cirka \$12300 pr dag for å gå i null.

Figur 14 CBE 2020 Bulkers og sammenlignbare selskaper



## Likviditet

Likviditet måler selskapets evne til å betale kortsiktig gjeld når den forfaller. Kortsiktig gjeld defineres som gjeld som har forfall på under et år.

### Likviditetsgrad 1

Vi har valgt å bruke likviditetsgrad 1 som nøkkeltall for å måle likvititeten. Slik som vist nedenfor er formelen for likviditetsgrad 1 som er kortsiktige eiendeler dividert på kortsiktig gjeld. En generell regel er at LG1 bør være høyere enn 2 (Tripletex, 2023). Da vil man altså ha dobbelt så mye kortsiktig eiendeler som gjeld.

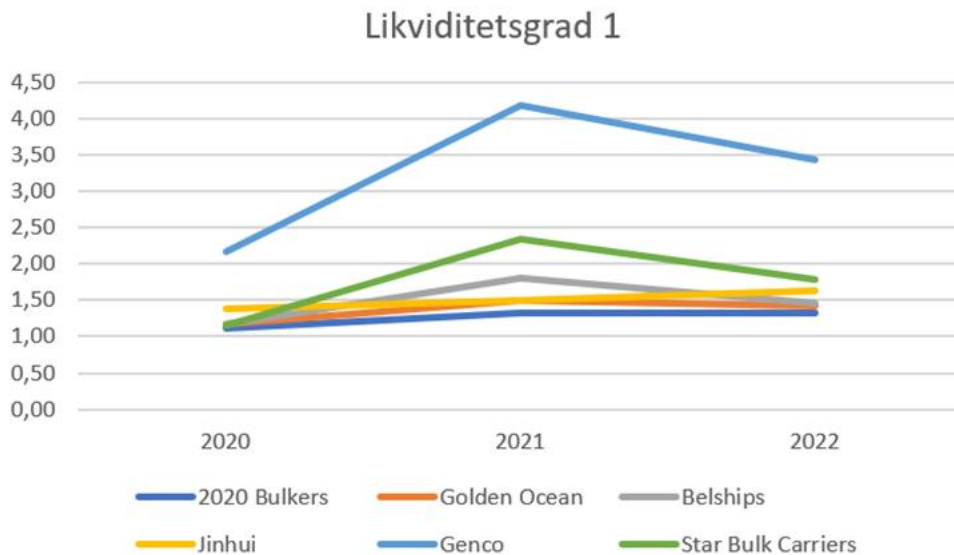
Formel 10 Likviditetsgrad 1

$$LG1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Grafen under illustrerer likviditetsgraden til de ulike selskapene. Y-aksen viser LG1 og X-aksen representerer en tre års periode helt siden 2020 Bulkers fikk siste skip på vannet. Ser man på grafen ligger 2020 Bulkers helt nederst. I teorien betyr dette at 2020 Bulkers har dårligere evne til å betale sine forpliktelser enn sine konkurrenter. Det skal sies at 2020 Bulkers betaler cirka 14,8 millioner dollar i avdrag hvert år og ikke har noen andre vesentlige

forpliktelser. Selskapet trenger dermed ikke mer likvide midler enn nødvendig så lenge de låser deler av flåten sin over CBE.

Figur 15 Oversikt LG1 2020 Bulkere og sammenlignbare selskaper



### Soliditet

Soliditet er et begrep som måler finansieringen til et selskap og evnen til å tåle tap over lenger tid.

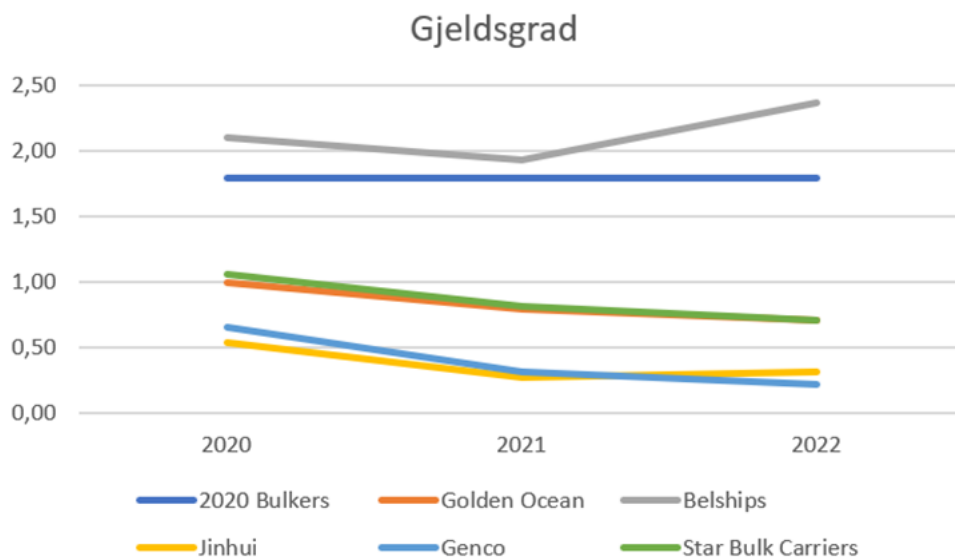
### Gjeldsgrad

Tørrbulk og shipping generelt sett låser opp en del kapital. En standard Capesize går i skrivende stund for cirka \$62 millioner hver og i toppen av 2004-2008 syklusen gikk nybygg Capesizer for 148 mUSD. Derfor har de fleste tørrbulkselskaper høy gjeldsgrad. Formel 11 viser utregningen vi har anvendt for å beregne gjeldsgrad. Gjeldsgrad viser den finansielle risikoen og giringen til et selskap. Jo høyere gjeldsgrad jo mer får et selskap ut av en bra syklus, men jo farligere blir en dårlig periode når selskapet mangler overskudd til å betjene gjeld.

Formel 11 Gjeldsgrad

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Tar vi en titt på grafen nedenfor som viser gjeldsgrad på Y-akse og siste tre år på X-aksen ser vi at 2020 Bulkers. Heldigvis for 2020 Bulkers har de lave renteforpliktelser relativt til dagens rentenivå på grunn av Swaps avtalene de har inngått. Dette fører til økt visibilitet og billig gjeldsfinansiering. Utenom 2020 Bulkers ser vi at de fleste konkurrentene har betalt ned gjeld de siste tre årene etter et fantastisk 2021 og et moderat 2022 år.



### Oppsummering

Etter å ha analysert ulike nøkkeltall og sammenlignet med konkurrenter har 2020 Bulkers holdt seg stabilt både på likviditetsdelen og soliditetsdelen. Siden bransjen er svært syklisk svinger naturligvis lønnsomheten mye, men 2020 Bulkers har vært lønnsom i alle kvartalene siden de fikk alle skipene på vannet.

### Fundamental Verdsettelse

Målet med en fundamental verdsettelse er å finne nåverdien av et selskap utifra våre estimater. Dette innebærer å estimere fremtidige kontantstrømmer og diskontere de tilbake til nåverdi med et passende avkastningskrav. Grunnlaget for de fremtidige estimatene vil være historiske regnskapsdata, samt informasjon og betraktninger fra den strategiske analysen.

### Driftsinntekter

2020 Bulkers får sine inntekter fra Time charter kontraktene de har inngått med befrakterne. Her får de som nevnt betalt daglig enten i spot markedet eller ved låste rater selskapet har

inngått. For å regne ut inntekter må vi først finne ut hvor mange tilgjengelig dager selskapet har. Siden det er 8 skip og 365 dager i året har selskapet 2920 totale tilgjengelige skipsdager. Nedenfor viser oversikt over tilgjengelige skipsdager. Vi har nedjustert antall tilgjengelig dager i 2024 og 2025. Grunnen til det er at et skip må med jevne mellomrom gjennom tørrdokking som er et vedlikeholdsarbeid der skroget til skipet blir vedlikeholdt. Dette blir gjort hvert 5 år (2020 Bulkens, 2022, s. 22). Denne prosedyren gjør at selskapets båt er ute av drift i 20 dager og kostet i 1993 cirka 1 millioner dollar (Stopford, 2009, s. 232).

