



Universitetet
i Stavanger

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon (BØKBAO)

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?
Nei

TITTEL:

Verdsettelse av 2020 Bulkers

ENGELSK TITTEL:

Valuation of 2020 Bulkers

FORFATTERE:

Kandidatnr:

267022

.....

267072

.....

.....

Navn:

Henrik Ramstad Høge

.....

Mathias Skarholt

.....

.....

VEILEDER:

Lars Atle Kjøde

Forord

Vi skriver denne verdsettelsesoppgaven som en avsluttende del av vår bachelor i økonomi og administrasjon på Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger.

Valget av tema verdsettelse falt naturlig for oss etter å ha hatt faget finansregnskap og verdsettelse (BØK440) høsten 2023. Dette er et fag vi trivdes godt med, og noe vi derfor nå har valgt å fordype oss videre i ved å skrive en verdsettelse av 2020 Bulkere. Vi ønsket å skrive om et shippingsselskap grunnet vår fascinasjon av hvor mange i Norge som klarer å gjøre seg rik i shippingindustrien, samt at Norge har en lang historie innen maritim næring. Vi landet på selskapet 2020 Bulkere grunnet deres interessante strategi med månedlig utbetaling av utbytte til aksjonærer, og deres fokus på bærekraftig maritim transport.

Vi ønsker å takke vår veileder Lars Atle Kjøde for gode råd og innspill gjennom denne prosessen, samt det hyggelige samarbeide.

Sammendrag

Formålet med vår bacheloroppgave er å gjøre en fundamental verdsettelse av 2020 Bulkers. Vi ønsker å besvare problemstillingen “Hva er verdien av en 2020 Bulkers aksje per 16.04.2024” ved hjelp av nøkkeltall og nøyte gjennomførte beregninger. Vi ønsker å undersøke om en eventuell investor bør kjøpe, selge eller holde aksjen til 2020 Bulkers.

Bacheloroppgaven vår presenterer først selskapet 2020 Bulkers og bransjen de opererer i, før den deretter kommer inn på verdsettelsesteorien. Deretter går vi inn i den strategiske analysen hvor vi tar for oss 2020 Bulkers eksterne og interne forhold ved hjelp av forskjellige analyseverktøy. Vi presenterer en SWOT analyse, PESTEL og Porters fem krefter.

Videre i oppgaven vil vi ta for oss en regnskapsanalyse. En fullstendig regnskapsanalyse gir oss god oversikt over bedriftens økonomiske situasjon og hjelper oss med å analysere bedriftens utvikling for fremtiden. I regnskapsanalysen blir det utarbeidet en lønnsomhetsanalyse, likviditetsanalyse og en analyse av bedriftens soliditet.

Vi har utarbeidet en finansiell analyse og kommet frem til et avkastningskrav på 7,82%. Dette har vi brukt i vår diskonterte kontantstrømanalyse som ga oss et kursmål på 171,24 kroner. Dagens aksjekurs for 2020 Bulkers ligger på 148 kroner (16.04.2024), som tilsvarer en kjøpsanbefaling basert på den fundamentale verdsettelsen

Videre er det også utført en relativ verdsettelse som er brukt som en pekepinn i vår verdsettelse av 2020 Bulkers. I denne delen av oppgaven har vi sett på diverse multipler til selskapet og regnet ut en aksjekurs basert på denne. Basert på den relative verdsettelsen, endte vi opp med en aksjekurs på 154,9 kroner.

Til slutt har vi lagt forskjellige vektninger på de forskjellige verdsettelsene. Vi har valgt å vektlegge den fundamentale verdsettelsen med 75% og den relative verdsettelsen med 25%. Dette har gitt oss en endelig aksjekurs på 167,16 kroner. Anbefalingen vår blir å kjøpe 2020 Bulkers aksjen.

Innholdsfortegnelse

Forord	ii
Sammendrag	iii
1. Innledning	1
1.1 Valg av oppgave	1
1.2 Problemstilling	1
1.3 Avgrensing	2
1.4 Oppbygging	2
2. Presentasjon av selskap	3
2.1 Om selskapet	3
2.2 Struktur	4
2.3 Aksjonærer	5
2.4 Utbyttestrategi	6
2.5 Mål, visjon og fremtidsutsikter	7
2.6 Skatt	7
3. Bransjen	8
3.1 Markedet	8
3.2 Baltic Dry Index	8
3.3 Konkurransesituasjonen	9
4. Verdsettelsesteori	11
4.1 Generelt	11
4.2 Fundamental verdsettelse	11
4.2.1 Egenkapitalmetoden	12
4.2.1.1 Avkastningskrav til EK	13
4.2.1.2 Risikofri rente	14
4.2.1.3 Markedsrisikopremie	14
4.2.1.4 Nåverdi av EK	15
4.2.1.5 Beta	15
4.2.2 Totalkapitalmetoden	19
4.2.2.1 Avkastningskrav til TK	19
4.2.2.2 Nåverdi av TK	20
4.3 Relativ verdsettelse	20
4.3.1 Price/Earnings (P/E ratio)	21
4.3.2 Price/Book value (P/B ratio)	21
4.4 Opsjonsbasert verdsettelse	23
4.5 Metode	23

5 Strategisk Analyse	23
5.1 PESTEL-Analyse	24
5.1.1 Politiske og legale forhold	24
5.1.2 Økonomiske forhold	25
5.1.3 Sosiokulturelle drivere.....	26
5.1.4 Teknologiske forhold.....	27
5.1.5 Miljømessige forhold	28
5.1.6 PESTEL konklusjon	29
5.2 Porters fem krefter	29
5.2.1 Rivalisering mellom konkurrenter	29
5.2.2 Fare for nyetableringer.....	31
5.2.3 Trusler fra substitutter	32
5.2.4 Kundenes forhandlingskraft	32
5.2.5 Leverandørens forhandlingskraft.....	33
5.3 SWOT.....	34
6. Regnskapsanalyse	38
6.1 Cash Breakeven og finansiering.....	38
6.2 Lønnsomhetsanalyse	39
6.2.1 Utvikling i resultatregnskapet.....	40
6.2.2 Utvikling i balanseregnskapet	41
6.2.3 Gjeld og egenkapital	42
6.2.4 Totalkapitalrentabilitet	43
6.2.5 Egenkapitalrentabilitet.....	43
6.2.6 Driftsmargin	44
6.3 Likviditetsanalyse	45
6.3.1 Likviditetsgrad 1	45
6.4 Soliditet.....	46
6.4.1 Egenkapitalprosent	46
6.4.2 Rentedekningsgrad.....	47
7. Finansiell analyse	48
7.1 Historisk Beta	48
7.2 Fundamental beta	50
7.3 Risikofri rente	52
7.4 Markedsrisikopremie	52
7.5 Kapitalverdimodellen.....	52
7.6 Gjeldskostnad.....	53

7.7 Skattekostnader	53
7.8 WACC.....	53
8. Fremtidige kontantstrømmer	54
8.1 Driftsinntekter	54
8.2 Driftskostnader	57
8.3 Fri kontantstrøm til total kapital	61
8.4 Verdsettelse ved scenario: likvidering av selskap	61
8.5 Verdiberegning	64
9. Sensitivitetsanalyse.....	65
10. Relativ verdsettelse.....	66
10.1 Price/Earnings-ratio (P/E)	67
10.2 Price/Book-ratio (P/B)	67
10.3 Price/Sale-Ratio (P/S).....	68
10.4 Enterprise value/EBITDA (EV/EBITDA)	68
10.5 Estimert aksjekurs.....	69
12. Konklusjon.....	71
13. Litteraturliste.....	72

1. Innledning

1.1 Valg av oppgave

I denne bacheloroppgaven har vi valgt å ta for oss verdsettelse av det børsnoterte shippingsselskapet 2020 Bulkera. Vi opparbeidet oss en felles interesse for verdsettelse av selskap gjennom faget finansregnskap og verdsettelse, og valget av selskap ble tatt med bakgrunn i vår interesse for den maritime næringen.

Norge har en lang og stolt historie i den maritime næringen. Vi ønsker å skrive en oppgave som kan knyttes direkte til en så viktig del av norsk næringsliv.

I en tid preget av økende global handel og trendene faktorer som miljø og bærekraft, er valget av selskapet vårt nøye gjennomtenkt. Selskapets finansielle strategi og forretningsmål, samt deres forpliktelser til å tilby bærekraftige og effektive løsninger til tørrbulkttransport og shippingindustrien fanget vår interesse, og vi ønsker derfor å dykke litt dypere i selskapet og se hva som er bak fasaden.

1.2 Problemstilling

Vår problemstilling er utarbeidet med bakgrunn i at vi ønsket å se hvordan en utbytteaksje opptrer i markedet og hvordan selskapets nullvekstmodell fungerer i praksis. Formålet med oppgaven er å gjøre en verdsettelse av selskapet 2020 Bulkera, og verdsettelsen vil bestå av en fundamental analyse som vi skal bruke til å beregne estimert aksjeverdi for selskapet per 16.04.2024. Vi vil se på eventuelle avvik av markedsverdi og den estimerte aksjeverdien vi kommer frem til i denne oppgaven, og vil bruke dette som holdepunkt for å analysere om aksjen er riktig priset, overpriset eller underpriset. Sluttkursen 16.04.2024 er 148 kr.

Problemstillingen vi har utarbeidet blir derfor:

“Hva er verdien av en 2020 Bulkera aksje per 16.04.2024”

1.3 Avgrensning

Oppgaven baserer seg på tall hentet fra tidligere regnskapsår fra 2019 frem til 2023, og baserer seg hovedsakelig på tall fra siste regnskapsår 2023, som vi har hentet ut fra årsrapporten til selskapet som kom i februar 2024.

Tørrbulkmarkedet består av veldig mange selskap. For å utføre en relativ verdsettelse kan vi ikke sammenligne 2020 Bulkers med alle selskapene i bransjen. Vi har derfor valgt å begrense 2020 Bulkers sine konkurrenter i denne oppgaven til tørrlastrederier som er børsnotert på Oslo Børs. Konkurrentene blir da Belships, Golden Ocean, Jinhui Shipping and Transportation.

1.4 Oppbygging

Oppgaven vår består i all hovedsak av fire deler hvor vi tar for oss ulike analyser for å utarbeide et svar på problemstillingen vår. Oppgaven vår starter i første del med en presentasjon av selskapet og industrien med teori. Vi beskriver hvem 2020 Bulkers er og hvordan de opererer, og hvilke metoder vi skal bruke for å gjennomføre en fullstendig verdsettelse. I andre del av oppgaven vår vil vi foreta en strategisk analyse hvor vi vil bruke diverse analyseverktøy for å finne selskapets styrker og svakheter. Deretter vil vi i del tre av oppgaven foreta en regnskapsanalyse av selskapet for å finne nøkkeltall og for å se på hvordan selskapet gjør det på papiret. I siste del av oppgaven vår starter vi på vår fundamentale analyse hvor vi blant annet skal ta for oss en finansiell analyse, sensitivitetsanalyse og verdsettelsesmetoder.

2. Presentasjon av selskap

I dette kapitlet vil vi presentere selskapets historie og eierstrukturen i selskapet. Videre vil vi gå inn på deres unike utbyttestrategi, og se på deres mål og visjoner.

2.1 Om selskapet

2020 Bulkers er et shippingselskap som er børsnotert på Oslo Børs. De inngår i shippingsegmentet "tørrlast". Selskapet ble opprettet 26. September 2017 av Tor Olav Trøim gjennom hans holdingselskap Drew Holding LTD, som er inkorporert under lovverket i Bermuda (2020 Bulkers Prospekt, 2020 s. 68). Årsaken til at selskapet ble startet var at grunnlegger Tor Olav Trøim og styreleder Magnus Halvorsen så muligheter for god avkastning innen shippingindustrien. Newcastle Max skipene 2020 Bulkers bestilte har tidligere år hatt en kostpris på ca. 170 millioner dollar, mens i 2017 da selskapet startet, var prisen nede på rundt 40 millioner. Dette var et historisk lavt tall for nybygg av disse typer fartøy. Samtidig så de at ordreboken av nye Newcastlemax fartøy hadde gått betraktelig ned, dermed mindre konkurranse. Dette gjorde at de så en god mulighet for investering selv om spesielt Magnus Halvorsen ikke hadde et spesielt forhold til shippingbransjen. Opprettelsen av selskapet ble dermed gjort kun med bakgrunn i et økonomisk perspektiv (Nordnet Norge, 2020, 1:53).

Hvordan de tjener penger

2020 Bulkers ønsker å leie ut fartøyene sine til sterke samarbeidspartnere for å sikre at de kan overholde kontraktene. Selskapet tjener penger på å leie ut skipene til selskaper som trenger bulkfrakt av varer som jernmalm, kull og korn. 2020 Bulkers leverer fartøy inkludert mannskap for frakt av varer, og opererer med kontrakter som vanligvis går over flere år. Selskapet eier seks "scrubber-fitted" Newcastlemax fartøy som er laget for tørrlast, og lasten fraktes om bord inne på lukket område på fartøyene (2020 Bulkers, u.å.). "Scrubber-fitted" refererer til at fartøyene er utstyrt med avgassrensningssystemer som filtrerer svovel ut fra eksosluften for å forhindre at svovel blåses ut i atmosfæren (Yildirim, 2021).

2020 Bulkers har i 2024 solgt to av åtte skip som de hadde, og salget av skipene ferdigstilles innen 1. Mai 2024. Frem til salget er ferdigstilt vil de være operative, og 2020 Bulkers får inntekten til skipene i denne perioden.

De gjenværende seks skipene til 2020 Bulkens er utleid. Fire til selskapet Koch og to til selskapet European Charterer. Inntjeningen til hvert skip er inntjening i forhold til capesize-ratene i markedet + en premie på dette fordi Newcastlemax skipene til 2020 Bulkens er større enn en Capesize, og frakter derfor mer. De får også en ekstra premie for scrubberne de har installert på skipene. Scrubberne gjør at bedriften som leier skipene betaler mindre for drivstoff enn ved leie av et skip uten scrubber.

Utleie av skipene er kontrakts basert. Kontraktene på fire av skipene i avtale med Koch går frem til desember 2027, og kontraktene med European Charterer løper frem til juni 2025. De kan da komme til enighet om å forlenge avtalen med de samme selskapene, eller å leie ut til andre selskaper.

Navn	Inntjening	Leietaker	Utløp kontrakt
Bulk Sandefjord	Capesize index + premie + scrubber benefit	Koch	2027 desember
Bulk Santiago	Capesize index + premie + scrubber benefit	Koch	2027 desember
Bulk Shenzhen	Capesize index + premie + scrubber benefit	Koch	2027 desember
Bulk Sydney	Capesize index + premie + scrubber benefit	Koch	2027 desember
Bulk Sao Paulo	Capesize index + premie + scrubber benefit	European charterer	2025 juni
Bulk Santos	Capesize index + premie + scrubber benefit	European charterer	2025 juni

Tabell 1 Oversikt over 2020 Bulkens sine kontrakter

(2020 Bulkens, u.å.)

2020 Bulkens sin flåte har nå en gjennomsnittsalder per skip i underkant av 5 år. Levetiden på skipene er noe varierende, men Magnus Halvorsen antar at de kan driftes i omtrent 22 år (Nordnet Norge, 2024, 16:08). Dette betyr at de kan fortsette å drifte sin flåte i omtrent 17 år uten å måtte gjøre investeringer i nye skip.