Inflasjonsjusterer vi dette beløpet blir det cirka 2 millioner dollar. Første halvdel av flåten kom på vannet i 2019 og andre halvdel kom i 2020 må fire skip igjennom tørrdokking i 2024 og fire i 2025. Dette tilsvarer 80 dager hvert år i utilgjengelige dager.

I begynnelsen av 2023 låste de majoriteten av flåten sin på faste rater for Q1 for å ta dekning i det sesongsvake delen av året. Etter Q1 er tre av skipene på faste kontrakter. Den ene er låst frem til slutten av Q2. De andre to er låst frem til slutten av Q3. Selskapet har en historikk med å holde båtene sine i spot utenom i Q1. Siden vi ikke har visibilitet lenger enn Q2 2023 har vi estimert at selskapet holder skipene i spot de neste årene.

Tabell 6 Tilgjengelige skipsdager

År	e2023	e2024	e2025	e2026
Tilgjengelige skipsdager	2.920	2.840	2.840	2.920
Dager på faste rater	873	-	-	-
Indeksdager	2.047	2.840	2.840	2.920

Selskapet har i 2023 låst de faste kontraktene til en gjennomsnittlig rate på \$19248. Dette er den eneste sikre raten vi har. For å estimere Capesize rater har vi brukt analytiker estimater fra DNB markets, Cleaves Securities, og Artic Securities. DNB har kun rateestimer frem til 2024 (DNB markets, 2022, s. 2). Deretter har vi brukt rateestimatene fra Artic og Cleaves i 2025 (Kjøllestad, 2023) og kun Cleaves i 2026, siden de er de eneste med estimater så langt (Cleaves Securities, 2023, s. 1). Disse samstemmer med funnene vi gjorde i den strategiske analysen med et magert tilbudsside og økt vekst i Kina.

Tabell 7 Rateestimer analytikere

Prognose	e2023	e2024	e2025	e2026
DNB Markets	34.600	34.700		
Artic Securities	18.800	24.200	28.000	
Cleaves Securities	22.449	28.809	36.276	43.311
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>25.283</b>	<b>29.236</b>	<b>32.138</b>	<b>43.311</b>

Etter vi har tatt et gjennomsnitt av de valgte Capesize estimatene kan vi legge til premien selskapet får på sine og legge til vår estimerte scrubberbenefit som vi har estimert utifra en gjennomsnittlig Scrubber benefit de siste tre årene. Når alt er summert opp ender vi opp med en Time charter rate prognose fra 2023-2026.

Tabell 8 Prognose tilgjengelige dager og rateestimer

År	e2023	e2024	e2025	e2026
Gjennomsnittlig faste rater	\$19.248	0	0	0
Capesizerater	\$25.283	\$29.236	\$33.276	\$43.311
Newcastle Max premium	\$8.849	\$10.233	\$11.647	\$15.159
Scrubber benefit	\$2.000	\$2.000	\$2.000	\$2.000
Time charter rater	\$36.132	\$41.469	\$46.923	\$60.470

År	e2023	e2024	e2025	e2026
Tilgjengelige skipsdager	2.920	2.840	2.840	2.920
Dager på faste rater	873	0	0	0
Indeksdager	2.047	2.840	2.840	2.920
Gjennomsnittlig faste rater	\$19.248	-	-	-
Time charter rater	\$36.132	\$41.469	\$46.923	\$60.470

Når rateprognoser og dager tilgjengelig er multiplisert opp ender vi til slutt opp med estimat for omsetningen til selskapet. Utifra funnene våre i den strategiske analysen føler vi rateestimatene reflekterer de potensielle mulighetene.

Tabell 9 Sum driftsinntekter

År	e2023	e2024	e2025	e2026
Tilgjengelige skipsdager	2.920	2.840	2.840	2.920
Dager på faste rater	873	0	0	0
Indeksdager	2.047	2.840	2.840	2.920
Gjennomsnittlig faste rater	\$19.248	-	-	-
Time charter rater	\$36.132	\$41.469	\$45.386	\$60.470
Driftsinntekter	\$90.765.810	\$117.772.102	\$128.897.092	\$176.571.962

## Drifskostnader

Selskapets driftskostnader inkluderer alt som har med den daglige driften å gjøre. Dette vil være hovedsakelig to ting. Kostnader ved å drive skipene og generelle og administrative kostnader.

## Operasjonelle kostnader

Operasjonelle kostnader vil være ting som drivstoff, forsikring, betaling til innleid mannskap. Disse kostnadene innebærer også cirka 300 dollar per skip per dag i Covid 19 kostnader. Ser vi nedenfor har denne vært stabil de siste årene. Som nevnt i SWOTen er kina på full fart ut av gjenåpning. Det er derfor rimelig å anta at Covid 19 kostnaden på 300 dollar vil forsvinne iløpet av 2024 og senere ut i løpet.

Tabell 10 Historisk operasjonelle kostnader

År	2020	2021	2022
Operasjonelle kostnader i USD	14.400.000	20.500.000	19.700.000
Operasjonelle kostnader per båt per dag	4.932	7.021	6.747

Som nevnt i driftsinntekt avsnittet må fire av selskapets båter tørrdokkes i 2024 og fire i 2025. Denne undersøkelsen koster \$2 000 000 og er kostnadsført som en operasjonell kostnad. Nedenfor er våre estimater på operasjonelle kostnader. Vi estimerer at covid 19 kostnaden forsvinner helt fra 2024. Vi tror også at det kommer en total tørrdokningskostnad på \$8 000 000 i 2024 og 2025. Helt nederst er operasjonelle kostnader per båt per dag.

Tabell 11 Prognose Operasjonelle kostnader

Prognose fremover	e2023	e2024	e2025	e2026
Operasjonelle kostnader i USD	19.700.000	19.700.000	19.700.000	19.700.000
Covid 19 kostnad		- 876.000	- 876.000	- 876.000
Tørrdokking kostnader		8.000.000	8.000.000	
<b>Sum operasjonelle kostnader</b>	<b>19.700.000</b>	<b>26.824.000</b>	<b>26.824.000</b>	<b>18.824.000</b>
<b>Operasjonelle kostnader per båt per dag</b>	<b>6.747</b>	<b>9.186</b>	<b>9.186</b>	<b>6.447</b>

Generelle og administrative kostnader.

Selskapet har for tiden 5 ansatte. Fire er i ledelsen og en siste person er finansiell kontrollør. Selskapet er dermed ganske liten organisasjon. Ser vi nedenfor ser vi at generelle og administrative kostnader har holdt seg relativt stabilt utenom en økning i 2022. Forklaringen på dette er at det kostet cirka \$400 000 å skifte skipsdomisil fra Liberia til Norge. I tillegg kostet det cirka \$700 000 i aksjeopsjoner.



Tabell 12 Historisk G&A

År	2020	2021	2022
Generelle og administrative kostnader i USD	3.500.000	3.300.000	4.400.000
Generelle og administrative kostnader per båt per dag	1.199	1.130	1.507

Med tanke på at skiftingen av skipsdomisil var et engangstilfelle har vi valgt å legge oss på \$4 000 000 i generelle og administrative kostnader siden organisasjonen ikke skal bli noe spesielt større enn det den er på nåværende tidspunkt.

Tabell 13 Prognose G&A

Prognose	2023	2024	2025	2026
Generelle og administrative kostnader i USD	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000
Generelle og administrative kostnader per båt per dag	1.370	1.370	1.370	1.370

#### Oppsummering av driftskostnader

Etter å ha utregnet operasjonelle kostnader og generelle og administrative kostnader har vi nå en oversikt over driftskostnadene til 2020 Bulkens. Ser vi på tabellen under er operasjonelle kostnader desidert størst. Dette er ikke så rart med tanke på at kun tørrdokkingen for fire skip utgjør dobbelt så mye som administrative kostnader.

Tabell 14 Sum prognose driftskostnader

Prognose	e2023	e2024	e2025	e2026
Operasjonelle kostnader	19.700.000	26.824.000	26.824.000	18.824.000
Generelle og administrative kostnader	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>23.700.000</b>	<b>30.824.000</b>	<b>30.824.000</b>	<b>22.824.000</b>

Tabell 15 viser at vår prognose av driftsinntekter og driftskostnader gir oss en EBITDA, som er driftsresultat før renter, skatt og av-nedskrivninger.

Tabell 15 EBITDA

Prognose	e2023	e2024	e2025	e2026
Driftsinntekter	90.765.810	117.772.102	128.897.092	176.571.962
Driftskostnader	23.700.000	30.824.000	30.824.000	22.824.000
EBITDA	67.065.810	86.948.102	98.073.092	153.747.962

#### Avskrivninger

Når et selskap kjøper anleggsmiddel som for eksempel en ny båt betales som oftest hele eller store deler av kjøpesummen på kjøpstidspunktet, men det blir kostnadsført over anleggsmiddelet sin estimerte levetid. På denne fører ikke storkjøpt til et negativt resultat det året ble gjort. Siden 2020 Bulkens ikke har gjort noe med flåten sin siden alle åtte skip

kom på vannet i 2020 og heller ikke har noen planer om å gjøre noe mer med den før den eventuelt blir solgt eller skrapet.

Tabell 16 Historiske avskrivninger

År	2020	2021	2022
Avskrivninger i Dollar	9.900.000	11.700.000	11.700.000

For et selskap som 2020 Bulkers uten vekstambisjoner vil det være riktig å anta at avskrivningene forblir uendret på \$11 700 000 de neste årene. Selskapet skal heller ikke foreta seg noen oppkjøp av noe slag og vil fastholde sin strategi på å betale ut fri kontantstrøm i utbytte.

Tabell 17 Prognose avskrivninger

Prognose	e2023	e2024	e2025	e2026
Avskrivninger	11.700.000	11.700.000	11.700.000	11.700.000

## Skattesats

På lik linje som de fleste andre shippingselskaper betaler ikke 2020 Bulkers hverken inntektsskatt eller skatt på kapitalgevinst. Som tidligere nevnt har 2020 Bulkers fått skriftlig bekreftelse fra finansministeren i Bermuda om at de er fritatt all skatt frem til 31 mars 2035. Vi vil derfor anta at selskapet ikke betaler noe inntektsskatt de kommende årene.

Tabell 18 EBIT og skatt

Prognose	e2023	e2024	e2025	e2026
Driftsinntekter	90.765.810	117.772.102	128.897.092	176.571.962
Driftskostnader	23.700.000	30.824.000	30.824.000	22.824.000
EBITDA	67.065.810	86.948.102	98.073.092	153.747.962
Avskrivninger	11.700.000	11.700.000	11.700.000	11.700.000
EBIT	55.365.810	75.248.102	86.373.092	142.047.962
Skatt	-	-	-	-

## Arbeidskapital

Arbeidskapital er et begrep som brukes i økonomi og regnskap for å beskrive en virksomhets evne til å dekke kortsiktige økonomiske forpliktelser. Det kan defineres som forskjellen mellom virksomhetens kortsiktige eiendeler (som kontanter, varelager, kundefordringer) og kortsiktige gjeldsforpliktelser (som leverandørgjeld og andre kortsiktige lån).

En positiv arbeidskapital betyr at virksomheten har tilstrekkelig med likvide midler og eiendeler til å dekke de kortsiktige gjeldsforpliktelsene. Dette er viktig for at virksomheten skal kunne opprettholde driften og betale regningene til leverandører og andre kreditorer.

Siden arbeidskapital ikke er en kontantstrøm er ikke det å finne arbeidskapital viktig, men heller forandringen i arbeidskapital.

Grunnen er at endringen binder opp eller løser opp fri kapital. Et eksempel kan være hvis et selskap skal øke varelageret. Det vil fra en periode til en annen. Alt annet like vil kortsiktige eiendeler øke og dermed arbeidskapitalen øke. Endringen blir positiv, og det blir da i et kontantstrøm oppsett regnskapsført som penger ut.

Ser vi nedenfor har 2020 Bulkers har relativt stabil endring i arbeidskapitalen sin. Dette kan skyldes at selskapet ikke har et vesentlig varelager og at kontantbeholdningen holder seg relativt lik. Siden forandringen er tilnærmet null har vi valgt at det ikke har noen vesentlig betydning på selskapets kontantstrømmer. Så å si alt over Cash break even blir betalt ut til aksjonærene.

Tabell 19 Forandringer i arbeidskapital

År	2020	2021	2022
Forandring i arbeidskapital i \$	300.000	1.000.000	- 1.400.000

### Investeringer (Capex)

Investeringer i varige driftsmidler er som nevnt to ting. Investeringer for å vokse bedriften, men også for å vedlikeholde driften. Ser vi på tabellen nedenfor viser den selskapets investeringer i varige driftsmidler. I 2020 betalte de siste rest på nybyggene sine, men har ikke hatt noen investeringer siden da. Som nevnt tidligere har ikke 2020 Bulkers noen vekstambisjon og dermed ikke noen investeringer for å vokse driften. Selskapet har heller ikke noen ambisjoner om å erstatte den nåværende flåten så derfor forventer vi ingen investeringer i varige driftsmidler de kommende årene.

Tabell 20 Historiske investeringer i varige driftsmidler

År	2020	2021	2022
Investeringer i varige driftsmidler i \$	- 123.200.000	0	0
Kontanter brukt på investerings aktiviteter	- 123.200.000	0	0

### Oppsummering av kontantstrømmer

Tabell 21 er en oppsummering av vår kontantstrøm estimater fra 2023 - 2026

..

Tabell 21 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Prognose	e2023	e2024	e2025	e2026
Driftsinntekter	90.765.810	117.772.102	128.897.092	176.571.962
Driftskostnader	23.700.000	30.824.000	30.824.000	22.824.000
EBITDA	67.065.810	86.948.102	98.073.092	153.747.962
Avskrivninger	11.700.000	11.700.000	11.700.000	11.700.000
EBIT	55.365.810	75.248.102	86.373.092	142.047.962
Skatt	-	-	-	-
Investeringer	-	-	-	-
Arbeidskapital	-	-	-	-
Avskrivninger	11.700.000	11.700.000	11.700.000	11.700.000
<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>67.065.810</b>	<b>86.948.102</b>	<b>98.073.092</b>	<b>153.747.962</b>

## Terminalverdi

Siden 2020 Bulkers sitt «endgame» enten blir å selge eller skrape flåten ser vi for oss et scenario der terminalverdien ikke blir en vekstmultippel, men et salgscase. Vi har valgt å bruke Cleaves sin Shipping rapport som utgangspunkt for å finne skipsverdi, og DNB sin tørrbulk rapport for å finne pris på scrubbere. Ser vi først på Cleaves sin shippingrapport er dagens pris for fem år gamle Capesizer cirka \$46 500 000. Nybygg koster litt ekstra, men denne differansen har vi valgt å se bort ifra for å være litt konservative. I DNB sin shipping rapport har de verdsatt selskapets åtte scrubbere til \$40 400 000 (DNB Markets, 2022, s. 7). Vår terminalverdi blir da å multiplisere antall skip med pris per skip og deretter legge til verdien på scrubberne. Vi ender da opp med en terminalverdi på \$412 400 000.