2.2 Struktur

Moderselskapet 2020 Bulkens LTD står som 100% eier av de 9 datterselskapene, et selskap til hvert skip, og selskapet "2020 Bulkens Management AS" som fungerer som en

administrasjon som leder hele 2020 Bulkere-gruppen (2020 Bulkere, 2020, s. 34). Fargekodene i figuren indikerer hvilket land selskapene ble stiftet i. 2020 Bulkere kom den 12. februar ut med en børsmelding der de informerte om at de har inngått salg av to av skipene, “Bulk Shanghai” og “Bulk Seoul”. De beholder skipene inntil salget er fullført. Salget vil bli fullført senest 01.05.2024. De har åtte skip, og vil dermed etter salget av disse to skipene ha seks operasjonelle skip. Selskapene tilhørende “Bulk Shanghai” og “Bulk Seoul” vil da naturligvis legges ned.



Figur 1 Oversikt over 2020 Bulkere sine skip - Egen tilnærming

2.3 Aksjonærer

2020 Bulkere er børsnotert på Oslo Børs. Under er en fremstilling av de 10 største aksjonærene i selskapet per 31.12.2023.

	Navn	Antall aksjer	Aksjer i %
1	MH Capital AS	1 527 026	6,68 %
2	J.P. Morgan Securities LLC (nominee)	1 500 000	6,56 %
3	Brown Brothers Harriman & Co.	1 403 480	6,14 %
4	Avanza Bank AB	1 238 475	5,42 %
5	UBS Switzerland AG	1 139 869	4,98 %
6	Clearstream Banking S.A.	805 173	3,52 %
7	DNB Luxembourg S.A.	678 882	2,97 %
8	The Bank of New York Mellon SA/NV	607 627	2,66 %
9	Citibank, N.A.	580 965	2,54 %
10	Skandinaviska Enskilda Banken AB	548 407	2,40 %
	Totalt topp 10	10 029 904	43,85 %
	Andre aksjonærer totalt	12 841 002	56,15 %
	Totalt antall aksjer	22 870 906	100,00 %

Tabell 2 Oversikt over de 10 største aksjonærene – egen tilnærming

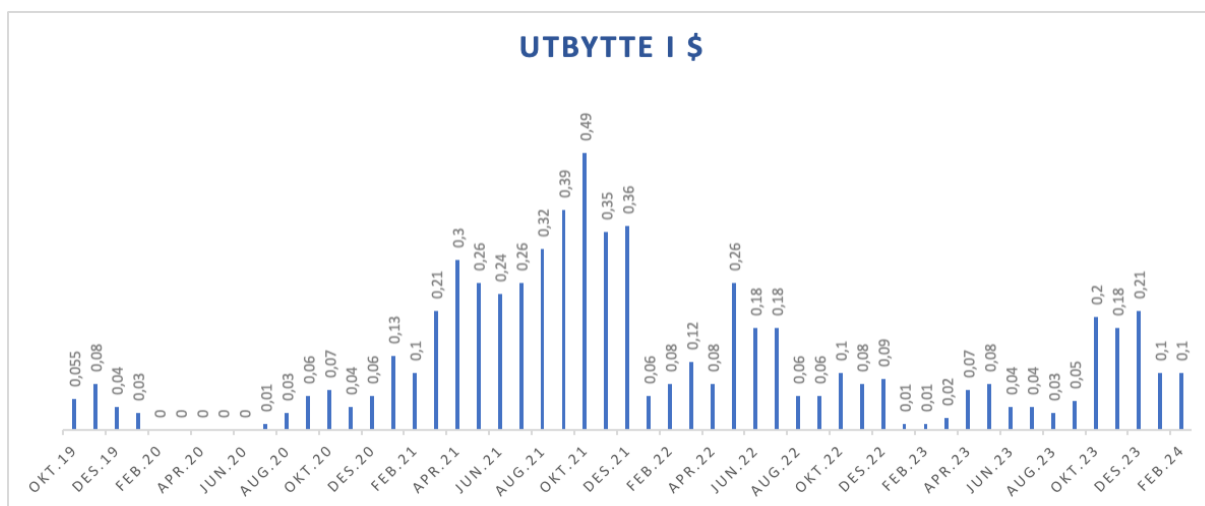
(2020 Bulkere, 2024, s. 30)

I listen over aksjonærer er det verdt å merke seg at MH Capital AS står som største aksjonær av 2020 Bulkens. MH Capital AS er styreleder, og tidligere CEO Magnus Halvorsen m/kone sitt holdingselskap.

2.4 Utbyttestrategi

2020 Bulkens sin utbyttestrategi er å utbetale mesteparten av overskuddet som månedlig utbytte til aksjonærene. Hvor mye som blir utbetalt i utbytte blir bestemt av styret, og kommer an på inntjening, markedsutsikter og mulige investeringer som dukker opp (2020 Bulkens, u.å.). 2020 Bulkens har nå betalt utbytte til aksjonærene hver eneste måned siden juli 2020. Størrelsen på utbetalt utbytte hver måned har variert fra 0,01\$ til 0,49\$ per aksje. Gjennomsnittet ligger på 0,12\$ i utbytte per aksje per måned. Selv om de ønsker å utbetale utbytte hver måned, kan vi se i tabellen under at de tok en pause på utbetaling av dividende fra februar 2020 til juni 2020. Vi har ikke funnet ut hvor det står nøyaktig hvorfor de valgte å ikke utbetale utbytte i denne perioden, men denne perioden var preget av et historisk dårlig marked for tørrlast. 2020 Bulkens var et av få, om ikke det eneste børsnoterte tørrlastrederiet som drev med profitt i denne perioden. Daværende CEO, og nåværende styreleder Magnus Halvorsen mener at årsaken til at de gjorde det bedre enn andre tørrlastrederi i denne perioden var en fornuftig balanse mellom faste og flytende rater på sine kontrakter, god kostnadsstruktur og en premium på inntjening til newcastlemax sammenlignet med capesize (Grandal, 2020).

Etter utbetalt utbytte i april 2024 har 2020 Bulkens utbetalt 120% av all innskutt kapital til aksjonærene (Nordnet Norge, 2024, 8:50). Årsaken til at de betaler månedlig utbytte er at de har god kontroll på sin kostnadsstyring, og de har ingen ambisjon om vekst, så de trenger ikke å holde av kapital til det. Månedlig utbytte er noe mange investorer setter pris på, og det skaper en viss forutsigbarhet på tilbakebetaling ved investering i aksjen.



Figur 2 Utbytte betalt per måned. Egen tilvirkning.

(2020 Bulkers, 2024)

Oversikten over viser historisk utbytte. Selskapet betaler også utbytte for mars med ex. dato 16.april. Grunnen til at vi ikke har tatt med dette i tabellen er at 2020 Bulkers i tillegg til ordinært utbytte vil betale ut et ekstraordinært utbytte. Det ordinære utbyttet er på 0,11 USD, og det ekstraordinære utbyttet er på 1,68 USD. Det ekstraordinære utbyttet ble gjort mulig i forbindelse med salget av skipene Bulk Shanghai og Bulk Seoul (2020 Bulkers, 2024).

2.5 Mål, visjon og fremtidsutsikter

2020 Bulkers mål er å skape mest mulig verdi for både kunder og aksjonærer gjennom pålitelig drift av deres moderne flåte. Visjonen til Bulkers 2020 er å “være den foretrukne leverandøren innenfor bulk transport” (2020 Bulkers, u.å.). De ønsker å maksimere aksjonærenes investeringer, og gjør dette gjennom månedlige utbetalinger av utbytte. Etter utbetaling av ekstraordinært utbytte med ex. dato 16.04.2024 har selskapet betalt tilbake 120% av kapital investert i selskapet til aksjonærene.

2.6 Skatt

2020 Bulkers LTD er inkorporert i Bermuda. Etter Bermuda-lov trenger ikke selskapet å betale skatt på inntekter eller kapitalgevinster. Selskapet har fått skriftlig bekreftelse fra finansministeren i Bermuda på at dersom det skulle skje noen endringer som skulle påvirke deres skatt i landet, vil de uansett ikke bli påvirket av dette før 31. mars, 2035 (2020

Bulkers, 2020, s. 84). Selskapet betaler kun inntektsskatt på datterselskap registrert i Norge, som står for en svært liten del av de totale inntektene til selskapet. Dette gjør at skattebidrag påvirker bedriftens resultatregnskap i særdeles liten grad.

En risiko knyttet til fremtidig skatt for selskapet er at Norge i 2018 endret sin skattelov. Den nye skatteloven sier at utenlandske selskap som har sin ledelse i Norge kan regnes som “skattemessig bosatt” i Norge. Dette kan da omfatte hele konsernet, men også datterselskapene (2020 Bulkers, 2020, s. 11). Om 2020 Bulkers skulle begynne å betale like mye skatt som normale selskaper i Norge vil dette påvirke overskuddet til 2020 Bulkers i stor grad. De vil da i mye mindre grad være konkurransedyktig på det internasjonale markedet. Dette vil gå ut over overskuddet til aksjonærene. Om 2020 Bulkers da oppjusterer sine rater for å ta igjen inntjeningen vil de oppleves som en mindre attraktiv samarbeidspartner for selskapene som leier skip for frakt.

3. Bransjen

3.1 Markedet

Tørrbulkmarkedet er en global bransje innenfor frakt av varer som jernmalm, korn, kull, tre og gjødsel over vann med skip, og spiller en avgjørende rolle i den globale handelsøkonomien. Shipping markedet er som andre markeder styrt av tilbud og etterspørsel. Skipene som blir brukt til å frakte disse varene deles inn i ulike kategorier etter størrelsen på skipene. Blant annet Capesize, Panamax, Handymax og Handysize.

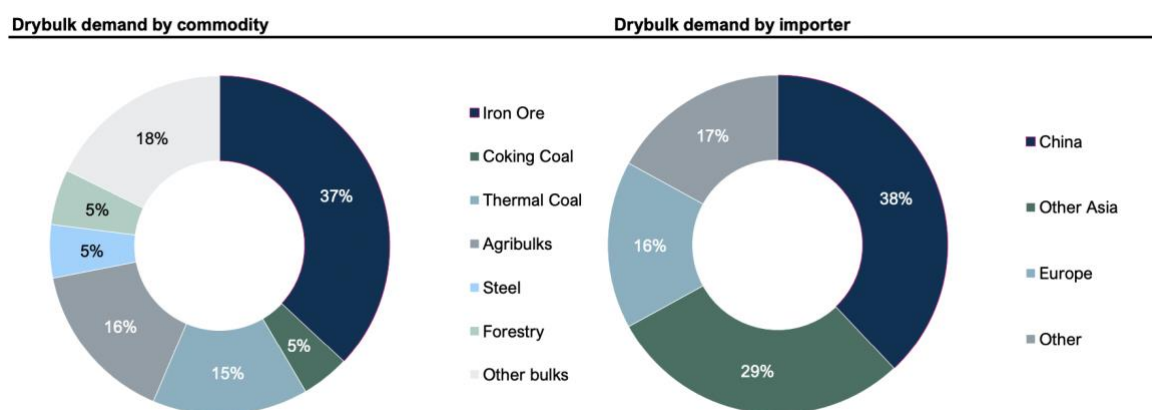
På konkurranseintensiteten i markedet ser vi på hvor mange dødvekttonn det er totalt på tilbydersiden. I andre shippingsegmenter er ordreboken høy på nye skip. Dette fører til at verftskapasiteten i Kina er lav de kommende året, så det er ikke mange tilgjengelige plasser i havn for nye skip for tørrlastrederiene. Det er også ventet mange endringer i miljøkrav til skipene som blir produsert, og rederier avventer derfor i større grad bestillinger av nye skip til nye krav er fastsatt. Disse faktorene fører til en lav vekst i tilbud de neste årene (2020 Bulkers, 2024, s. 7)

3.2 Baltic Dry Index

Inntjeningen til bedriftene i tørrbulkmarkedet blir gjort med utgangspunkt i Baltic Dry Index. Baltic Dry Index blir oppdatert en gang om dagen, og er en målestokk på hvor mye

det koster å frakte tørrvarer i over 20 av de vanligste fraktrutene for tørrvarer. Indeksen er en sammensetning av 3 underkategorier som måler fraktkostnader av disse varene ut ifra 3 ulike størrelser på skipene; Capesize (40%), Panamax (30%) og Supramax (30%) (Baltic Exchange, u.å.). Selskapene må derfor justere indeksprisen i forhold til størrelsen på skipene de opererer med.

2020 Bulkers har en flåte som består av 6 Newcastle Max skip med scrubbere. Når de ser på sin inntjening forholder de seg til capesize-indeksten, og legger til en premie på 35%. Premien kommer av størrelsen på skipet sammenlignet med capesize.



Figur 3 Etterspørsel innen tørrbulk. Fra "The simpler, the better" av Pareto Securities, 2024, Demand - healthy growth to continue, s.5.

Tabellen viser en oversikt over etterspørselen etter tørrlastvarer, og hvilke land som har størst etterspørsel etter disse varene. Vi kan se at jernmalm er den mest etterspurte varen, og Kina er det landet med størst etterspørsel etter tørrlastvarer.

3.3 Konkurransesituasjonen

Vi ønsker å sammenligne 2020 Bulkers med noen av konkurrentene deres i markedet. Vi har valgt å avgrense oss til selskaper som er børsnotert på Oslo Børs, og konkurrentene vi har valgt å sammenligne selskapet med er derfor som tidligere nevnt Belships, Golden Ocean, Jinhui Shipping and Transportation. Vi skal se på hvordan selskapene presterer i forhold til 2020 Bulkers, og sammenligne selskapene i den finansielle analysen.

3.4 Varene som blir transportert

2020 Bulkere har flere ulike typer tørrvarer de kan frakte. Tørrvarene deles inn i de to hovedkategoriene store bulker og mindre bulker. Store bulker består av jernmalm, kull og korn som sammen utgjør 67% av all tørrvarehandel i verden (Clarksons, u.å.). Mindre bulkgrupper er for eksempel sement, gjødsel og skrapmetaller. Vi vil gå litt mer inn på jernmalm, kull og korn for å få en bedre forståelse av hva det er 2020 Bulkere frakter, og hva som kan påvirke tilbud og etterspørsel etter disse varene. Etterspørselen etter disse varene er det som styrer capesize ratene.

Jernmalm

Jernmalm er steiner og mineraler som gjennom ulike prosesser kan bli utviklet til jern. Etter omgjøring til jern blir denne ressursen brukt til bygging av svært mye av det vi har rundt oss. Det blir blant annet brukt til det meste av infrastruktur, husholdningsapparater, transportmidler, oljerigger osv. (BHP, u.å.) Transport av jernmalm blir sterkt påvirket av GDP, altså økonomisk aktivitet i verden. Gode tider for verdensøkonomien fører til økt etterspørsel for frakt av jernmalm, da man i gode tider bygger mer infrastruktur. De største produsentene av jernmalm i verden i 2023 rangert var Australia, Brasil og Kina (Jaganmohan, 2024).

Kull

Kull er brennbare bergarter med høyt innhold av karbon. Kull blir brukt som fossilt brensel og er en viktig del av energiproduksjonen til industri, transport og husholdninger (Manum, Eide & Rosvold, 2020). Dette er en vare det er stor etterspørsel etter verden over, men etterspørselen etter varen blir truet av nye alternative energikilder.

Korn

Korn er varer som dyrkes for frøenes skyld, og er en kilde til mat og dyrefor. De største kornvarene er mais, ris og hvete (Svihus, 2020). Etterspørselen etter korn i verden er drevet av befolkningsvekst, GDP og kostholds mønstre. Tilbudssiden er styrt av etterspørselen i markedet, og klima som påvirker hvor bra forholdene er for produksjon av korn.

4. Verdsettelsesteori

4.1 Generelt

Hensikten med en verdsettelse er å estimere verdien av et selskap for å anta hvor mye det er verdt i et marked. Det finnes veldig mange ulike modeller man kan bruke for verdsettelse av selskapet. Kompleksiteten til disse modellene varierer, men det er mye som går igjen og man kan generelt sett klassifisere disse modellene inn i tre ulike fremgangsmåter for verdsettelse; fundamental verdsettelse, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse (Damodaran, 2012, s. 11).

Alle disse metodene kan sammenlignes med hverandre og fungere som støtte til hverandre. Valg av fremgangsmåte for verdsettelse av et selskap avhenger av hvor selskapet er i livssyklusen og hvilken bransje selskapet opererer i. I denne delen av oppgaven vil vi gå inn på fordeler og ulemper med de ulike metodene, og gå inn på hvilken verdsettelsesmetode vi vil bruke i denne oppgaven for å få en mest mulig nøyaktig verdsettelse av 2020 Bulkens.

4.2 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse går ut på å bruke den såkalte “discounted cash flow valuation” metoden. Det er relativ verdsettelse som oftest blir benyttet i den virkelige verden, men både den og opsjonsbasert verdsettelse bygger videre på den fundamentale verdsettelsen (Damodaran, 2012, s. 11). Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i nåverdiregelen, hvor verdien av enhver eiendel er nåverdien av forventet fremtidig kontantstrøm. Vi diskonterer ned fremtidig kontantstrøm med avkastningskravet for å prise inn risikoen som er forbundet med kontantstrømmen. For utregning av discounted cash flow benytter vi følgende formel:

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

Formel 1 DCF

$NPV =$ Nåverdi

$n =$ Levetid

$t =$ Tid

$CF_t =$ Kontantstrøm i periode t

$r =$ Avkastningskrav

(Damodaran, 2012, s.12)

Det er to metoder vi tar i bruk når vi foretar en fundamental verdsettelse av en virksomhet. Disse heter egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden og disse to skal vi nå gå nærmere inn på.

4.2.1 Egenkapitalmetoden

Når vi anvender egenkapitalmetoden til verdsettelse av et selskap, bruker vi fri kontantstrømmodellen for å finne ut hvor mye kontantstrøm som er disponibel for eierne av selskapet. For fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, neddiskonterer vi kontantstrømmene med et avkastningskrav. Vi regner ut fri kontantstrøm med å benytte utregningen som vist under.

Årsresultat
+ Avskrivninger
- Investeringer
± Endring i arbeidskapital
± Endring i gjeld
= Kontantstrøm til Egenkapital

Tabell 3 Fri kontantstrøm til egenkapital

4.2.1.1 Avkastningskrav til EK

Når en investor investerer i et selskap, investerer de med forventningen om å få en avkastning på sin innskutte kapital. Investorene krever en premie for den risikoen de tar ved å investere i selskapet, kalt markedsrisikopremie, på toppen av den risikofrie renten (Damodaran, 2012, s. 182). Avkastningskravet til egenkapitalen er derfor det kravet investorer krever å få tilbake fra en investering av sin egenkapital i selskapet (Damodaran, 2012, s.183). Det er også derfor vi bruker avkastningskravet til egenkapitalen for å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer for å finne nåverdien av dem.

For å regne ut avkastningskravet til egenkapitalen, bruker vi kapitalverdimodellen, også kjent som CAPM. CAPM er en modell som består av 3 komponenter og i CAPM inngår risikofri rente, beta og markedsrisikopremie. Den risikofrie renten er en rente på en investering man kan foreta uten å ta på seg noe som helst form av risiko, som oftest i form av statsobligasjoner. Beta er den systematiske risikoen i markedet som ikke kan diversifiseres bort og kan for eksempel være makroøkonomiske hendelser og/eller finanskriser. Markedsrisikopremien er den ekstra belønningen man får for å investere i selskapet som skal speile risikoen man tar for å investere i markedet. Etersom risikofri rente og markedsrisikopremie allerede er kjent, er det kun en variabel vi trenger selskapet til å finne ut av, og den variabelen kan man regne ut ganske enkelt med offentlig informasjon. Av denne grunn mener også Damodaran at CAPM er den enkleste modellen vi kan bruke for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 77). Formel for CAPM er som følger:

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

Formel 2 CAPM

r_e = Avkastning til egenkapital

r_f = Risikofri rente

β_i = Beta

$(r_m - r_f)$ = Markedsrisikopremie

(Damodaran, 2012, s. 68)

4.2.1.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den renten vi anser at ikke har noen investeringsrisiko. Denne renten er ofte målt ut fra obligasjoner utstedt av staten eller lån gitt av land fordi slike obligasjoner anses å være uten risiko. Ifølge PwC er det den 10 årige statsobligasjonen som blir mest benyttet for å anslå den risikofrie renten i det norske markedet (PricewaterhouseCoopers & Norske Finansanalytikerens Forening, 2021, s. 7). For at en rente skal være risikofri, stilles det som regel to krav.

Det første kravet for at en investering skal være risikofri er at den kan kun være risikofri hvis det ikke er knyttet noen form for risiko til investeringen. Årsaken til at vi kun anser statlige obligasjoner som risikofrie, og ikke investeringer i private selskaper, er at staten vanligvis kontrollerer trykningen av pengene og mengden penger som er i omløp i samfunnet (Damodaran s. 154).

Det andre kravet for at en investering skal være risikofri er at det ikke kan være reinvesteringsrisiko knyttet til investeringen. For at en investering skal ha en faktisk avkastning lik forventet avkastning, kan det ikke være en reinvesteringsrisiko (Damodaran s. 155). Reinvesteringsrisiko viser til risikoen for at en investor ikke kan reinvestere pengene sine til samme rente investoren tidligere hadde. Når en investor investerer i noe med risikofri rente, er det forventet at de kan reinvestere kontantstrømmen sin til samme risikofrie rente (Fernando, 2024).

4.2.1.3 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremie er den forventede meravkastningen en investor forventer i tillegg til den risikofrie renten for å foreta seg en investering med høyere risiko. For å finne risikopremien i markedet, kan vi ta i bruk historiske risikopremier. Ved å se på tidligere faktiske avkastninger over en lengre periode i markedet kan vi estimere en verdi på hva risikopremien sannsynligvis vil ligge rundt (Damodaran, s. 161).

Når vi finner forventet avkastning i markedet ved å se på historiske tall, trekker vi fra risikofri rente for å finne risikopremien. Formelen for markedsrisikopremie vil derfor bli som vist i Formel 2.

4.2.1.4 Nåverdi av EK

Nåverdien av egenkapitalen forteller oss verdien til en fremtidig kontantstrøm i nåtid. For å finne nåverdien av en fremtidig kontantstrøm neddiskonterer vi den fremtidige kontantstrømmen med egenkapitalavkastningskravet. Vi bruker formel nedenfor for utregning.

$$\text{Value of equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to equity}_t}{(1 + k_e)^t}$$

Formel 3 Egenkapitalavkastningskravet

t = Tid

n = Perioder

$CF \text{ to equity}_t$ = Forventet kontantstrøm i periode t

k_e = Egenkapitalavkastningskravet

(Damodaran, 2012, s. 13)

4.2.1.5 Beta

Beta er en form for mål på markedsrisiko som forteller oss hvordan en aksje eller portefølje beveger seg i forhold til markedet. Innenfor markedsrisiko har vi både systematisk og usystematisk risiko, og betaen betegner den systematiske risikoen. Betaen til en investering er den risikoen investeringen legger til i porteføljen. En beta på 1 eller mindre forteller oss at aksjen eller porteføljen beveger seg i takt med markedet eller har mindre svingninger enn markedet, mens en beta på større enn 1 forteller oss at aksjen har større svingninger enn markedet. Hvis betaen er negativ, betyr det at aksjen beveger seg i motsatt retning av det markedet gjør. Det er tre måter å beregne beta på: historisk beta, fundamental beta og "accounting beta". Accounting beta velger vi å ikke bruke i denne oppgaven, så vi vil herfra ikke skrive noe mer om det (Kenton, 2024).

Beta kan beregnes ved å se på kovariansen mellom aksjeavkastningen og markedsavkastningen delt på variansen i markedet. Formel for beta er vist under.

$$Beta = \frac{Covarians (r_e, r_m)}{Varians (r_m)}$$

Formel 4 Beta

(Damodaran, 2012, s. 67)

Historisk beta

Når vi regner historisk beta ser vi på regresjonen av avkastning på en investering mot avkastningen på en markedsindeks. Ved å se på historisk avkastning er det lett å se på selskapet opp mot en indeks i et marked de kan sammenlignes med. Man kan da se på et valgt tidsrom for å se på aksjens samvariasjon med markedet i en gitt periode (Damodaran, 2012, s. 183).

For å gjøre dette bruker vi følgende formel.

$$R_j = a + b R_m$$

Formel 5 Historisk beta

a = Skjæringspunkt

b = Helningen på regresjonslinjen = Kovarians (R_j, R_m)/ σ^2_m

R_m = Markedsavkastning

R_j = Avkastning

(Damodaran, 2012, s. 183)

Service Beta

En vanlig måte å finne betaer for selskap på er å se på analyser gjort av selskap som estimerer verdier, for eksempel Merrill Lynch, Morningstar eller Bloomberg. Disse selskapene regner regresjonsbetaen, før de så justerer den for å best mulig estimere deres syn på fremtidsrisiko for selskapet. Bloomberg sin metode er gitt ved formel under.

$$\text{Justert beta} = \text{Råbeta} (0,67) + 1(0,33)$$

Formel 6 Bloomberg beta

(Damodaran, 2012, s. 187)

Fundamental beta

For å beregne fundamental beta ser vi på de fundamentale faktorene som påvirker selskapets risiko uten å se på bevegelsene i markedet. I motsetning til historisk beta, som ser på hva som faktisk har skjedd i markedet som prisbevegelser og adferd, velger man i fundamental beta å analysere faktorene som påvirker selskapets ytelse og risiko. Faktorene som inngår i fundamental beta er hvilke markeder bedriften opererer i, faste- og variable kostnader og gjeldsgrad. Dette er det som kalles bottom-up beregningen av fundamental beta. Årsaken til at vi må vite hvilke markeder bedriften opererer i er om kunden er avhengig av produktene bedriften selger eller ikke. Hvis kunden ikke er avhengig av produktene bedriften selger og kan avvente med å kjøpe produktet vil betaen til bedriften være høyere. Et eksempel på dette kan for eksempel være en bedrift som selger eksklusive varer mot dagligvarehandel. Dagligvarehandelen som selger livsnødvendige produkter, vil ha en lavere beta enn selskapet som varene sine basert på eksklusivitet. Deretter vil en bedrift med høyere faste kostnader ha høyere beta enn en bedrift med lavere faste kostnader, fordi det blir dyrt å operere bedriften i nedgangstider, samtidig som det blir veldig lønnsomt i oppgangstider. Til slutt vil en høyere gjeldsgrad også gi en bedrift høyere beta fordi bedriften blir mer volatil enn markedet bedriften opererer i (Damodaran, 2012, s. 193-195).

Bottom-up beta beregningen inneholder både unlevered og levered beta. Forskjellen på unlevered og levered beta er at levered beta tar med gjeldsgraden til selskapet, mens unlevered beta ikke er påvirket av gjeld. I bottom-up beregningen regner vi først ut unlevered beta og for å gjøre dette trenger vi å vite hvilken bransje bedriften opererer i. Når vi har analysert selskapene i markedene bedriften opererer i regner vi ut et estimat på unlevered beta på følgende måte.

$$Unlevered\ beta_{\square} = \frac{Beta_{Comparable\ firms}}{[1 + (1 - t)(D/E\ Ratio_{Comparable\ firms})]}$$

Formel 7 Unlevered beta

$Beta_{Comparable\ firms}$ = Sammenlignbare selskaper

$D/E\ Ratio_{Comparable\ firms}$ = Gjeldsgrad til sammenlignbare selskaper

(Damodaran s. 197)

Deretter finner vi vektningen av unlevered betaen av markedene i selskapet. Denne vektningen kalles bottom-up unlevered beta. Formel for bottom-up unlevered beta er som følger.

Unlevered beta_{firm}

$$= \sum_{j=1}^{j=k} \square (Unlevered\ beta_j \times Value\ weight_j)$$

Formel 8 Bottom-up unlevered beta

(Damodaran, 2012, s. 197)

Når vi har funnet bottom-up unlevered beta, kan vi bruke den til å finne bottom-up levered beta som inneholder gjeldsgraden. Formel for Bottom-up levered beta er som følger.

$$Levered\ beta = Unlevered\ beta [1 + (1 - t)(D/E)]$$

Formel 9 Levered beta

(Damodaran, 2012, s. 195)

4.2.2 Totalkapitalmetoden

Når vi anvender totalkapitalmetoden til verdsettelse av et selskap, beregner vi kontantstrømmen til totalkapitalen og ser på verdien av hele selskapet. Fri kontantstrøm til totalkapitalen er summen av kontantstrømmene til interessentene til selskapet vi verdsetter, som også inkluderer aksjonærer, obligasjoner og foretrukne aksjonærer (Damodaran, 2012, 380). Ved å bruke totalkapitalmetoden for å verdsette et selskap, inkluderer man gjeld i beregningene i motsetning til egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden kan derfor gi oss et bedre estimat på selskapets faktiske verdi. Utrekningen av fri kontantstrøm til totalkapitalen kan gjøres som følger:

EBIT
- Skatt
+ Avskrivninger
- Investeringer
± Endring i arbeidskapital
= Kontantstrøm til totalkapital

Tabell 4 kontantstrøm til totalkapital

4.2.2.1 Avkastningskrav til TK

Avkastningskravet til totalkapital blir benyttet for å neddiskontere kontantstrømmer for å finne den totale verdien av selskapet. I totalkapitalmetoden bruker vi “weighted average cost of capital” for å finne avkastningskravet, også kalt WACC. Med andre ord er WACC et vektet gjennomsnitt av selskapets egenkapitalkostnad og gjeld. Et selskap kan finansieres med både gjeld og egenkapital, og det er derfor vi bruker WACC som avkastningskrav når vi skal neddiskontere kontantstrømmer i totalkapitalmetoden. For å finne avkastningskravet bruker vi formelen for WACC som vist under.

$$WACC = r_E * \frac{E}{E + D} + r_D * \frac{D}{E + D} * (1 - t)$$

Formel 10 WACC

r_E = Egenkapitalkostnad

r_D = Gjeldskostnad

E = Markedsverdi av egenkapital

D = Markedsverdi av gjeld

$E + D$ = Markedsverdi av total kapital

t = Skattesats

(Damodaran, 2012, s. 14)

4.2.2.2 Nåverdi av TK

Nåverdi av total kapital regnes ut på samme måte som egenkapital som forklart i kapittel 4.2.1.4, men vi bytter ut avkastningskravet til egenkapital med WACC. Formelen for nåverdi av total kapital vil derfor bli som vist under.

$$Value\ of\ TK = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF\ to\ TK_t}{(1 + WACC)^t}$$

Formel 11 Nåverdi av total kapital

$CF\ to\ TK_t$ = Forventet kontantstrøm til total kapital

$WACC$ = Avkastningskrav til total kapital

t = Tid

n = Perioder

(Damodaran, 2012, s. 14)

4.3 Relativ verdsettelse

Målet med en relativ verdsettelse er å sammenligne aktiva basert på hvordan sammenlignbare aktiva er priset i markedet. Dette gjør vi ved å sammenligne nøkkeltall/multipler av inntekter, bokverdier og salg. Når man har funnet multiplene man ønsker å bruke må man finne lignende selskaper i samme bransje og sammenligne tallene med dem. Det kan ofte være en utfordring å finne sammenlignbare selskaper fordi ingen

selskaper er identiske og det kan være forskjeller på risiko, vekstpotensialet og kontantstrømmer innenfor samme bransje (Damodaran, 2012, s. 453).