Figur 16 Skipsverdier tørrlast Cleaves

New	Summary	Capesize	Panamax	Supramax	Handymax	Handysize
NB		61.8	34.0	32.8	31.3	29.8
resale		62.0	37.0	35.5	32.8	30.0
5y		46.5	31.0	28.5	26.5	24.5
10y		30.8	21.5	19.5	18.0	16.5
15y		18.8	13.5	13.3	12.1	11.0
20y		14.0	10.0	9.3	8.3	7.3
scrap		13.6	8.0	6.5	5.6	4.1

All prices are excluding scrubbers

## Avkastningskrav til egenkapitalen

Siden 2020 Bulkers rapporterer i amerikanske dollar vil denne delen av verdsettelsen også bli gjort i dollar. Vi vil anvende teorien som ble gjennomgått tidligere for å finne avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM).

## Risiko fri rente

Når man skal velge ut det som blir en amerikansk risikofri rente i dette eksempelet må den stemme overens med kontantstrømmene. Siden vår kontantstrøm kun strekker seg i 5 år har vi valgt en 5 årig amerikansk statsobligasjon siden dette er det nærmeste vi kommer risikofritt. Denne stod i 3,407% (CNBC, 2022)

## Regresjonsbeta

Tabell 22 viser regresjonsbetaen til selskapet vårt og dens konkurrenter. Aksjekursene som ble brukt i utregningen er hentet fra Yahoo Finance i tidsrommet 15.07.2019-23.03.23. Grunnen til dette tidsintervallet er at det er første dagen 2020 Bulkers var på børs. Kursene er utbyttejustert for å reflektere den virkelige svingningen. På 2020 Bulkers og Golden Ocean har vi valgt å bruke Oslo Børs som referanseindeks, mens på Genco og Starbulk Carriers har vi valgt å bruke S&P 500 som referanseindeks siden disse hovedsakelig kun er på børs i USA. Grunnen til vi har valgt disse og ikke andre norske tørrlastrederier er at alle disse har Capesizer. Grunnen til at vi har valgt Oslo Børs på våre norske selskapet er, fordi Oslo børs er relativt tungt vektet innen Shipping.

Tabell 22 Regresjonsbeta

Ukentlig regresjonsbeta	
Selskap	Indeks
2020 Bulkers	1,03
Golden ocean	1,14
Genco	1,1
Starbulk	1,45
Gjennomsnitt	1,18

Etter å ha endt opp med en beta på 1,03 for vårt selskap syntes vi det virket litt lavt siden vi mener det ikke reflekterer risikoen til selskapet. En regresjonsbeta legger til grunn at det som har skjedd historisk vil være representativt for fremtiden. På grunn av de store svingningene og generelle økte risikoen med shippingselskaper har vi valgt å legge til grunn en fundamental beta i vår analyse og heller bruke regresjonsbeta som hjelpemiddel. Bruker vi fundamental beta unngår vi standardfeil, tar høyde for dagens gjeldssituasjon og forretningsmodell. Vi velger å bruke damodaran sin bottom up tilnærming for å kalkulere en ny beta. (Damodaran, 20112, s. 193)

## Fundamental Beta

For å kalkulere en fundamental beta må man gjøre en prosess bestående av flere steg. Første steg blir å (1) finne sammenlignbare selskaper, (2) estimere regresjonsbeta for disse, samt gjeldsgraden til hvert enkelt selskap, (3) estimere et gjennomsnitt av en beta uten finansiell giring og (4) omgjøre betaen uten finansiell giring til en levered beta med 2020 Bulkers sin nåværende finansielle giring.

### Unlevered beta (Steg 1-3)

Tabell 23 viser selskapene sin gjeldsgrad, regresjonsbeta og en gjennomsnittlig beta uten finansiell giring. Betaen uten finansiellgiring kalles unlevered beta og viser risikoen på selskapets eiendeler.

Tabell 23 Unlevered Beta

Selskap	Gjeld	Egenkapital	Gjeldsgrad D/E	Beta	Unlevered beta
2020 Bulkers	223.900.000	155.900.000	1,44	1,03	0,42
Golden ocean	1.340.258.000	1.917.033.000	0,70	1,14	0,67
Genco	205.557.000	968.309.000	0,21	1,10	0,91
Starbulk	1.674.701.000	2.080.018.000	0,81	1,45	0,80
Gjennomsnitt					0,70

Etter å ha funnet en gjennomsnittlig unlevered beta blir siste steg å hensynta selskapets nåværende gjeldsgrad slik at vi får en beta som passer dagens finansielle giring. Dette blir gjort i formel 3.

Formel 12 Levered Beta

$$\text{Levered beta} = \text{Unlevered beta} \times (1 - t) \times \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Siden selskapet ikke betaler noe skatt trenger man kun å multiplisere gjeldsgraden med gjennomsnittlig unlevered beta. Vi ender da opp med en Bottom up beta på 1,71, noe som vi mener gjenspeiler risikoen til selskapet bedre. Vi bruker denne betaen videre i vårt avkastningskrav

Tabell 24 Levered Beta

Selskap	Gjeld	Egenkapital	Gjeldsgrad D/E	Beta	Unlevered beta
2020 Bulkers	223.900.000	155.900.000	1,44	1,03	0,42
Golden ocean	1.340.258.000	1.917.033.000	0,70	1,14	0,67
Genco	205.557.000	968.309.000	0,21	1,10	0,91
Starbulk	1.674.701.000	2.080.018.000	0,81	1,45	0,80
Gjennomsnitt					0,70
<b>Levered Beta</b>					<b>1,71</b>

### Markedsrisiko premie

Til vanlig er en markedsrisikopremie bakoverlent, men siden kontantstrømmen er fremoverlent har vi valgt å også bruke fremoverlent markedsrisikopremie. PWC har en undersøkelse angående implisitt markedsrisikopremie der de undersøker hva deres medlemmer som hovedsakelig jobber innen finansiell analyse anvender av implisitt markedsrisikopremie. Undersøkelsen er basert på svar fra 140 av cirka 1000 medlemmer der gjennomsnittlig implisitt markedsrisikopremie var på 6% (PwC, 2022, s. 26). Vi har derfor valgt å bruke en implisitt markedsrisikopremie på 6% i kapitalverdimodellen, siden dette reflekterer den fremtidige forventede premien man forventer å få ved å være investert i markedet. Det er ikke å legge skjul på at man må forvente en lavere avkastning fremover med tanke på økte renter og mindre vekst.

### Oppsummering av avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM)

Når vi slår sammen alle delene som trengs for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen ender vi opp med et avkastningskrav på 13,65%. Dette vil videre bli vektet sammen med gjeldskostnaden for å finne avkastningskravet til total kapitalen. Formelen blir følgende  $3,407\% + 1,71 \cdot 6\%$ .

### Avkastningskrav til total kapitalen (WACC)

Som nevnt tidligere kan et selskap finansieres på to måter. Enten med egenkapital og/eller gjeld. Siden vi finner fri kontantstrøm for hele selskapet, må vi også vekte avkastningskravet utifra gjeldskostnaden. Ved å vekte både egenkapitalen og gjelden tar vi hensyn til de ulike finansieringskildene.