En relativ verdsettelse krever mindre forarbeid, og er enklere å forstå enn en fundamental verdsettelse. En relativ verdsettelse gir normalt en høyere markedspris enn DCF. En relativ verdsettelse tar ikke hensyn til risiko, vekst eller kontantstrøm potensial. Det er derfor lurt å se på relativ verdsettelse sammen med DCF for å få en mer helhetlig forståelse av selskapet man verdsetter (Damodaran, 2012, s. 454). I en relativ verdsettelse kan man blant annet se på multiplene P/E ratio, P/B ratio, P/S ratio og EV/EBITDA. Disse skal vi se nærmere på nå.

4.3.1 Price/Earnings (P/E ratio)

P/E multiplenum er den mest brukte på verdensbasis, men samtidig den mest misforståtte fordi finansielle fundamentene ofte er ignorert (Damodaran, 2012, s. 468). P/E står for "Price/Earnings" og er forholdet mellom markedsprisen på aksjen og resultat per aksje i en gitt periode. Multiplenum gir en forståelse for hvor mye en må betale for inntjeningen til selskapet og P/E kan derfor svare på om aksjen til et selskap er overvurdert eller undervurdert i forhold til andre selskaper i markedet. Formel for P/E multiplenum er som vist under.

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

Formel 12 P/E-ratio

(Damodaran, 2012, s. 468)

4.3.2 Price/Book value (P/B ratio)

P/B ratio betyr "price to book" ratio og man finner dette ved å dele markedsverdien per aksje på bokverdien av egenkapital per aksje (Damodaran, 2012, s. 512). P/B multiplenum forteller oss hva markedet verdsetter aksjen til i forhold til hva den er bokført til. Vi kan sammenligne P/B multiplenum med andre selskaper for å se om aksjen er overvurdert eller undervurdert i markedet. Det positive med P/B multiplenum i motsetning til P/E multiplenum er at selv selskaper med negativt overskudd kan bli vurdert ved bruk av den (Damodaran, 2012, s. 511). Formel for P/B multiplenum er som vist under.

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Bokverdi per aksje}}$$

Formel 13 P/B-ratio

(Damodaran, 2012, s. 512)

4.3.2 Price/Sale (P/S)

P/S multipelen beregner verdien av egenkapitalen basert på inntekten den frembringer (Damodaran, 2012, s. 542). P/S multipelen kan beregnes ved å ta markedsverdien av egenkapitalen dividert med driftsinntektene. Dette forholdet gir oss en formening om hvor stor verdi aksjen har for en investor ved å se på hvor mye egenkapital et selskap trenger for å frembringe mer i inntekt. Fordelen med P/S multipelen er at den kan brukes for de aller fleste selskap, man måler kun på inntekten som er vanskelig å manipulere og den er mindre volatil enn andre multipler som gjør at den er mindre sannsynlig til å bli påvirket av svingninger (Damodaran, 2012, s. 542). Formel for P/S multipelen er som vist under.

$$P/S = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 14 P/S ratio

(Damodaran, 2012, s. 543)

4.3.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA er "Enterprise value" delt på EBITDA, som også kan defineres som driftsresultat. EV/EBITDA multipelen gir oss et forhold mellom den totale verdien av selskapet dividert på driftsresultatet selskapet leverer, som gir oss den totale markedsverdien av selskapet. I motsetning til andre multipler som P/E og P/B, så viser EV/EBITDA hele verdien av selskapet. Det finnes flere fordeler for å bruke denne multipelen, ifølge Damodaran. Det finnes det mye færre selskaper med negativ EBITDA enn selskaper med negativt overskudd per aksje, forskjeller i avskrivningsmetoder som kan påvirke driftsinntekter og netto inntekter og til slutt er denne multipelen lettere å sammenligne enn andre multipler mellom selskapene med forskjellig form for finansiering. Formelen for EV/EBITDA er som vist under.

$$\text{Enterprise Multipl} = \frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Verdien av selskapet}}{EBITDA}$$

Formel 15 EV/EBITDA

(Damodaran, 2012, s. 501)

4.4 Opsjonsbasert verdsettelse

Den tredje måten å verdsette et selskap på, kan gjennomføres ved bruk av en opsjonsbasert verdsettelse. En opsjonsbasert verdsettelse går ut på å verdsette et selskap basert på opsjoner. En opsjon er en rett for å kjøpe eller selge en aksje på et gitt tidspunkt til en gitt pris. En opsjon er kun en rett til å kjøpe eller selge aksjen, altså eieren av opsjon plikter ikke å gjennomføre handelen (Damodaran, 2012, s. 87). Disse opsjonene kalles put- og call opsjoner. I vår analyse av 2020 Bulkers velger vi å ikke benytte opsjonsbasert verdsettelse.

4.5 Metode

I vår verdsettelse av 2020 Bulkers vil vi gjennomføre både en fundamental og en relativ verdsettelse av aksjen, men ha overvekt på den fundamentale verdsettelsen. Vi ønsker å verdsette 2020 Bulkers med en fundamental verdsettelse fordi vi ønsker å se på selskapets verdi som helhet, og ikke kun basert på markedsverdi. Vi kommer også til å bruke den relative verdsettelsen som en pekepinn i vår verdsettelse for å få et mer nøyaktig sluttresultat.

5 Strategisk Analyse

I denne delen skal vi se nærmere på 2020 Bulkers' nåværende og mulige fremtidige strategiske posisjon i markedet. Den strategiske analysen starter med en PESTEL-analyse, hvor vi ser på eksterne faktorer som påvirker selskapets drift, altså en analyse av markedet de opererer i. Etter dette ser vi på Porters fem krefter for å se hvor attraktivt tørrbulk shipping markedet er, og avslutter med en SWOT analyse for å se på 2020 Bulkers sin posisjon i markedet. Vi bruker også SWOT-analysen til å oppsummere viktige funn gjort i PESTEL og porters fem krefter.

5.1 PESTEL-Analyse

PESTEL analyse inneholder seks faktorer i miljøet rundt bedriften som kan bidra til å identifisere hvilke makroøkonomiske forhold som kan påvirke bedriften. Disse faktorene er politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold. Ved å se på faktorene i denne listen analyserer vi både økonomiske faktorer i markedet, men like mye faktorer utenfor markedet som påvirker bedriften (Whittington et al., 2019, s. 36).

5.1.1 Politiske og legale forhold

Politiske og legale forhold i PESTEL-analyse omfatter rollen staten har, samt andre politiske faktorer som påvirker makromiljøet til bedriftene (Whittington et al., 2019, s. 39). Bedrifter må hele tiden forholde seg til de lover som gjelder der de opererer. Lover og regler kan bli endret, så det er viktig for bedrifter å tilpasse seg disse endringene som skjer over tid (Whittington et al., 2019, s. 47).

2020 Bulkers er inkorporert i Bermuda som ikke har noen selskapsskatt. Det er ingen foreløpig trussel om at dette vil bli endret med det første, og som skrevet tidligere har de fått en skriftlig garanti fra finansministeren i landet at om det skulle skje noen endringer, vil de uansett ikke måtte betale skatt før 31. mars 2035. Skatterisikoen nå ligger hovedsakelig i om Norge mener selskapet må betale skatt etter ny skattelov i 2018, som sier at utenlandske selskaper med sin ledelse i Norge kan bli skattepliktig til Norge.

Tørrlastshipping er i høyeste grad et internasjonalt marked, som vil si at aktører kan bli påvirket av statens involvering i mange ulike land, men også av IMO sine reguleringer. IMO er den internasjonale sjøfartsorganisasjonen, som er en av De forente nasjoner (FN) sine særorganisasjoner.

Store deler av tørrbulkindustrien foregår ved handel mellom Kina, Australia og Brasil. Når en så stor andel av handel i industrien foregår mellom så få land, kan tilbud og etterspørsel bli påvirket i stor grad av statlige reguleringer. Med tanke på at Kina alene står for omtrent halvparten av all import i industrien, er markedet avhengig av økonomisk vekst i Kina for gode rater. Kina har de siste tiårene hatt gode år med tanke på GDP vekst, og behovet for tørrvarer har derfor vært stort. Dersom regjeringen i Kina strammer inn mye på lover, vil dette gå hardt ut over tørrlastrederiene.

Tariffer

2020 Bulkers er også eksponert mot lands individuelle tariffavtaler for eksport og import. Innføring av høyere eksport- og importtrater vil føre til høyere kostnader for selskapene som leier skipene. En slik økning vil øke statens inntjening, og senke produsent- og forbrukeroverskudd. Dette kan føre til lavere konsum av tørrvarer, som vil påvirke fraktratene i en negativ retning.

Konflikter

Verden er også for tiden preget av politisk uro og konflikter mellom mange land. Dette kan føre til at land bryter handelsavtaler med hverandre. Vi har også konflikter i Midtøsten som kan påvirke fraktruter. Blant annet har man Houthi-opprørerne i Jemen som gjør det vanskeligere for selskapene å frakte varer via Suezkanalen. Dersom dette forverrer seg over tid kan denne ruten bli stengt, og man må derfor kjøre en mye lengre rute rundt Afrika til enkelte destinasjoner.

Også invasjonen Russland hadde i Ukraina påvirket bransjen noe. Ukraina eksporterer blant annet korn og jernmalm. Etter invasjonen fra Russland har volumet av eksport av tørrvarer vært veldig volatilt (Kolishnichenko, 2024). Selv om Ukraina ikke er en av de største eksportørene i markedet, vil det ha noe innvirkning på etterspørselen for tørrlastrederiene.

Dersom land med større involvering i import og eksport av tørrbulk kommer i konflikt med hverandre, kan dette påvirke handelsavtaler, og dermed ratene i markedet.

5.1.2 Økonomiske forhold

Makromiljøet til bedriften blir også påvirket av makroøkonomiske faktorer som valutakurs, renteendringer og generelle svingninger i økonomien verden over. Det er viktig for en bedrift å kunne se hvordan endringer i makroøkonomien påvirker markedet de opererer i (Whittington et al., 2019, s. 40).

Vi kan nok kalle tørrlastindustrien “en slave til makroøkonomien”. Fraktratene, og derfor selskapenes inntjening, er avhengig av den generelle aktiviteten i verdensøkonomien. Det er utrolig mange faktorer i verdens makroøkonomi som påvirker tørrbulkmarkedet, og

selskapene som opererer i det markedet, både på tilbuds- og etterspørselssiden. For eksempel vil høye renter og fulle havner føre til en lavere ordrebok og motsatt. På etterspørselssiden har du faktorer som endringer i BNP verden over, og handelsavtaler mellom land som kan påvirke fraktrater i positiv og negativ retning.

Som Magnus Halvorsen har sagt selv:

If you ask me what the rates will be next year I will never give you a prediction on that, because there are way too many variables and I think ten out of ten analysts probably get it wrong over time (Nordnet Norge, 2023, 6:37).

Du har også andre faktorer som direkte påvirker driftskostnadene til bedriften. For eksempel vil et høyere prisnivå på olje ha en korrelasjon med høyere prisnivå for drivstoff som blir brukt til skipene.

Selskapet sine driftsinntekter og driftskostnader foretas i USD, men de betaler mesteparten av sine generelle og administrative utgifter i NOK (2020 Bulkens, 2024, s. 8). Dette gjør at de er noe utsatt for valutasvingninger, og må vurdere om de i fremtiden skal motvirke dette ved å ta i bruk valutabytteavtaler.

5.1.3 Sosiokulturelle drivere

Sosiokulturelle drivere som demografi, distribusjon, geografi og kultur i makromiljøet kan påvirke bedriftenes tilbud og etterspørsel. De kan også være med å forme innovasjonsevnen og effektiviteten til en bedrift (Whittington et al., 2019, s. 41).

Befolkningsvekst og økonomisk aktivitet

Tørrlastmarkedet blir påvirket av befolkningsvekst og internasjonal GDP. En økning i disse to vil sammen føre til en økt økonomisk aktivitet i verden, som vil øke etterspørselen etter varene som blir fraktet av tørrlastrederiene. Ifølge FN vil befolkningsveksten fortsette og andelen av mennesker i jobbalder øke de neste tiårene. De tror også at verden vil urbaniseres enda mer. I 2021 bodde rundt 56% av verdens befolkning i byer, noe de spår vil øke til 68% innen 2050 (De forente nasjoner, 2023). Urbanisering fører ofte til mer effektive økonomier. Ser man kun på disse faktorene peker alt på at etterspørselen i tørrlastindustrien vil fortsette å øke i flere tiår fremover.

Man har også fremvoksende markeder i mange land, som i fremtiden kan føre til høyere produksjon og etterspørsel etter tørrlast. Du har for eksempel India som har tatt over som landet med flest innbyggere i hele verden. Dette gjør at også økonomien deres vokser, og kan på sikt være et land som kan sammenlignes med Kina som en stor spiller i verdensøkonomien.

Tonn-mil

Magnus Halvorsen peker også på at tonn-mil er et viktig mål i shippingindustrien (Nordnet Norge, 2024, 20:29). Tonn-mil er hvor mange tonn som fraktes per mil. Lengre befraktningsruter vil føre til en høyere inntjening, og økt etterspørsel i markedet. Kina produserer en del tørrvarer selv, men for å dekke deres nasjonale behov må de også importere varer. Da er det stor forskjell på om de importerer fra for eksempel Indonesia enn Brasil grunnet distanse. For eksempel vil problematikken ved produksjon av tørrvarer i Indonesia føre til at andre land tar over produksjonen. Da vil ratene bli høyere ved lengre ruter, grunnet økt etterspørsel etter skip fordi de bruker mye lengre tid på å frakte x antall tonn med varer. Kina utvinner mye jernmalm selv, men vi kan se at produksjonen har gått ned betraktelig. Fra 2021 til 2023 gikk utvinningen av jernmalm ned med 29% (Textor, 2024). Dette skaper muligheter i shippingindustrien, og det vil ha en positiv effekt på ratene i markedet om denne trenden fortsetter.

5.1.4 Teknologiske forhold

Utvikling i teknologi er noe som påvirker de aller fleste bedrifter. Nye teknologier kan åpne opp for muligheter for mange, men kan også skape utfordrende situasjoner for andre som ikke henger like mye med, eller som får en helt ny realitet av hva industrien deres må gjøre for å konkurrere i markedet. Her er det viktig for bedrifter å henge med for å holde seg konkurransedyktige (Whittington et al., 2019, s. 43).

Scrubber

2020 Bulkere har blant annet scrubber på alle skipene de eier. Scrubber er systemer for å begrense utslipp av forurenset luft. Scrubber fungerer ved at systemet fjerner CO₂ og SO₂ fra eksosen ved å føre gassene gjennom en tynn stråle av sjøvann. 2020 Bulkere har scrubber på skipet sitt mest av økonomiske årsaker etter som de kvalifiserer seg til en såkalt scrubber-premie ved å benytte disse på skipene sine. Det gjør også at 2020 Bulkere

kan fortsette å kjøre skipene sine på billig bunkersolje som inneholder mye svovel (Kvale, 2020).

Miljøvennlig innovasjon

I shippingindustrien er selskapene avhengig av å bestille mer moderne skip i årene som kommer. Hovedårsaken til dette er miljøfremmende innovasjoner som er veldig i vinden for tiden. Nye regler og lovkrav fører til at selskaper med utdaterte skip er dyrere i drift, eller i verste fall over tid ikke får lov til å fortsette sin drift grunnet høy forurensning sammenlignet med nyere skip. Innovasjon innen materialhåndtering fører til mer effektiv og miljøvennlig håndtering av tørrvarene som blir fraktet. Vi vil komme tilbake til dette i neste delkapittel der vi vil se på miljømessige forhold.

Digitale verktøy

Viktigheten av digitale fremskritt innen dataanalyse er også høy for å få en god innsikt i markedet, og for å ta gode strategiske og økonomiske valg ut ifra analysene. Selskapene ønsker alltid å ha bedre innsikt enn sine konkurrenter for å kunne foreta bedre beslutninger. Gode digitale verktøy hjelper bedriftene å effektivisere sin drift, og kunstig intelligens (AI) som erstatter menneskelig arbeidskraft vil hjelpe selskapet å holde administrative kostnader lave.

Disse gode analysene kan også brukes til å få innsikt i markedsutsiktene, og bedre spå fremtidige fraktrater som hjelper ledelsen å avgjøre om de skal holde seg på spotrater eller bytte over til låste rater.

5.1.5 Miljømessige forhold

Vi lever i en verden der fokus på grønn omstilling har blitt viktig i mange bransjer. Dette kan føre til nye muligheter for bedrifter, men kan også føre til ekstra kostnader (Whittington et al., 2019, s. 46).

På det internasjonale shippingmarkedet er det den internasjonale maritime organisasjonen (IMO) som utvikler et regulatorisk rammeverk for sikkerhet, og utslipp av forurensende stoffer i sjøen og atmosfæren. IMO er en spesialisert underorganisasjon av FN (International Maritime Organization, 2019). Planen deres innebærer et netto nullutslipp

for shipping innen 2050. For å nå dette målet kommer de stadig med nye reguleringer som selskapene som opererer i shippingbransjen må tilpasse seg disse.

2020 Bulkers sine skip har alle scrubbere. Installerte scrubbere gjør at 2020 Bulkers kan drifte skipene sine med billigere drivstoff enn selskaper som opererer med skip uten scrubbere. Dette er på grunn av innstramminger i internasjonale regler på utslipp for skip. Scrubberne skiller svovel ut fra utslippet. De som ikke har scrubbere installert må derfor kjøpe dyrere drivstoff som har en lavere andel svovel for å holde seg innenfor de internasjonale reguleringene (Sethi, 2019). Dette gir 2020 Bulkers et konkurransefortrinn da selskaper som leier skipene er villige til å betale en premie for den økonomiske oppsiden ved å leie skip med scrubbere (2020 Bulkers, 2024, s. 6). Aktører som leier skip kan også se en oppside ved å ta samfunnsansvar ved å betale en premie for miljøvennlige skip, kontra billigere, men mindre miljøvennlige skip.

5.1.6 PESTEL konklusjon

Gjennom denne pestel-analysen har vi sett på makroøkonomiske forhold som kan påvirke driften til 2020 Bulkers. Dette vil vi bruke videre i analysen hvor vi ser på disse i sammenheng med resten av den strategiske analysen, samt den økonomiske analysen for å best mulig estimere verdien av 2020 Bulkers.

5.2 Porters fem krefter

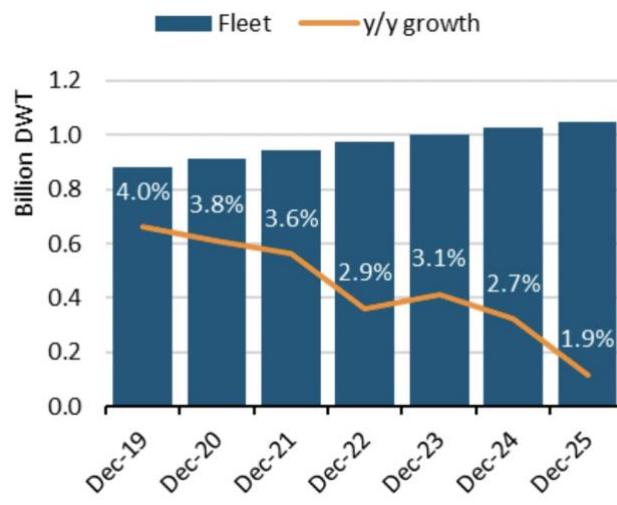
Ved å benytte rammeverket til Porters fem krefter vil vi kunne analysere strukturen til en industri og bedømme hvor attraktiv den er. Porters fem krefter består av rivalisering mellom konkurrenter, fare for nyetableringer, trusler fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt og leverandørens forhandlingskraft. Ved å bruke disse fem punktene vil man kunne se hvordan bedriften skal velge strategi for å forholde seg til markedet de opererer i og hvordan de skal posisjonere seg (Whittington et al., 2019, s. 64).

5.2.1 Rivalisering mellom konkurrenter

Konkurrenter i et marked er betegnet som bedrifter som innehar lignende produkter og tjenester (substitutter regnes ikke), og som kjemper om den samme kundebasen. Jo mer intens rivalisering det er i en industri, desto vanskeligere blir det for bedriftene som allerede opererer innenfor denne industrien. Det er fem faktorer som ofte definerer

omfanget av rivaliseringen i en industri: Konkurrentkonsentrasjon og balanse, vekstrate i industrien, høye faste kostnader, høye utgangsbarrierer og lav differensiering (Whittington et al., 2019, s. 66)

Tørrelastshipping er et marked som krever god planlegging frem i tid for å etablere seg. Et unntak fra dette er om man kjøper allerede eksisterende flåter/skip som allerede er i drift, men det vil ikke påvirke konkurransen fordi tilbudssiden for skip forblir den samme. Men dersom et selskap skal starte opp selv med organisk vekst, må de legge inn bestillinger på nye skip. Bestillingene av nye skip vil vi se i ordreboken for markedet og sier mye om hvordan konkurransen i markedet vil utvikle seg i de kommende årene. I tillegg til ordreboken vil man se på hvor stor prosentandel av verdensflåten som vil skrapes fra år til år.



Figur 4. Fra "Dry Bulk Shipping Market Overview & Outlook", 2024, av N. Rasmussen, s.

6.

Tabellen over viser hvor stor verdensflåten for tørrelastshipping er, og den gule linjen viser vekst i verdensflåten år for år. Vi kan se at veksten avtar, noe som er grunnet en lav ordrebok

Ordreboken er nå på det laveste nivået den har vært på veldig mange år, og har nå en flåte til ordrebok ratio på 8,7% (Rasmussen, 2024, S. 6). Dette tilsier at konkurransesituasjonen i de kommende årene vil ha veldig begrenset utvikling.

5.2.2 Fare for nyetableringer

Jo enklere det er for nye bedrifter å starte opp og etablere seg i et marked, desto vanskeligere er det for bedriftene som allerede opererer i markedet å skape vekst og opprettholde konkurransedyktig drift. En attraktiv industri har høye barrierer for å gå inn i markedet fordi det minsker trusselen for nye konkurrenter. Disse barrierene kan vi dele inn i fem viktige kategorier: Stordriftsfordeler og erfaring, tilgang til distribusjonskanaler, kapitalkrav, lover og forventet hevn fra selskaper som allerede opererer i markedet (Whittington et al., 2019, s. 67). Disse 5 barrierene er hinder som selskapene må overkomme for å gå inn i nye markeder.

Barrieren for å etablere seg i tørrbulkmarkedet er høy. Med dagens høye renter verden over er det dyrt å finansiere skip. Det tar også normalt 3-4 år å produsere disse skipene etter bestilling. Med det må mulige nyetableringer ut med mye penger nå for en kontantstrøm de ikke vil få før om noen år. Dette fører til en høy alternativkostnad. Den høye finansieringskostnaden ved å etablere seg i markedet gjør det enklere for godt etablerte selskaper å ta hevn. I tørrbulk industrien er cash breakeven et mål på hvor høye ratene må være for at selskapet skal gå i pluss. Med lavere gjeldskostnad er ikke selskaper like avhengig av høye rater i Baltic dry index for å gå i pluss. Nyetableringer risikerer å komme inn på markedet i dårlige tider, og dersom de har en høy gjeldsgrad, vil de fort tape penger i lengre perioder. Derfor er flere av de etablerte selskapene bedre rustet for dårlige perioder da de kan ha lavere gjeldsbetjening per skip.

Ved bestilling av nye skip er det også knyttet usikkerhet til hvor strenge klimareguleringene vil være, og man risikerer derfor å bestille skip som ikke er godkjent for drift om x antall år. Dette kan dermed føre til høye kostnader for å bygge om skipet slik at det blir godkjent, eller at bedriften risikerer å betale klimaavgifter. Vi vil gå mer inn på dette senere i rapporten.

Et moment nyetableringer må tenke på er også verftskapasiteten. Ordreboken for andre skipssegmenter er veldig høy, så verftskapasiteten i Kina anses å være veldig lav for nye ordrer før 2027 (2020 Bulkens, 2024, s. 7). I perioder som nå hvor ordreboken er høy i andre skipssegmenter, er det mer lønnsomt for skipsverftene å produsere skip i andre segmenter enn tørrbulk grunnet høyere marginer (Vonheim, 2024, 16:15).

5.2.3 Trusler fra substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som er ulike industriens produkter eller tjenester, men som tilbyr samme eller lik funksjon. Substitutter kan være med å påvirke etterspørselen ved å tilby et alternativ til et spesifikt produkt eller tjeneste. Det er viktig for bedrifter å se på substitutter som trusler, fordi det er fort gjort å være for fokusert på sin egen bransje og ikke se langt nok ut av hva som faktisk kan være reelle trusler (Whittington et al., 2019, s. 69)

Det er ingen trusler fra substitutter for skip når det kommer til frakt av tørrlast. Det er fordi det ikke finnes noen gode alternativer for frakt av tørrlast, da det på det internasjonale markedet fraktes i veldig store mengder. Transportmiddel som fly og lastebiler kan frakte mye mindre mengder om gangen, så transport via skip vil derfor være mye mer kostnadseffektivt. Skipene må også være spesialdesignet for tørrvarer for å bevare tørrvarene i riktige forhold. Det er for eksempel ikke mulig for et tankskip eller containerskip å frakte de samme varene fordi de er lagd for frakt av noe helt annet. Trusselen for substitutter ser vi derfor på som svært lav, eller null, og vi ser ingen alternativer som kan ta over frakt av tørrvarer på tvers av landegrenser i de kommende årene.

5.2.4 Kundenes forhandlingskraft

Kundens forhandlingskraft kan vurderes ut ifra hvor stor grad disse betingelsene er til stede: Konsentrasjonen av kjøpere, terskelen for bytte av tilbyder, i hvilken grad kjøper kan forsyne seg selv og hvor viktig produktet er for kjøperens kvalitet på eget produkt (Whittington et al., 2019, s. 70)

Kundene i tørrlastmarkedet er selskapene som ønsker å leie skip til frakt av tørrvarer. I tørrlastmarkedet vil kundenes forhandlingsmakt avhenge av hvor stort tilbudet av skip er, og hvor høy etterspørselen av skip er. Tilbudet i markedet avhenger av hvor stor lastekapasiteten er totalt i hele markedet, og etterspørselssiden er avhengig av total mengde tørrvarer som skal fraktes, og distansen på disse. I gode tider med høy økonomisk aktivitet er det stor etterspørsel etter frakt av varer, og kundene vil da ha lav forhandlingskraft. I dårligere perioder med lav aktivitet i verdensøkonomien eller høyt tilbud i markedet vil

ikke frakt av tørrvarer ha høy etterspørsel, og kundene har da høyere forhandlingskraft. Reelt sett er prisene i tørrlastmarkedet transparente og tilgangen på priser er stor. Det vil derfor være enkelt for kunder å bytte leverandør ut ifra hvem som kan gi best pris på frakt. Den mest vanlige kontraktsformen for tørrlastrederier er å holde seg til spotratene i markedet. Det vil derfor sjelden lønne seg å bytte leverandør om man kun ser på pris. Andre faktorer som antall skip, størrelse på skip og bedriftens samfunnsansvar kan også være grunnlag for bytte av rederier.

5.2.5 Leverandørens forhandlingskraft

Leverandørene er de som forsyner bedriften med det de trenger for å drive sin drift. Dette kan da innebære arbeidskraft, finansiering, produkter eller tjenester. Leverandørens forhandlingskraft er ofte høy når: Det er få leverandører, det er dyrt å bytte fra en leverandør til en annen, når leverandører kan gå inn i industrien selv og kutte ut mellomledd eller når produktene/tjenestene de tilbyr er veldig differensiert (Whittington et al., 2019, s. 69)

Leverandørene i tørrlastbransjen vil da være skipsverft med et utvalg av tjenester og arbeidskraft i form av mannskap på skipene og havnene. Tilgangen på arbeidskraft i markedet ses på som høy. Skipsverftene leverer ikke tjenester til kun tørrlast, men også de andre skipssegmentene. Skipsverftene er de som bygger skipene, og leverer reparasjonstjenester for rederiene.

Grunnet en lav ordrebok har antall aktive skipsverft i verden nesten halvert seg fra 2014 til 2022. Per april 2020 var det 283 aktive skipsverft i verden, ned fra 514 i 2014. Dette er grunnet usikkerhet knyttet til fremtidige klimareguleringer (Placek, 2023). Med så få verft i verden blir det veldig mange skip per verft, og vi ser derfor på verftenes forhandlingskraft som stor. For veldig store selskap kan det være lønnsomt å opprette egne verft som en del av bedriften, men for mindre selskaper som 2020 Bulkers er de avhengig av å forholde seg til de tilgjengelige verftene i markedet. Vi har ingen oppdaterte data fra 2023 eller 2024 på aktive verft, men vi vil anta at det ikke har gått noe opp da ordreboken i markedet ikke har endret seg i positiv retning.

5.3 SWOT

Vi gjennomfører en SWOT-analyse for å få en oversikt over bedriftens nåværende situasjon. Analysen inneholder selskapets styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T). Formålet med en SWOT-analyse er å se selskapets styrker opp mot mulighetene, samtidig som man forsøker å eliminere svakheter og minimere truslene (Kotler et al., 2020, s. 65). Vi vil også bruke SWOT-analysen til å oppsummere viktige observasjoner gjort i PESTEL-analysen og Porters fem krefter.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none">-Lav cash breakeven-Erfaren ledelse-Moderne og miljøvennlige skip (scrubbere)-Store skip-Lav ordrebok	<ul style="list-style-type: none">-Få skip-Ingen diversifisering
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none">-Binde rater-Framvoksende markeder	<ul style="list-style-type: none">-Dårlige perioder for makroøkonomien-Høyt tilbud og lav etterspørsel-Politisk uro i mange land-Stadige endringer i internasjonale maritime regler

Tabell 5 SWOT

Styrker

Kanskje 2020 Bulkers sin største styrke er deres finansieringsstrategi og lave kostnadsstruktur. 2020 kjøpte sine newcastlemax scrubber skip for en svært lav sum sammenlignet med historisk gjennomsnitt. Dette førte til at de har en mye lavere gjeld å betjene grunnet god timing av inngang i markedet, som igjen fører til at de har en lav cash breakeven så de er mindre avhengig av en høy BDI kurs for å gå i profitt. Skipene til 2020 Bulkers er også svært nye sammenlignet med et bransjegjennomsnitt. Dette gjør at de har lang levetid før de må byttes ut eller skrapes, så selskapene har ingen nåværende behov for dyre investeringer.