Markedsverdien av selskapets egenkapital

For å finne finansieringsvekting tar vi utgangspunktet fra markedsverdien av egenkapitalen og gjelden siden dette er det en potensiell kjøper må ut med hvis kjøperen skulle kjøpt hele selskapet i dag. For å finne markedsverdi av egenkapitalen multipliserer vi antall aksjer med aksjekursen: Det blir da Pr. 09.05.23,  $22\,620\,906 \times 103,80 = 2\,348\text{mNOK}$ .

Markedsverdien av selskapets gjeld

Siden selskapets eneste lån er banklån og ikke en obligasjon, blir det å omgjøre lånet til markedsverdi kompleks. Derfor har vi valgt å gå utifra bokført verdi på lånet som beste estimat. Den bokførte nettogjelden er i norske kroner 2 180mNOK.

### Gjeldskostnad

For å beregne gjeldskostnaden til selskapet har vi valgt å bruke renten selskapets eneste lån. Den er delt opp i 210 basis punkter + 3 måneders Libor rente. 26.04.23 var denne på 5,3%, noe som betyr at vi får en samlet gjeldskostnad på 7,4%.

### Selskapsskatt

Vanligvis justeres gjeldskostnaden for skattesatsen til selskapet fordi gjeld gir et skattefradrag. Dette skatteskjoldet tas i forbehold i WACC. For vårt selskap som ikke skatter vil ikke det gjøre noe forskjell på avkastningskravet til totalkapitalen.

### Oppsummering av WACC

Nå er alle elementene i WACC implementert i formelen vi beskrev i kapittelet om avkastningskrav. Utifra formelen ser vi at avkastningskravet til totalkapitalen blir 10,64%.

*Formel 13 Utregning WACC*

$$WACC = \frac{2\,348}{(2\,348 + 2\,180)} \times 13,65\% + \frac{2\,180}{(2\,348 + 2\,180)} \times 7,4\% \times (1 - 0\%) = 10,64\%$$

Dette vil brukes videre analysen som diskonteringsfaktor for å finne nåverdien av kontantstrømmene våre.



## Verdiberegning

Vi har nå beregnet fri kontantstrøm til de kommende årene og funnet et passende avkastningskrav. Nå gjenstår det å neddiskontere disse kontantstrømmene fra 2023-2026 ned til dagens verdi. I tabell 25 ser vi de estimerte kontantstrømmene i 2023 – 2026 neddiskontert til dagens verdi.

Tabell 25 Neddiskontert kontantstrøm til totalkapitalen 2023-2026

Prognose	e2023	e2024	e2025	e2026
<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>67.065.810</b>	<b>86.948.102</b>	<b>98.073.092</b>	<b>153.747.962</b>
Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)	10,64 %	10,64 %	10,64 %	10,64 %
Akkumulert diskonteringsfaktor	0,89	0,79	0,68	0,57
<b>Nåverdi av kontantstrøm</b>	<b>59.930.008</b>	<b>68.445.546</b>	<b>66.768.161</b>	<b>88.312.829</b>

For å finne den fundamentale verdien til 2020 Bulkers må vi også ha med kontantstrømmen neddiskontert til dagens nivå.

Tabell 26 under viser summen av neddiskonterte kontantstrømmene, samt nåverdien av terminalverdien. Summen av disse blir 532 203 527 USD. Vi justerer dermed for gjeld som vi fant i forrige kapittel og trekker fra nåværende kontanter på 15 500 000 USD. Vi får da en egenkapitalverdi på 326 403 527USD. Siden selskapet handles i NOK på Oslo børs ønsker vi å finne verdien i NOK. Vi valgte siste oppdaterte dollarkurs den 09.05.23 på 10,56 som gir oss en verdi på 3 446 mNOK.

Tabell 26 Verdiestimering

Verdiberegning	
Nåverdi av kontantstrøm	283.456.544
Nåverdi av terminalverdi	248.746.982
= Selskapsverdi	532.203.527
Netto gjeld	205.800.000
= verdi egenkapital USD	326.403.527
= Verdi egenkapital NOK	3.446.462.200

For å konvertere til aksjepris dividerer vi på antall utestående aksjer. Verdi per aksje beløper seg da til 152,36kr

Tabell 27 Aksjepris 2020 Bulkers

Aksjepris	
Verdi egenkapital	3.446.462.200
Antall utestående aksjer	22.620.906
Verdi per aksje	152,36

## Sensitivitetsanalyse

I en fundamental verdsettelse blir det tatt mange valg underveis som skaper usikkerhet rundt resultatet. En sensitivitetsanalyse er til for å se hvordan sentrale endringer i inputs kan påvirke resultatet, altså aksjekursen til selskapet. Vi har fokusert på prosentvise endringer i skipsverdi i terminalverdi og WACC. Endring i skipsverdi vil ikke inkludere scrubberpris. Grunnen til at vi har fokusert på disse er siden vi anser disse to faktorene som avgjørende for aksjekursen.

Tabell 28 under viser hvor stor påvirkning endringer i skipsverdier og/eller WACC har for selskapet. I midten er vårt nåværende kursmål vi fikk fra vår diskonterte kontantstrøm, mens de andre variablene er fra sensitivitetsanalysen.

Tabell 28 Sensitivitetsanalyse skipsverdier og WACC

	Endring i skipsverdi				
	-30 %	-15 %	0 %	15 %	30 %
11,50 %	116,09	131,21	146,32	161,43	176,55
11 %	118,89	134,35	149,8	165,26	180,72
WACC 10,64 %	120,94	136,65	<b>152,36</b>	168,07	183,78
10 %	124,64	140,81	156,99	173,16	189,33
9,50 %	127,60	144,14	160,69	177,23	193,78

Vi ser at det ikke er WACCEN som har den store påvirkningen, men heller skipsverdiendringer.