Disse nye skipene er også utstyrt med scrubbere som skiller miljøskadelige stoffer ut fra gasser som slippes ut i atmosfæren. Dette gjør at skipene blir et av de mest miljøvennlige tørrlastskipene ute på havet nå, noe som kan være et konkurransefortrinn i dagens marked hvor bærekraftig drift er viktigere enn noen gang for de aller fleste selskapene. Det er også stadig endringer i shippingindustrien når det kommer til miljøkrav. Alle skipene er godkjent for bruk i flere år frem i tid, og det er mange bedrifter som har skip som ikke møter kravene som vil bli satt. Dette vil føre til nye kostnader for bedriftene hvor de må installere scrubbere eller bytte ut skip for å fortsette drift. Skipene er store, så de er optimalisert for frakt av varer i lange skipsruter.

En fordel 2020 Bulkens LTD har, er at de er etablert i Bermuda hvor de ikke må betale skatt på inntekt eller kapitalgevinster. De har også et datterselskap i Norge hvor de må skatte, men denne skatten utgjør ikke en betydelig del av regnskapet. Dette gjør at deres resultat ikke blir påvirket særlig av skatt til staten, så nesten hele overskuddet til bedriften kan bli brukt til å betale utbytte til aksjonærene eller reinvestere i nye prosjekter. Dette er dog det som kalles bransjestandard og noe et flertall av shippingselskap benytter seg av.

2020 Bulkens har en ledelse og et styre med lang erfaring innen shipping og andre relevante områder. Blant andre i selskapet har de administrerende direktør Herman Billung, som siden 1998 har hatt ledende roller i ulike shippingselskaper som T. Klaveness Group og Golden Ocean Management. De har også styreleder og største aksjonær, Magnus Halvorsen, som har hatt en lang fartstid innen finans og var tidligere medeier og leder for kapitalmarkeder i Clarksons Platou Securities AS. Clarksons Platou Securities er et globalt selskap som leverer alt av finanstjenester innenfor den maritime næringen.

Ordreboken for tørrlastskip er lavere enn den har vært på mange år nå. Dette vil komme til fordel for 2020 Bulkens da det fører til mindre konkurranse i markedet, som igjen bidrar til høyere rater i markedet, som er bra for driftsinntektene. Vi har valgt å ikke inkludere lav ordrebok i muligheter for selskapet til å ekspandere sin flåte. Dette kommer av at ratene i markedet nå er veldig høye, og deretter er prisene på skipene også høye. 2020 Bulkens er svært opptatt av å ha lavest mulig gjeldsfinansiering for å ha en lav cash breakeven. Derfor gir det ikke mening for 2020 Bulkens som ikke har noen ambisjon om vekst å investere i nye skip nå som prisene på skip er så høye, og fremtidsutsiktene for rater i markedet er så usikre.

Svakheter

En svakhet for 2020 Bulkere er at de er etablert i et marked preget av svært store svingninger, og er meget avhengig av de makroøkonomiske forholdene. De har ikke diversifisert skipene sine, så de er avhengig av gode rater for tørrbulk. Flere aktører på markedet har diversifisert seg blant annet innen container og LNG, så de har spredd risikoen bedre.

Etter fullført salg av to av sine skip i år har de også kun seks skip som inngår i flåten sin. Dette kan påvirke samarbeidet med store aktører dersom de gjerne vil leie flere skip. Det kan være enklere for leietakeren å leie åtte skip fra samme selskap, i stedet for seks skip fra 2020 Bulkere og to skip fra et annet selskap.

Muligheter

Gjennom sin erfarne ledelse i selskapet kan de dra en fordel av å kjenne markedet bedre enn sine konkurrenter. Ved å bedre forutse fremtidige rater kan de endre kontraktene sine, så de får inntjeningen sin gjennom faste rater som de har bundet i stedet for å følge spotratene. I gode tider er det best for selskapet å holde seg i spotmarkedet for å få med oppturen, men ved å binde ratene før dårligere tider vil de bedre sikre sin inntjening og ha en mulighet til å gjøre det bedre enn lignende selskaper.

Trusler

Selskapet er truet av stadige endringer i regelverket for internasjonal maritim virksomhet. De må hele tiden tilpasse seg nye regler, og dette kan føre til høye kostnader i form av nye investeringer som må gjøres for å holde seg innenfor regelverket.

Selskapet er også truet av uforutsette finansielle kriser, og spesielt i regioner som er store innen import av tørrvarer. Kina er for eksempel inne i en usikker periode nå, etter konkurs hos Evergrande, et stort eiendomsselskap som ikke klarte å betjene gjelden sin. Slike hendelser kan ha store ringvirkninger både i Kina og i resten av verden. En eventuelt finansiell krise i et land som importerer mye tørrvarer vil føre til nedgang i fraktrater.

Norges maritime miljø har med årene blitt mindre, og selskapene har i stadig større grad bestått av ansatte med ulike nasjonaliteter. John Fredriksen mener at han sliter med å tiltrekke seg kompetanse til sitt management i Norge. Han omtaler det som nærmest umulig å rekruttere internasjonal kompetanse grunnet høye skatte- og avgiftsnivåer, samt

usikkerhet rundt utvikling av rammevilkår grunnet det politiske klimaet. En anonym kilde sier også til Finansavisen at kandidater heller takker ja til tilbud de får i andre land. Lønn og kompensasjonspakker må økes veldig mye for å klare å matche selskaper i andre land i Europa med lavere skattesatser. Kilden vurderer derfor til at det er lite konkurransedyktig å drive innen shipping med hovedkontor i Norge (Segrov, 2024). Her kan det oppstå problemer for 2020 Bulkere ved at de ikke får rekruttert den beste kompetansen fordi de krever for høye betalinger. De kan også være utsatt for at den kompetansen de holder på nå kan motta bedre tilbud for andre selskaper som holder til i andre land.

For tiden er det gode rater i markedet, og lav ordrebok grunnet usikkerhet for miljøkrav til skipene i de kommende årene og fulle verft som er dekket opp av andre skipssegmenter. Dersom det kommer mer konkrete meldinger fra IMO om hva som vil bli de regulatoriske kravene til skipene den neste årene, og det åpnes verftsplasser for nye bestillinger innen bulk kan dette føre til en “eksplosjon” av bestillinger. Dersom de gode ratene fortsetter en stund nå vil mange av tørrlastrederiene sitte med mye kapital som de ønsker for å ekspandere bedriften gjennom investeringer i nye skip. Store mengder kapital, sammen med konkrete regulatoriske krav for fremtiden og god verftskapasitet kan føre til en “boom” i kapasitet på verdensflåten og ødelegge for dagens lave tilbudsside. Dette fører til lave rater og er en trussel for 2020 Bulkere fremtidige inntjening.

Det er også mye politisk uro i verden, med konflikter mellom mange land. Skulle vi for eksempel sett en større krig, kan dette ødelegge store deler av markedet. Skipsruter kan bli stengt, handelsavtaler mellom viktige land i industrien kan bli brutt, og bruk av tørrvarer kan gå ned.

6. Regnskapsanalyse

I denne delen av oppgaven skal vi foreta en regnskapsanalyse av 2020 Bulkers. Vi kommer til å se på relevante nøkkeltall til bedriften. 2020 Bulkers fremviser sine tall i USD fordi de hovedsakelig gjør alle transaksjoner i forbindelse med inntekter og utgifter i USD. På grunn av at valutakursen mellom USD/NOK har hatt betydelige forskjellige kurser hvert år ved rapportering velger vi å også gjøre regnskapsanalysen i USD. I regnskapsanalysen skal vi blant annet se nærmere på selskapets lønnsomhet, likviditet og soliditet. Vi vil også gå mer inn på selskapets “cash breakeven” som er et mål på hvor mye skipene må tjene for at de går i null. Cash breakeven er et utbredt verktøy å bruke for selskapene i shippingbransjen for å se hvor høye ratene i markedet må være før de går i pluss.

Vi velger å ikke sammenligne regnskapstallene med andre selskaper da vi mener at det ikke har noen effekt på vår vurdering av aksjeprisen til 2020 Bulkers. Det er flere faktorer som er forårsaker dette. 2020 Bulkers har ingen ambisjon om vekst, og har derfor et helt annet kapitalbehov enn de fleste andre selskaper i bransjen. Det er også et internasjonalt marked hvor selskaper rapporterer regnskap i ulike valuta, og forholder seg til forskjellige regnskapsprinsipper. Noen forholder seg til internasjonale regnskapsstandarder (IFRS), mens andre forholder seg til nasjonale standarder i det landet de er skattepliktig til.

Vi mener også at 2020 Bulkers ikke har noen spesifikke konkurrenter, men ser heller på konkurransesituasjonen i sin helhet ved å se på totalt tilbud og etterspørsel i markedet. I regnskapsanalysen ser vi derfor på 2020 Bulkers sin utvikling i deres operasjonelle år.

6.1 Cash Breakeven og finansiering

Et vanlig mål i shippingindustrien er “cash breakeven”. Cash breakeven er inntjeningen som kreves for å gå i null på frakten etter at drifts- og gjeldskostnader er dekket. Indeksprisen på Baltic Dry Index som måler shippingkostnaden for tørrlastrederi er veldig styrt av makroøkonomien i verden, og er derfor veldig volatil til tider. De fleste tørrlastrederi på børsen betaler utbytte. Dette gjør at i dårlige perioder er det viktig for selskapene å ha en god kostnadsstruktur, som gir lav cash breakeven for å drifte selskapet med profitt.

Selskapet sitt nåværende cash breakeven er på US\$11 800 per skip, per dag og det inkluderer da forventede generelle og administrative kostnader, operasjonelle kostnader og betjening av gjeld. Med en cash breakeven på US\$11 800, må Baltic dry capesize index ligge på US\$6 800 (2020 Bulkera, 2024, s. 4). Det betyr at 2020 Bulkera får betalt alle sine kostnader så lenge indeksen er på US\$6 800, og alt over dette vil være profitt til selskapet.

I årsrapporten for 2023 rapporterer 2020 Bulkera at deres cash breakeven er US\$16 400 per skip per dag. Her kan vi virkelig se en effekt av salg av skipene “Bulk Shanghai” og “Bulk Seoul”. Ved å bruke store deler av salgsgevinsten på å betale ned gjeld, og refinansiere lån er nå cash breakeven per skip per dag US\$4 600 lavere per dags dato. Dette gjør selskapet utrolig bra rustet for dårlige tider, og de vil tjene mye penger per skip i gode tider.

6.2 Lønnsomhetsanalyse

En lønnsomhetsanalyse brukes til å finne ut hvor lønnsomt et selskap er, hvilken verdiskapning selskapet foretar og for å se på tiltak for å øke verdiskapningen. I en lønnsomhetsanalyse analyserer vi forskjellige rentabiliteter for å finne ut om selskapet evner å tjene penger og gå i overskudd. Nøkkeltallene vi skal se på i lønnsomhetsanalysen vår er blant annet total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin. For å gi en oversikt over tallene vi bruker i lønnsomhetsanalysen, presenterer vi utviklingen i resultat- og balanseregnskapet.

6.2.1 Utvikling i resultatregnskapet

I utviklingen av resultatregnskapet ser vi at 2020 Bulkers har hatt varierende resultat, men at de hvert år har levert et positivt resultat. Driftsinntektene vil naturlig variere en del fra år til år da de er styrt av ratene i markedet. Selskapet har holdt driftskostnadene jevne, og mye av dette kommer av at selskapet ikke har hatt noe vekst. De kommende årene vil det være naturlig at vi ser noe lavere driftskostnader og avskrivninger grunnet salg av to av selskapet sine åtte skip i 2024. De refinansierer også gjelden sin grunnet nedbetalinger på gjeld, og vi vil derfor anta lavere rentekostnader de kommende årene.

Resultatregnskapet				
I millioner US\$	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	48,9	115,9	77,3	73
Skip driftskostnader	13,2	17,7	18,6	19,4
Reisekostnader	1,2	2,8	1,1	0,9
Generelle og administrative kostnader	3,5	3,3	4,4	3,4
Totale driftskostnader	17,9	23,8	24,1	23,7
EBITDA	31	92,1	53,2	49,3
Avskrivninger	9,9	11,7	11,7	11,6
EBIT	21,1	80,4	41,5	37,7
Rentekostnader	9,6	9,5	9,4	11,2
Annen finansiell inntekt	-0,4	-0,1	-0,1	0,6
Totale finanskostnader	10	9,6	9,5	10,6
Resultat før skatt	11,1	70,8	32	27,1
Inntektsskatt			-0,1	-1,5
Årsresultat	11,1	70,8	31,9	25,6

Tabell 6 Resultatregnskap

6.2.2 Utvikling i balanseregnskapet

Som vi ser i tabellen under er den største delen av 2020 Bulkers' eiendeler bestående av verdien på deres skip. De har noe nedgang i anleggsmidler hvert år, og dette er grunnet avskrivninger på skipene. En nedgang i eiendeler vil være naturlig, og ikke noe å bekymre seg for med tanke på at 2020 Bulkers ikke har noen ambisjon om vekst, og vil derfor ikke anskaffe seg større verdier i eiendeler.

Balanseregnskapet				
I millioner US\$	2020	2021	2022	2023
Kontanter og kontantekvivalenter	19,9	24	15,5	30,7
Begrensede kontanter	0,1	0,1	0,2	0,1
Kundefordringer	0,6	0,9	2,2	0,9
Påløpte inntekter	0,1	0	0,2	0,2
Andre nåværende eiendeler	2,5	3,2	9,3	6,8
Sum omløpsmidler	23,2	28,2	27,4	38,7
Skip og utstyr	372,3	360,6	349	337,4
Andre langsiktige eiendeler	0,2	1,8	3,4	0
Nybygg	69,5	0	0	0
Sum anleggsmidler	442	362,4	352,4	337,4
Totale eiendeler	465,2	390,6	379,8	376,1

Tabell 7 Balanseregnskap

6.2.3 Gjeld og egenkapital

I gjeld og egenkapital delen av balanseregnskapet ser vi at de betaler ned gjelden sin. Grunnen til at det står 14,8 på "nåværende del av langsiktig gjeld" hvert år er at det er dette de betaler ned på lånet sitt. Ved første øyekast ser det ut som en sunn drift med at selskapet betaler ned gjelden sin sakte, men sikkert, samtidig som de øker egenkapitalen. Etter salg av to skip i 2024 vil gjelden i selskapet se ganske annerledes ut ved rapportering av årsregnskapet for 2024. De vil i år betale ned store deler av gjelden sin, slik at de får en god del lavere gjeldsgrad enn det vi ser i det historiske regnskapet.

Balanseregnskapet				
I millioner US\$	2020	2021	2022	2023
Nåværende del av langsiktig gjeld	14,8	14,8	14,8	14,8
Leverandørgjeld	0,6	0,7	1	0,6
Påløpte kostnader	3	3,2	2,9	3,5
Kontantutdeling	0,9	2,6		4,1
Annen kortsiktig gjeld	1,7		1,9	3
Total kortsiktig gjeld	21	21,3	20,6	26
Langsiktig gjeld	231,2	217,2	203,2	189,1
Annen langsiktig gjeld	1,4	0,4	0,1	0
Total langsiktig gjeld	232,6	217,6	203,3	189,1
Sum gjeld	253,6	238,9	223,9	215,1
Egenkapital	142,1	151,7	155,9	161
Sum egenkapital og gjeld	395,7	390,6	379,8	376,1

Tabell 8 Balanseregnskap egenkapital og gjeld

6.2.4 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet viser avkastningen på den totale kapitalen som er investert i bedriften (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207). Totalkapitalen består av eiernes finansiering med egenkapital, og bedriftens långivere med kortsiktige og langsiktige lån. Ved å finne totalkapitalrentabiliteten til bedriften ser vi hvor effektivt de bruker sin investerte kapital. Formelen viser vår utregning av totalkapitalrentabilitet.