## SOTP- Verdsettelse

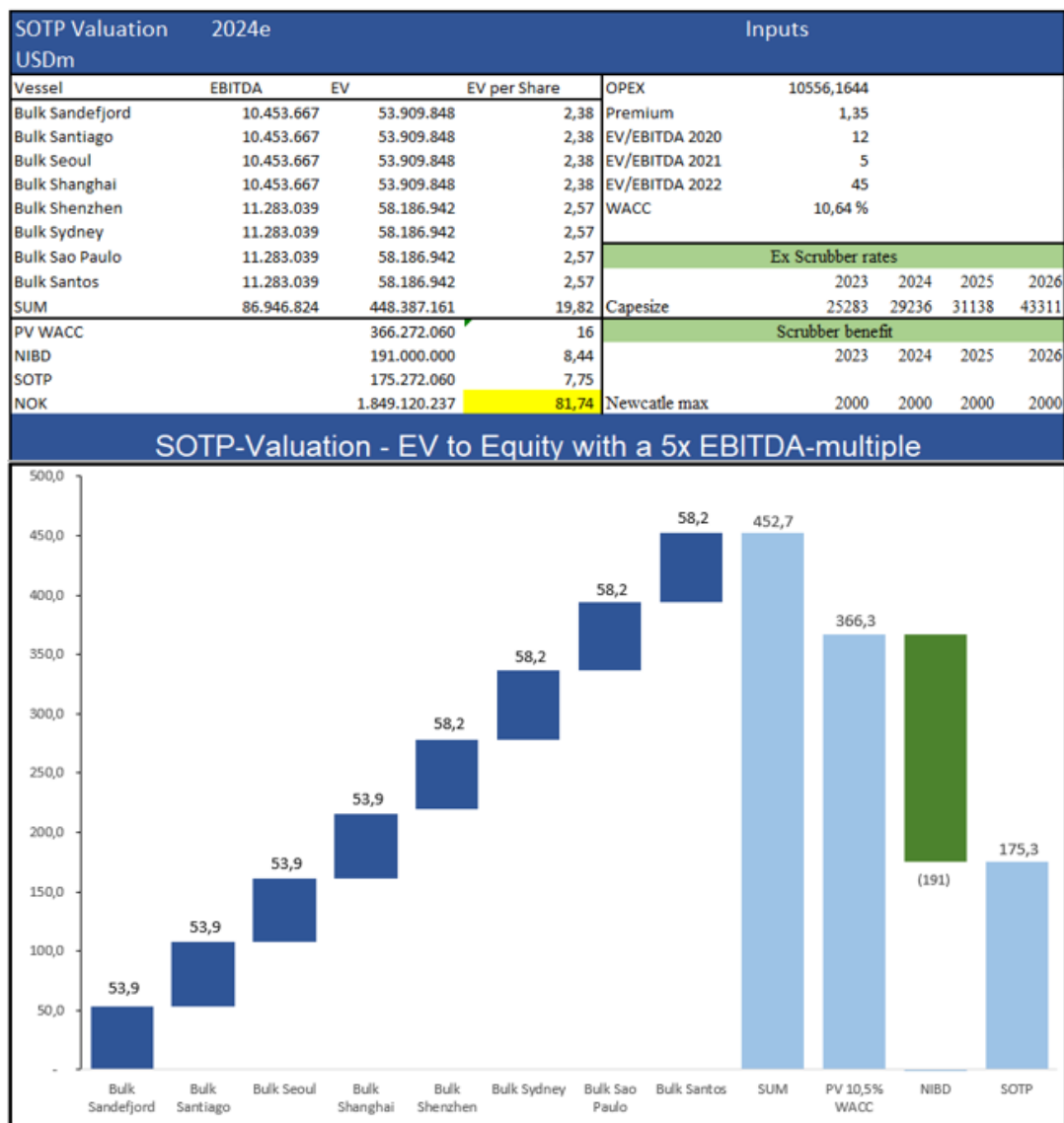
I denne delen skal vi finne en estimert aksjekurs for 2020 Bulkens, ved hjelp av en Sum of the Parts verdsettelse. Vi finner hvilken EV/EBITDA-multippel 2020 Bulkens historisk har blitt priset til, disse står under inputs i modellen under. Vi velger å bruke multippelen fra 2021, siden dette er året som er mest sammenlignbart med scenarioet vi ser for oss for 2024.

Grunnen til at vi ser på 2021 som det mest sammenlignbare året, er at dette året var preget av Covid-restriksjoner som førte til flaskehalser i havnene, og dermed en høy flåteutnyttelse som presset ratene opp. Vi ser for oss at den lave ordreboken og den aldrende flåten, og presset rundt miljøkrav fra IMO, vil bidra til et stramt marked grunnet høy flåteutnyttelse.

Deretter bruker vi rateestimatene som står under inputs i modellen. Da er det i 2020 Bulkens sitt tilfelle Capesize-ratene som gjelder, før vi legger til tillegg fordi skipene er utstyrt med Scrubbere, og premien på 35% som er forklart tidligere.

Da finner vi et estimat for EBITDA til hvert skip, og multipliserer det med EV/EBITDA-multipleten fra 2021. Da har vi en verdi for summen av alle delene i selskapet i 2024, og diskonterer tilbake til dagens verdi, og trekker fra nettogjeld. Det vi sitter igjen med da er nåverdien av selskapet, og trenger bare konvertere til norske kroner og dividere med antall utestående aksjer. Vi finner da et kursmål på 81,74 kr.

Figur 17 SOTP-Analyse



## Relativ verdsettelse

Som nevnt tidligere kan relativ verdsettelse ses på samme måte som når en taksmann skal verdsette et hus. Personen finner sammenlignbare hus i for eksempel nabolaget og verdsetter

huset utifra det. Dermed blir første steget i en relativ verdsettelse å finne sammenlignbare selskaper. Nedenfor er oversikt over selskaper innenfor tørrlast segmentet på Oslo børs og New York Stock Exchange. Multipler i seg selv kan være misvisende, men brukes som et supplement til den fundamentale analysen, samt å støtte opp estimater.

Tabell 29 Multiplianalyse

Bedrift	Aksjekurs	P/E	P/NAV	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/FCF	ROE (%)
2020 Bulkers	kr 103,80	7,02	0,87	31,16	45,28	56,95	20,46 %
Golden ocean	kr 97,34	4,01	0,85	2,67	26,42	5,15	24,11 %
Belships	kr 21,20	2,91	0,90	1,40	4,62	72,78	58,88 %
Jinhui	kr 7,69	0,00	0,22	11,74	6,02	112,33	-2,50 %
Genco	\$15,59	4,17	0,63	1,33	3,14	5,31	16,38 %
Starbulk	\$20,72	3,74	0,88	2,20	4,06	4,22	28,03 %
<b>Gjennomsnitt</b>		<b>3,64</b>	<b>0,72</b>	<b>8,42</b>	<b>14,92</b>	<b>42,79</b>	<b>24,23 %</b>

## P/E

Deler vi kursen på antall inntjening per aksje får vi en P/E på 7,02. Sammenligner vi dette med de komparative selskapene kan det se ut som at 2020 Bulkers er dyr relativt til de andre tørrlast selskapene.

Formel 14 P/E utregning

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Price per share}}{\text{Earnings per Share}}$$

$$\frac{P}{E} = \frac{106,7}{15,198}$$

## P/NAV

Selskapets P/NAV er aksjekursen dividert med selskapets underliggende verdier. Siden selskapets plan er å selge skipene, som er deres eneste eiendeler, når det viser seg å være det mest gunstige. Da er det naturlig å sette selskapets underliggende verdier til markedsprisen av skipene. Styreleder Magnus Halvorsen uttalte på ABGSCs Shipping Seminar i slutten av april at det var transaksjoner på sammenlignbare skip til \$60 000 000 i annenhåndsmarkedet (Halvorsen, 2023). Verdsetter vi alle skipene til \$60 000 000 finner vi en markedsverdi på hele flåten til \$480 000 000, deretter trekker vi fra selskapets nettogjeld og finner Net Asset

Value på \$258 855 000. Dette tilsvarer 119,26kr pr aksje og aksjene handles til en P/NAV på 0,8704. Det vil si at sammenlignet med transaksjoner i annenhåndsmarkedet på sammenlignbare skip, handles aksjene i 2020 Bulkere til en rabatt på rett under 13%. Selskapets P/NAV kan også virke som er til en premie relativt til konkurrenter. Grunnen til denne premien kan være selskapets aksjonærevennlighet.

Tabell 30 P/NAV 2020 Bulkere

P/NAV		
🏠 2020 Bulkere Ltd. (XOSL:2020)	NOK	103.80
Markedsverdi Skip	USD	60 000 000.00
Antall Skip		8
Markedsverdi Flåte	USD	480 000 000.00
Nettogjeld	USD	221 145 000.00
NAV	USD	258 855 000.00
Antall utestående aksjer		22 620 906
NAV/aksje		11.29340175
🏠 USD/NOK	NOK	10.56
NAV/aksje i NOK	NOK	119.26
<b>P/NAV</b>		<b>0.8704</b>

## Verdiestimering

Så langt i oppgaven har vi gjort en diskontert kontantstrøm av selskapet, gjort en sum of the parts analyse og foretatt oss en relativ verdsettelse med fokus på P/NAV. I dette kapitlet summerer vi opp resultatet fra disse tre verdsettelsene og finner verdien for 2020 Bulkere våren 2023.

Siden DCF-en tar mest tid og krever mest kalkulasjon har vi valgt å vekte denne høyest. Deretter vekter vi relativ og SOTP analysen 25% hver, fordi disse var relativt rett frem å løse. Grunnen til at relativ blir vektet likt med SOTP er, fordi i shipping korrelerer ofte prisen på aksjen med NAV. Etter vektning ender vi opp med en kurs på 126,43kr

Tabell 31 Verdiestimering

	Kontantstrømmodell DCF	Sum of the parts SOTP	Relativ verdsettelse
Aksjeverdi	152,36	81,74	119,26
Vekting	50 %	25 %	25 %
Endring i aksjeverdi		126,43	

## Konklusjon

Vårt mål med denne oppgaven var å estimere verdien av selskapet 2020 Bulkers.

Problemstillingen vår ble mer spesifikt "Hva er verdien av 2020 Bulkers våren 2023?"

I vår diskontert kontantstrømanalyse som vi hadde mest fokus på endte vi opp med en aksjeverdi på 152,36. Denne aksjeverdien ble komplementert med en SOTP analyse og en relativ verdsettelse. Disse har en annen teoretisk tilnærming. SOTP analysen fikk en verdi på 81,74, mens den relative verdsettelsen fikk en verdi på 119,26. Vektingen av de ulike analysene var 50% på den diskonterte kontantstrømanalysen, 25% på SOTP-analysen og 25% på den relative verdsettelsen. Endelig verdi ble da 126,43. Aksjekurs pr 09.05.23 er 103,8, noe som tilsvarer en oppside på 21,8%. På bakgrunn av dette ønsker vi å gi selskapet en kjøpsanbefaling.

For å utføre analysen og oppgaven måtte vi sette oss inn i både selskapet og bransjen.

Ut ifra de funnene vi fant mener vi at oppgavens resultat og innhold gir et mest mulig riktig bilde av virkeligheten, men kan ikke benekte for at faren for å ha blitt påvirket i vurderingene våre er der. Alle har ulike formeninger om spesifikke selskap og utsiktene er alltid usikre og volatile, spesielt i shipping. Når verdipapirene handles offentlig vil det vil derfor alltid være uenigheter om hva selskapet er verdt, noe som kan sies om denne oppgaven.

## Litteraturliste

Belships ASA. (2023). Annual Report 2022. [https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/b4a16af4-e95e-4ad8-b3b4-dd3f940c1ed1?fbclid=IwAR1zGkgdu5LezSBTN0Vx8EWjc\\_LzggroX\\_AHXToVYjgW-vAoak7EzWMALeU](https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/b4a16af4-e95e-4ad8-b3b4-dd3f940c1ed1?fbclid=IwAR1zGkgdu5LezSBTN0Vx8EWjc_LzggroX_AHXToVYjgW-vAoak7EzWMALeU)

Billung, H. (2023, April, 13.). *Himalaya Shipping – ABGSC Shipping Seminar* [Paperpresentasjon]. ABGSC – Shipping Seminar, Oslo. [https://events.webcast.no/abg-sundal-collier/97vfrpZJz7TLkYploUzg/bDqVS6NiE2GRSgDat7By?fbclid=IwAR3rh7EFDPjiUVi8AoyunfJznNweh8QTd6mp\\_iruuS0fTDTJy2UOvm70omg](https://events.webcast.no/abg-sundal-collier/97vfrpZJz7TLkYploUzg/bDqVS6NiE2GRSgDat7By?fbclid=IwAR3rh7EFDPjiUVi8AoyunfJznNweh8QTd6mp_iruuS0fTDTJy2UOvm70omg)

Billung, H. (2023, April, 13.). *Panel discussion– ABGSC Shipping Seminar* [Paneldiskusjon]. ABGSC – Shipping Seminar, Oslo. [https://events.webcast.no/abg-sundal-collier/97vfrpZJz7TLkYploUzg/bDqVS6NiE2GRSgDat7By?fbclid=IwAR3rh7EFDPjiUVi8AoyunfJznNweh8QTd6mp\\_iruuS0fTDTJy2UOvm70omg](https://events.webcast.no/abg-sundal-collier/97vfrpZJz7TLkYploUzg/bDqVS6NiE2GRSgDat7By?fbclid=IwAR3rh7EFDPjiUVi8AoyunfJznNweh8QTd6mp_iruuS0fTDTJy2UOvm70omg)

Christopher Vonheim [christophervonheim]. (12.12.2021). Magnus Halvorsen – The future for dry bulk, and the investments in E-sports [Video]. Youtube. <https://www.youtube.com/watch?v=JbwveyZ9HLc>

Cleaves Securities. (Uke 17. Cleaves Securities Weekly ([https://fda195ed-9571-42ec-b092-d42af79f832c.usrfiles.com/ugd/fda195\\_74d2fd07f7414fe7b0e94b41274f6ad7.pdf](https://fda195ed-9571-42ec-b092-d42af79f832c.usrfiles.com/ugd/fda195_74d2fd07f7414fe7b0e94b41274f6ad7.pdf))). Cleaves.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

DNB markets. (Nov 2022. 2020 Bulkiers) DNB Markets. (Nov 2022). 2020 Bulkiers (Equity Research 2020 Bulkiers). DNB Markets.

Estudie. (2021). *Porters konkurrentanalyse* [Modell]. Estudie, <https://estudie.no/konkurransanalyse/>

Euronav. (14. April 2018). Basics of the tanker shipping market (Special Report). Euronav. <https://www.euronav.com/media/65361/special-report-2017-eng.pdf?fbclid=IwAR0E1ll1dQTCLX6mR-BaZ4lgd1uwWNVgeSnMQb2nrDWCskrP6sQ3o2RmKLg>

Genco Shipping Ltd. (2023). Annual Report 2022. [https://s29.q4cdn.com/147998086/files/doc\\_financials/2022/ar/2022-annual-report.pdf?fbclid=IwAR2s5cDZ7Kw94QmMDH7dHyf0ca0p2nE6RTiIuMK-HoMKJ\\_NjIvT\\_9DIP-pQ](https://s29.q4cdn.com/147998086/files/doc_financials/2022/ar/2022-annual-report.pdf?fbclid=IwAR2s5cDZ7Kw94QmMDH7dHyf0ca0p2nE6RTiIuMK-HoMKJ_NjIvT_9DIP-pQ)

Genco Shipping Ltd. (2021). Annual Report 2020. [https://s29.q4cdn.com/147998086/files/doc\\_financials/2020/ar/2020-Annual-Report-Genco.pdf?fbclid=IwAR3RetI\\_keiHax9eVH4JqrxRSe72d2Zy8IEs50TWrORqbZ-Bn7QPbH9Ao0](https://s29.q4cdn.com/147998086/files/doc_financials/2020/ar/2020-Annual-Report-Genco.pdf?fbclid=IwAR3RetI_keiHax9eVH4JqrxRSe72d2Zy8IEs50TWrORqbZ-Bn7QPbH9Ao0)

Golden Ocean Group. (2023). Form 20-F. <https://www.goldenocean.bm/wp-content/uploads/2023/03/Golden-Ocean-2022-Form-20-F.pdf?fbclid=IwAR1pfsocOuPdTKq5Y-ArbBcjmsRxnI5Iqxfmt3nJSmZ7fSRLMCoSew2Mmk>

Golden Ocean Group. (2021). Form 20-F. <https://www.goldenocean.bm/wp-content/uploads/2022/06/golden-ocean-2020-form-20-f.pdf?fbclid=IwAR2xdOfTGTt4gQp5bIHs15BaJr0NFrh5rua3EStiLtSg6b-1pzzT514cxHg>

Halvorsen, M. (2023, April, 13.). *Panel discussion– ABGSC Shipping Seminar* [Paneldiskusjon]. ABGSC – Shipping Seminar, Oslo. [https://events.webcast.no/abg-sundal-collier/97vfrpZJz7TLkYploUzg/bDqVS6NiE2GRSgDat7By?fbclid=IwAR3rh7EFDpjUUVi8AoyunfJznNweh8QTd6mp\\_iruuS0fTDTJy2UOvm70omg](https://events.webcast.no/abg-sundal-collier/97vfrpZJz7TLkYploUzg/bDqVS6NiE2GRSgDat7By?fbclid=IwAR3rh7EFDpjUUVi8AoyunfJznNweh8QTd6mp_iruuS0fTDTJy2UOvm70omg)

International Maritime Organization. (2022, 1.11.). Rules on ship carbon intensity and rating system enter into force. IMO. <https://www.imo.org/en/MediaCentre/PressBriefings/pages/CII-and-EEXI-entry-into-force.aspx>



Jinhui Shipping. (2023). Annual Report 2022.