Totalkapitalrentabilitet

$$= \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} \times 100\%$$

Formel 16 Totalkapitalrentabilitet

I millioner \$US	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Ordinært resultat før skatt	11,1	70,8	32	27,1	35,25
Rentekostnader	9,6	9,5	9,4	11,2	9,93
Gjennomsnittlig totalkapital	339,35	393,15	385,2	377,95	373,91
Totalkapitalrentabilitet	6,10 %	20,42 %	10,75 %	10,13 %	11,85 %

Tabell 9 Totalkapitalrentabilitet

6.2.5 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et mål på hvor mye aksjonærene får igjen på sin investerte kapital (Hoff & Pedersen, 2019, s. 215). Egenkapitalen kan regnes ut ved resultat før skatt, eller resultat etter skatt. Vi velger å se på resultat etter skatt i beregningen, fordi det viser hva investoren faktisk får som avkastning på sin investerte kapital, da man får med alle faktorer som påvirker avkastningen. 2020 Bulkers betaler svært lite skatt i forhold til resultat, så skatten vil ikke ha noen stor innvirkning på rentabiliteten.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100\%$$

Formel 17 Egenkapitalrentabilitet

I millioner US\$	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Ordinært resultat	11,1	70,8	31,9	25,6	34,85
Gjennomsnittlig egenkapital	140,1	146,9	153,8	158,45	149,81
Egenkapitalrentabilitet	7,92 %	48,20 %	20,74 %	16,16 %	23,25 %

Tabell 10 Egenkapitalrentabilitet

Vi kan se at egenkapitalrentabiliteten til 2020 Bulkers er noe varierende. Dette er naturlig for et selskap i en syklisk bransje, hvor inntjeningen hovedsakelig reguleres av ratene i markedet. Siden 2020 har aksjonærene fått tilbake 23,25% av investeringen sin i snitt per år, noe vi anser som sært lønnsomt.

6.2.6 Driftsmargin

Driftsmargin er “driftsresultatet uttrykt i prosent av driftsinntektene” (Hoff & Pedersen, 2019, s. 220). Ved å regne ut driftsmarginen finner man ut hvor mye bedriften får tilbake på hver omsatt krone, og gir derfor et godt mål på lønnsomheten til bedriften. En høy prosentandel driftsmargin viser at et selskap sitter igjen med mye etter hver omsatt krone.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntektet}} \times 100\%$$

Formel 18 Driftsmargin

I millioner US\$	2020	2021	2022	2023	Gj.Snitt
EBIT	21,1	80,4	41,5	37,7	45,18
Driftsinntekter	48,9	115,9	77,3	73	78,78
Driftsmargin	43,15 %	69,37 %	53,68 %	51,64 %	54,46 %

Tabell 11 Driftsmargin

Vi kan se at 2020 Bulkers siden starten har oppnådd en høy driftsmargin, med et gjennomsnitt på 54,46%. Ledelsen i 2020 Bulkers er veldig opptatt av å holde kostnadene lave, for å fortsatt gå i pluss i dårlige tider. De har gått gjennom noen tyngre tider i

tørrlastmarkedet, men de har ikke et eneste kvartal gått i underskudd, og det skyldes deres lave cash breakeven, altså at totale kostnader for drift av skipene er lave. En så høy driftsmargin som 2020 Bulkers har, gjør selskapet godt rustet for dårligere tider med lave spotrater.

6.3 Likviditetsanalyse

“Likviditetsgradanalyser omhandler analyser av bedriftens evne til å kunne dekke sine løpende betalingsforpliktelser, og vurdering av eventuelle tiltak som kan igangsettes for å forbedre bedriftens likvide stilling” (Hoff & Pedersen, 2019, s. 235). I dette kapitlet skal vi se på 2020 Bulkers sin betalingsevne til kortsiktig og langsiktig gjeld, og deres likviditetsbehov. 2020 Bulkers har ikke noe varelager så vi velger derfor kun å se på likviditetsgrad 1, og ikke se på likviditetsgrad 2.

6.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser bedriftens evne til å betale sine løpende forpliktelser, og å videre investere midler inn i bedriften. Likviditetsgrad 1 viser størrelsen på omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld og vi regner det ut ved hjelp av denne formelen:

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

Formel 19 Likviditetsgrad 1

I millioner US\$	2020	2021	2022	2023	Gj.Snitt
Omløpsmidler	23,2	28,2	27,4	38,7	29,38
Kortsiktig gjeld	21	21,3	20,6	26	22,23
Likviditetsgrad 1	1,10	1,32	1,33	1,49	1,31

Tabell 12 Likviditetsgrad 1

Ifølge Hoff & Pedersen er det alminnelige kravet å ha en likviditetsgrad som er lik eller større enn to (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238). Vi kan se i utregningen over at 2020 Bulkers ikke oppfyller dette, men vi mener det ikke er noe problem med tanke på deres finansielle struktur og kortsiktige forpliktelser. Selskapet har også i år betalt ned på- og refinansiert lånet på skipene, så behovet for likvide aktiva har gått enda mer ned. Vi ser derfor på det

som uproblematisk at 2020 Bulkers ikke når de alminnelige kravene for likviditetsgrad, særlig med ratene i markedet i dag.

Dersom selskapet i fremtiden går gjennom lengre perioder med dårlige rater i markedet kan det være lurt å se på likviditetsgrad igjen. Da må selskapet betale mindre utbytte for å holde igjen kapital i selskapet for å klare å betale sine kortsiktige forpliktelser.

6.4 Soliditet

Gjennom en analyse av bedriftens soliditet, får vi et inntrykk av dens evne til å tåle tap (Jusleksikon.no, 2022). Vi vil i denne delen se på bedriftens egenkapitalprosent, og rentedekningsgrad.

6.4.1 Egenkapitalprosent

“Egenkapitalprosenten viser oss hvor stor del av eiendelene som kan gå tapt før långiverne og de øvrige kreditorerne berøres” (Hoff & Pedersen, 2019, s. 276). Det er derfor ønskelig for 2020 Bulkers å oppnå en høy grad av egenkapitalprosent. Dette forteller noe om hvor godt bedriften kan tåle tap, og kan derfor hjelpe bedriften med å få mer gunstig finansiering fra private långivere, eller bank. Vi finner egenkapitalprosenten ved å regne ut ved hjelp fra formelen under.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapitalen}}{\text{Totalkapitalen}} * 100\%$$

Formel 20 Egenkapitalprosent

I millioner \$US	2020	2021	2022	2023
Egenkapital	142,1	151,7	155,9	161
Totalkapital	395,7	390,6	379,8	376,1
Egenkapitalprosenten	35,91 %	38,84 %	41,05 %	42,81 %

Tabell 13 Egenkapitalprosent

Det er ingen fasit på hvilken egenkapitalprosent en bedrift skal ha, så her må man vurdere selv. Vi ser i utregningen her at 2020 Bulkers har en solid egenkapitalprosent, samtidig som at vi ser en fin utvikling i de operative årene. Med tanke på at 2020 Bulkers ikke har noen ambisjon om vekst har de ikke noe behov for kapitalintensive investeringer. Som vi vet nå har de brukt gevinst fra salg av sine to skip til å betale ned gjeld, så vi vil anta en enda sunnere egenkapitalprosent ved neste års rapportering enn hva de har nå. Vi konkluderer med at selskapet er sunt finansiert, og vil anta at de vil fortsette med en god utvikling på egenkapitalandel av totalkapitalen de kommende årene med mindre de ser noen gode investeringsmuligheter med tanke på kjøp av skip de kommende årene hvor de da blir nødt til å finansiere nye skip med egenkapital, eller å øke gjelden.

6.4.2 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden er et mål på både soliditeten og lønnsomheten til bedriften. Rentedekningsgraden forteller oss hvor gode bedriften er på å betale sine rentekostnader, samt om de er i posisjon til å ta på seg mer gjeld (Hoff & Pedersen, 2019, s. 280). For utregning av rentedekningsgraden til 2020 Bulkers bruker vi formelen vist under.

Rentedekningsgrad

$$= \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{rentekostnadene}}{\text{Rentekostnadene}}$$

Formel 21 Rentedekningsgrad

I millioner \$US	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Resultat før skatt	11,1	70,8	32	27,1	35,25
Rentekostnader	9,6	9,5	9,4	11,2	9,925
Rentedekningsgrad	2,16	8,45	4,40	3,42	4,61

Tabell 14 Rentedeckningsgrad

Grunnleggende regnskap boken hevder at enkelte analysebøker mener at rentedeckningsgraden minst bør være i området rundt 3 for at bedriften skal ha noe å gå på. 2020 Bulkers har de siste 3 årene holdt seg godt over dette. Med tanke på at de ikke har noen ambisjon om vekst ser vi på dette nøkkeltallet som svært sunt da de ikke har noen planer om å ta på seg noe mer gjeld. 2020 Bulkers skal derfor ha god kontroll på å betale rentekostnadene sine. En ting vi ikke har fått med i denne analysen er 2020 Bulkers sin refinansiering av lån som vil føre til lavere rentekostnader for regnskapsåret 2024. Vi vil derfor anta en videre god rentedeckningsgrad med en god inntjening så langt i 2024, samt at de trolig vil få lavere rentekostnader. Det som kan påvirke dette i negativ retning er eventuelt om ratene faller i lengre perioder av året. Dette vil føre til dårligere resultat, eller at de ser mulighet for kjøp av nye skip som igjen vil øke deres rentekostnad grunnet høyere belåning.

7. Finansiell analyse

7.1 Historisk Beta

For beregning av beta til selskapet kan man foreta en regresjonsanalyse i Excel. Vi har hentet inn historiske ukentlige avkastninger fra 2020 Bulkers og sammenlignet dem opp mot samme avkastninger fra OSEBX (Oslo Børs). Tallene er hentet fra perioden mellom 15. juli 2019, da 2020 Bulkers ble børsnotert, til 16. april 2024. I utregningen bruker vi ukentlig justert sluttkurs i perioden vi ser på, slik at kursen er justert med hensyn til utbytte. Ved bruk av regresjonsanalyse i Excel kom vi frem til at 2020 Bulkers har en beta på 0,8203, som vist i bildet under.

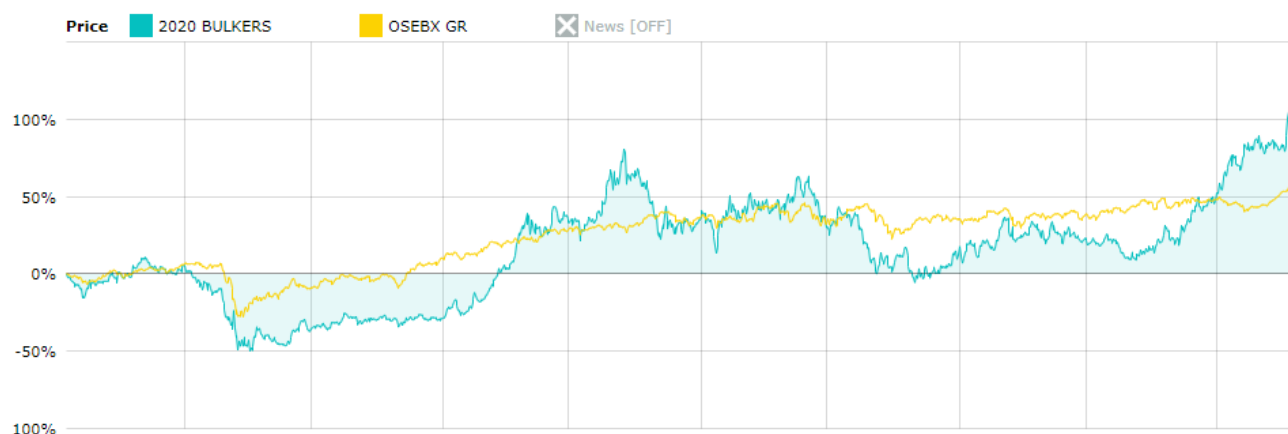
SAMMENDRAG (UTDATA)								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,3824							
R-kvadrat	0,1463							
Justert R-kvadra	0,1426							
Standardfeil	0,0502							
Observasjoner	238							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,1018	0,1018	40,4298	1,0447E-09			
Residualer	236	0,5944	0,0025					
Totalt	237	0,6962						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	-0,0004	0,0033	-0,1181	0,9061	-0,0068	0,0060	-0,0068	0,0060
X-variabel 1	0,8203	0,1290	6,3584	0,0000	0,5661	1,0745	0,5661	1,0745

Tabell 15 Beta

En annen metode for å beregne historisk beta er å bruke formelen som er oppgitt i kapittel 4.2.1.5. Formelen sier at beta kan beregnes ved å se på kovariansen mellom aksjeavkastningen og markedsavkastningen delt på variansen i markedet. Med denne metoden kan vi se at vi vil få samme beta som vi fikk i regresjonsanalysen.

$$\text{Historisk Beta} = \frac{\text{Covarians}(r_e, r_m)}{\text{Varians}(r_m)} = \frac{0,000521539}{0,000635792} = 0,8203$$

Formel 22 Historisk Beta



Figur 5 Sammenligning mellom 2020 Bulkers og OSEBX fra 2019-2024. Fra Euronext (Euronext, 2024)

Når historisk beta er regnet ut, kan man bruke formel for justert beta kalt Bloomberg Beta fordi selskapene ofte på lengre sikt blir mer diversifisert. I vår oppgave anser vi ikke det som nødvendig fordi 2020 Bulkers ikke har ambisjon om vekst og derfor ikke vil bli mer

diversifisert. Aksjekursen til 2020 Bulkers har vært volatil siden selskapet ble børsnotert samtidig som at selskapet er veldig sensitive til endringer i makroøkonomien. Selskapet er også relativt ungt, så vi velger å bruke en fundamental beta for å være sikre på at vi verdsetter selskapet med en beta som vi kan stole på.

7.2 Fundamental beta

For å beregne fundamental beta, må vi bruke oppskriften fra kapittel 4.2.1.5 om fundamental beta. Det første vi må gjøre er å finne sammenlignbare selskaper. Vi velger å sammenligne selskapet med Golden Ocean Group, Jinhui Shipping and Transportation og Belships. Årsaken til at det er disse selskapene vi sammenligner med er at alle selskapene er tørrlast selskap notert på Oslo Børs. Selskapene opererer med forskjellig størrelse på skipene sine, men vi ser de fortsatt som nære konkurrenter fordi de frakter samme type varer, og har inntjeningen sin styrt av samme indeks, BDI.

Det andre vi må gjøre for å beregne fundamental beta er å finne gjeldsgraden og en regresjon beta for hver av selskapene. For å finne gjeldsgraden til hvert av selskapene må vi ta gjelden til selskapet delt på egenkapitalen selskapet har. Vi tar utgangspunkt i regnskapet fra årsrapporten og oversikt over gjeldsgraden til selskapene som følger.

Selskap	Gjeld	Egenkapital	Gjeldsgrad
2020 Bulkers	215 100 000	161 000 000	1,34
Golden Ocean Group	1 567 127 000	1 921 891 000	0,82
Jinhui Shipping and Transportation	133 703 000	349 930 000	0,38
Belships	627 304 000	305 561 000	2,05

Tabell 16 Gjeldsgrad

For å finne regresjon betaen til selskapene, gjør vi det på samme måte som vi gjorde med 2020 Bulkers i kapittel 7.1. Vi hentet inn historiske ukentlige avkastninger hvert selskap og sammenligner dem med samme tall fra OSEBX. Tallene er hentet fra Yahoo Finance og tidsperioden for alle selskapene er fra 13. juli 2019 til 16. april 2024. Oversikt over regresjon beta for selskapene er som følger.