[http://www.jinhuiship.com/reports/jst2022ARe\\_9322.pdf?fbclid=IwAR3RetI\\_keiHax9eVH4JgrxxRSe72d2Zy8IEs50TWrORqbZ-Bn7QPbH9Ao0](http://www.jinhuiship.com/reports/jst2022ARe_9322.pdf?fbclid=IwAR3RetI_keiHax9eVH4JgrxxRSe72d2Zy8IEs50TWrORqbZ-Bn7QPbH9Ao0)

Kjøllesdal, L (2023, 26. mars). Gjør helomvending - Varsler tørrlastfest. Finansavisen.

<https://www.finansavisen.no/shipping/2023/03/26/7996563/arctic-securities-anbefaler-torrlastsektoren>

Sethi, S. (2021). A guide to scrubber system on ship. *Marine Insight*,

<https://www.marineinsight.com/tech/scrubber-system-on-ship/>

Star Bulk (2022). Annual report 2022.

[https://www.starbulk.com/media/uploads\\_file/2023/03/08/p1gr0o75ca7c5pejebj39b1t5f4.pdf?fbclid=IwAR2s5cDZ7Kw94QmMDH7dHyf0ca0p2nE6RTiIuMK-HoMKJ\\_NjIvT\\_9DIP-pQ](https://www.starbulk.com/media/uploads_file/2023/03/08/p1gr0o75ca7c5pejebj39b1t5f4.pdf?fbclid=IwAR2s5cDZ7Kw94QmMDH7dHyf0ca0p2nE6RTiIuMK-HoMKJ_NjIvT_9DIP-pQ)

Star Bulk (2020). Annual Report 2020.

[https://www.starbulk.com/media/uploads\\_file/2021/04/02/p1f29gmenci1dl6159a1u7naa81n0d4.pdf?fbclid=IwAR2jzimm9zu5FEaDXDJASTaH4RGts1jn13FDplHYV1w-bJycqOq4BKkIKGY](https://www.starbulk.com/media/uploads_file/2021/04/02/p1f29gmenci1dl6159a1u7naa81n0d4.pdf?fbclid=IwAR2jzimm9zu5FEaDXDJASTaH4RGts1jn13FDplHYV1w-bJycqOq4BKkIKGY)

Tripletex. (2023, 09.05). Likviditetsgrad 1. Tripletex.

<https://www.tripletex.no/ordbok/likviditetsgrad-1/>

UNCTAD. (2022). Review Of Maritime Transport (UNCTAD/RMT/2022 and Corr.1).

UNCTAD. [https://unctad.org/system/files/official-document/rmt2022\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/rmt2022_en.pdf)

Whittington R., Regnør P., Angwin D., Johnson G. og Scholes K. (2020) *Exploring Strategy* (12. Utg.), Pearson.

## Vedlegg

Figur 1 Oppsummering PESTEL.....	21
Figur 2 Fra "The political environment" av Richard Whittington, Patrick Regnér, Duncan Angwin, Gerry Johnson og Kevan Scholes, 2020, "Exploring Strategy", s. 39, Copyright 2020 ved Pearson Education Limited .....	22
Figur 3 Porters femkraftsmodell, hentet fra Estudie, 2023. ....	24
Figur 4 Capesize ordrebok som % av flåte (2020 Bulkens, 2023).....	24
Figur 5 Fastsetting av rate hentet fra Euronav, 2018.....	25
Figur 6 Oppsummering SWOT .....	26
Figur 7 Verftkapasitet .....	29
Figur 8 Tilgjengelig verftkapasitet.....	29
Figur 9 Oversikt over flåte og gjennomsnittlig alder .....	30
Figur 10 Vale guiding og korrelasjon med Capesize rater .....	32
Figur 11 Totalkapitalrentabilitet 2020 Bulkens og sammenlignbare selskaper.....	37
Figur 12 Egenkapitalrentabilitet 2020 Bulkens og sammenlignbare selskaper .....	38
Figur 13 Oversikt over historisk CBE.....	39
Figur 14 CBE 2020 Bulkens og sammenlignbare selskaper .....	40
Figur 15 Oversikt LG1 2020 Bulkens og sammenlignbare selskaper .....	41
Figur 16 Skipsverdier tørrlast Cleaves .....	49
Figur 17 SOTP-Analyse .....	56
Formel 1 Basert på Damodaran, 2012, s. 13 .....	11
Formel 2 Basert på Damodaran, 2012, s. 353 .....	12
Formel 3 basert på Damodaran, 2012, s. 381 .....	12
Formel 4 basert på Damodaran, 2012, s. 76 .....	13
Formel 5 hentet fra Damodaran, 2012, s. 173 .....	14
Formel 6 Hentet fra Damodaran, 2012, s. 195.....	16
Formel 7 P/E .....	18
Formel 8 Forklaring P/E basert på Damodaran, 2012, s. 471.....	18
Formel 9 Egenkapitalrentabilitet.....	37
Formel 10 Likviditetsgrad 1 .....	40
Formel 11 Levered Beta.....	51
Formel 12 Utregning WACC.....	53

Formel 13 P/E utregning.....	57
Tabell 1 Oversikt over eksport og import av tørrlastvarer. Hentet fra UNCTAD.....	9
Tabell 2.....	27
Tabell 3 Resultatregnskap.....	34
Tabell 4 Balanse.....	34
Tabell 5 Kontantstrømregnskap.....	36
Tabell 6 Tilgjengelige skipsdager.....	43
Tabell 7 Rateestimer analytikere.....	44
Tabell 8 Prognose tilgjengelige dager og rateestimer.....	44
Tabell 9 Sum driftsinntekter.....	44
Tabell 10 Historisk operasjonelle kostnader.....	45
Tabell 11 Prognose Operasjonelle kostnader.....	45
Tabell 12 Historisk G&A.....	46
Tabell 13 Prognose G&A.....	46
Tabell 14 Sum prognose driftskostnader.....	46
Tabell 15 EBITDA.....	46
Tabell 16 Historiske avskrivninger.....	47
Tabell 17 Prognose avskrivninger.....	47
Tabell 18 EBIT og skatt.....	47
Tabell 19 Forandringer i arbeidskapital.....	48
Tabell 20 Historiske investeringer i varige driftsmidler.....	48
Tabell 21 Fri kontantstrøm til totalkapitalen.....	49
Tabell 22 Regresjonsbeta.....	50
Tabell 23 Unlevered Beta.....	51
Tabell 24 Levered Beta.....	52
Tabell 25 Neddiskontert kontantstrøm til totalkapitalen 2023-2026.....	54
Tabell 26 Verdiestimering.....	54
Tabell 27 Aksjepris 2020 Bulkere.....	54
Tabell 28 Sensitivitetsanalyse skipsverdier og WACC.....	55
Tabell 29 Multippelanalyse.....	57
Tabell 30 P/NAV 2020 Bulkere.....	58
Tabell 31 Verdiestimering.....	58