Selskap	Beta
2020 Bulkers	0,82
Golden Ocean Group	0,81
Jinhui Shipping and Transportation	0,82
Belships	0,35

Tabell 17 Beta

Når beta er funnet gjennom regresjonen, må vi regne ut en unlevered beta for selskapet. Dette gjør vi ved å bruke formel for unlevered beta fra kapittel 4.2.1.5. Unlevered beta for selskapene blir da som følger.

Selskap	Unlevered Beta
2020 Bulkers	0,35
Golden Ocean Group	0,45
Jinhui Shipping and Transportation	0,59
Belships	1,10

Tabell 18 Unlevered beta

Når unlevered beta er funnet for alle selskapene som er sammenlignbare med selskapet vi skal verdsette, kan vi finne et gjennomsnitt av unlevered beta i markedet og bruke denne betaen til å regne ut levered beta. Levered beta tar altså med gjelden i utregningen av beta og vi får det Damodaran kaller for bottom-up beta.

Selskap	Gjeld	Egenkapital	Gjeldsgrad	Beta	Unlevered Beta
2020 Bulkers	215 100 000	161 000 000	1,34	0,82	0,35
Golden Ocean Group	1 567 127 000	1 921 891 000	0,82	0,81	0,45
Jinhui Shipping and Transportation	133 703 000	349 930 000	0,38	0,82	0,59
Belships	627 304 000	305 561 000	2,05	0,35	1,10
Gjennomsnitt			1,15	0,70	0,62

Tabell 19 Gjennomsnittlig beta

Vi ender opp med en gjennomsnittlig unlevered beta på 0,62 og setter denne inn i formel for levered beta.

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

Formel 23 Levered Beta

Vi setter tallene inn i formelen og får som følger.

$$\text{Levered beta} = 0,6225 * (1 - 0) * 1,34 = 0,834$$

Formel 24 Levered Beta utregning

Bottom-up-betaen til 2020 Bulkens blir 0.834 og denne betaen vil vi bruke videre i våre beregninger.

7.3 Risikofri rente

Når vi velger hvilken risikofri rente vi skal bruke, sier Damodaran at vi skal bruke risikofri rente i et land som opererer med samme valuta som selskapet måler kontantstrømmen sin i (Damodaran, 2012, s. 156.). 2020 Bulkens har nesten hele sin operasjonelle drift i USD, og administrative transaksjoner i NOK. Med tanke på at 2020 Bulkens er notert på OSEBX og investorer da gjør sine investeringer i NOK, velger vi å benytte oss av risikofri rente i Norge da det er mer nøyaktige resultater når vi også skal bruke markedsrisikopremien i Norge. Siden vår kontantstrøm strekker seg 5 år frem i tid, vil vi benytte oss av en 5-årig norsk statsobligasjon. Risikofri rente pr 16.04.2024 i Norge er på 3,83% (Norges Bank, 2024).

7.4 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremie er den premien investorer får i tillegg til den risikofrie renten for å investere i et verdipapir. PwC gjorde i 2023 en undersøkelse på hva den risikofrie renten er, og hva markedsrisikopremien er i markedet. Utvalget i undersøkelsen til PwC besto av medlemmer i FFN (Forening for finansfag), og resultatet av undersøkelsen var at markedsrisikopremien i det norske markedet ligger på 5% (PricewaterhouseCoopers & Norske Finansanalytikerens Forening, 2021, s. 9). Vi kommer derfor til å benytte oss av en markedsrisikopremie på 5% i vår verdsettelse av 2020 Bulkens.

7.5 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen, også kalt CAPM, forteller oss forholdet mellom forventet avkastning på egenkapitalen og beta. Formelen for kapitalverdimodellen henter vi fra kapittel 4.2.1.1.

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

Formel 25 CAPM

Videre setter vi inn tallene vi har funnet i den finansielle analysen. Beta vi fant i kapittel 7.2, risikofri rente vi fant i kapittel 7.3 og markedsrisikopremie vi fant i kapittel 7.4. Formelen blir da som følger.

$$CAPM = 3,83\% + 0,834(5\%) = 8\%$$

Formel 26 CAPM utregning

7.6 Gjeldskostnad

Gjeldskostnad er renten et selskap må betale for å låne penger. For å beregne gjeldskostnaden har vi valgt å bruke renten på det lånet selskapet har, og tallene har vi hentet ut ifra årsrapporten. Renten på lånet til 2020 Bulkers er beregnet med en 3 måneders Libor rente + 210 basispunkter. Per 16.04.2024 er 3 måneders Libor rente på 5,58854% (Global-rates, u.å.). For enkelhets skyld runder vi opp til 5,59%. Gjeldskostnaden på utestående gjeld blir derfor 7,69%.

7.7 Skattekostnader

Som nevnt tidligere er selskapet fratatt skatt på sin operasjonelle del av bedriften. Det eneste selskapet betaler skatt på er den administrative delen av selskapet som holder til i Oslo, og gevinst på rentebytteavtaler (2020 Bulkers, 2024, s. 23). Vi velger derfor å se bort ifra skattekostnader i vår verdsettelse av selskapet. Selskapet har ingen fremtidsplaner om å betale skatt på inntjening.

7.8 WACC

WACC er gjennomsnittlig kostnad av kapitalen til en bedrift. Man finner et gjennomsnitt av kostnaden på kapitalen som gir et avkastningskrav til gjennomsnittlig risikofylt prosjekt for bedrifter. WACC er forventet avkastning på gjeld og egenkapital som er utstedt av bedriften og fordi rentebetalinger reduserer bedriftens skatter blir avkastningskravet for gjeld målt etter skatt (Brealey et al., 2022, S. 411). Siden selskapet vårt ikke skatter av sin operasjonelle del av bedriften, har vi valgt å sette 0% som skattesats i utregningen av WACC. Formelen vi skal ta i bruk, henter vi ut fra kapittel 4.2.2.1.

Det første vi må gjøre i beregning av WACC er å finne egenkapitalandelen. Dette gjør vi ved å dele egenkapitalen på totalkapitalen, som gir oss hva andelen av egenkapitalen er i prosent. Utrekning for egenkapitalandelen er som følger. (Tallene i utregningen er i dollar).

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} = \frac{161\,000\,000}{376\,100\,000} = 42,8\%$$

Formel 27 Egenkapitalandel

Når vi har funnet egenkapitalandelen, så ganger vi den med CAPM som vi regnet ut i kapittel 7.4 og denne var på 7,625%. Deretter må vi finne gjeldsandelen for å multiplisere den med gjeldskostnaden vi fant i kapittel 7.5 som var på 7,68%. Utrekning for gjeldsandel gjør vi ved å ta gjelden delt på totalkapitalen til bedriften. Utrekning er som følger. (Tallene i utregning er i dollar).

$$\text{Gjeldsandel} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Totalkapital}} = \frac{215\,100\,000}{376\,100\,000} = 57,2\%$$

Formel 28 Gjeldsandel

Videre kan vi sette inn tallene vi har funnet i formelen for WACC og utregning blir som følger.

$$\text{WACC} = 42,8\% * 8\% + 57,2\% * 7,69 * (1 - 0\%) = 7,82\%$$

Formel 29 WACC

8. Fremtidige kontantstrømmer

8.1 Driftsinntekter

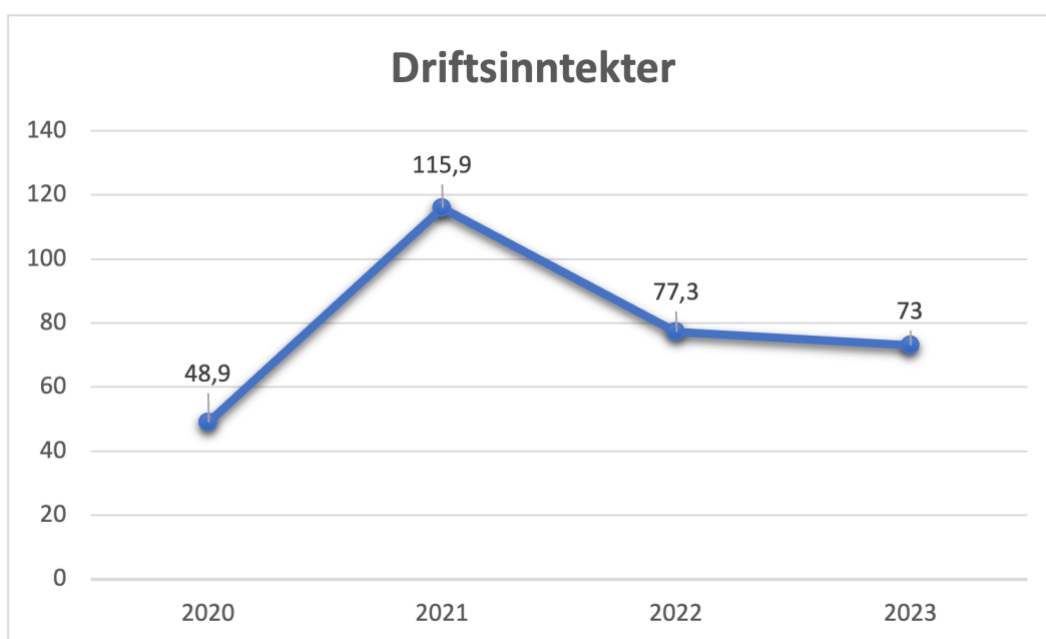
2020 Bulkers får sine driftsinntekter fra “time charter” kontrakter. Time charter er kontrakter hvor selskaper leaser skipene til 2020 Bulkers i en bestemt periode, og selskapet som leier skipet får bruke det fritt til sine valgt transportreiser. I 2021 besto 3,5 millioner USD av driftsinntekten av voyage charter, som er leasing av skip for enkeltreiser, i stedet for at et selskap leaser skipet i en periode. 2020 Bulkers ønsker å få sine driftsinntekter fra time charter kontrakter så vi antar at det er dette selskapet vil få nesten hele sin fremtidige

driftsinntekt fra. I de indeks-linkede kontraktene har 2020 Bulkers muligheten til å endre til faste rater om de ønsker det.

I februar 2024 solgte 2020 Bulkers to av sine 8 Newcastle Max skip for 127,5 millioner USD. Som tidligere nevnt i oppgaven skal ikke 2020 Bulkers ekspandere noe i fremtiden og leter ikke etter vekst. Dette betyr at i de kommende år vil det kun være 6 skip 2020 Bulkers opererer med og vi må derfor ta hensyn til det på både inntekts- og kostnadssiden.

For å regne ut inntekter må vi finne ut hvor mange dager i løpet av året 2020 Bulkers tjener penger. Vi antar at de får leid ut skipene sine hver dag, de har 6 skip totalt, og det er 365 dager i året. Totalt blir det 2190 dager 2020 Bulkers får inntekt. 2020 Bulkers sjøsatte sine skip i 2019 og 2020, som vil si at det snart er på tide med tørrdokking. Tørrdokking skjer hvert 5 år og tar rundt 14 dager per skip å fullføre. De sjøsatte fire skip i hvert av årene, men de to skipene som ble solgt i februar var planlagt tørrdokking for 2024. Det vil si at for inntektsåret 2024 vil 2020 Bulkers få 28 mindre inntektsdager og for inntektsåret 2025 vil de få 56 mindre inntektsdager (2020 Bulkers, 2024, s. 4).

I time charter kontrakter får 2020 Bulkers betalt ut fra ratene i markedet. De har da valget om å følge spotprisen i markedet, eller å låse raten til en pris de blir enige om, med selskapet som leaser skipet.



Figur 6 Driftsinntekter

For å finne fremtidige Capesize-rater har vi valgt å se på estimater fra forskjellige meglerhus og sammenligne disse sammen. Meglerhusene vi har valgt er Cleaves Securities, DNB Markets og Pareto Securities. Pareto Securities (Pareto Securities AS, 2024, s. 9) tilbyr kun estimater for kommende år, altså 2025, DNB markets estimerer frem til 2026 (DNB Markets, 2024, s. 5), mens Cleaves gir estimater helt frem til 2027 (Cleaves Securities, 2024, s. 16). Vi velger derfor å ta gjennomsnittet av de tre for å finne raten i 2025 og så bruke DNB og Cleaves sine estimerte rater for år 2026 og kun Cleaves sine for år 2027.

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Pareto Securities	22000	24000	-	-
DNB Markets	23900	19800	26000	-
Cleaves Securities	16684	20882	23497	24433
Gjennomsnitt	20861	21561	24749	24433

Tabell 20 Rater

For å få Time Charter-rater fra Capesize-ratene må vi legge til premien skipene får av å være Newcastle Max skip som ligger på rundt 35% samt en scrubber benefit. Scrubber benefit har vært rundt 2000 USD de siste årene, og vi vil derfor bruke dette tallet i våre beregninger.

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Capesize	20861	21561	24759	24433
Newcastle Max premie	7301	7546	8666	8552
Scrubber benefit	2000	2000	2000	2000
Time Charter	30162	31107	35425	34985

Tabell 21 Time charter rater

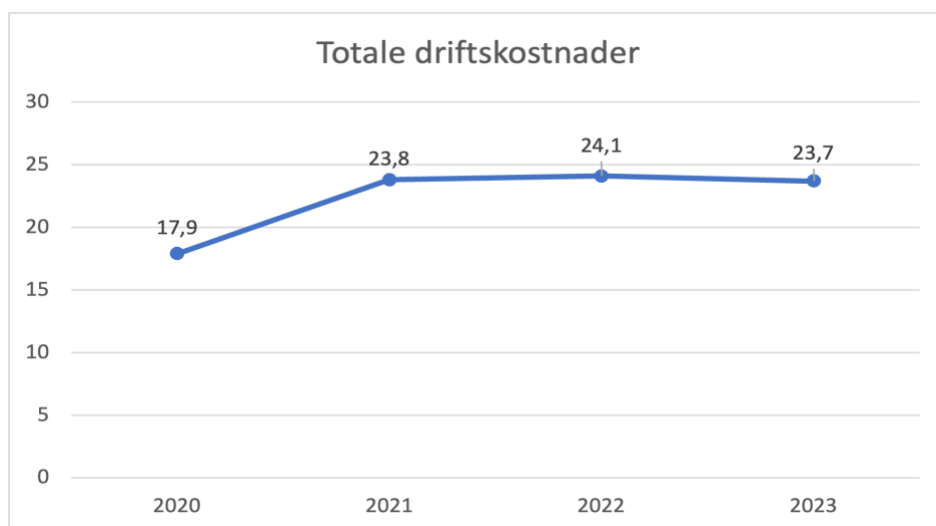
Vi kan deretter multiplisere estimerte rater med antall inntektsdager per år for å finne ut fremtidige driftsinntekter for selskapet.

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Time Charter	30162	31107	35425	34985
Antall inntektsdager	2162	2134	2190	2190
Driftsinntekter	65 210 244	66 382 338	77 580 750	76 617 150

Tabell 22 Driftsinntekter

8.2 Driftskostnader

Driftskostnadene til 2020 Bulkere er delt opp i 2 seksjoner. Operasjonelle driftskostnader for skipene og generelle og administrative kostnader. 2020 Bulkere har stabile driftskostnader hvert år og vi ser ikke en stor endring i utviklingen av totale driftskostnader. Alle tall brukt i denne analysen vil være i USD.



Figur 7 Driftskostnader

Operasjonelle driftskostnader

De operasjonelle driftskostnadene er kostnadene knyttet til å drive skipene. Dette inkluderer mannskap, drivstoff, havneavgifter, forsikringer osv. 2020 Bulkere har hatt stabile operasjonelle driftskostnader siden skipene ble satt på sjøen. De siste 3 årene har det også vært knyttet en kostnad på 300 dollar per dag for covid-19 relaterte kostnader per skip. Disse vil vi ikke ta med i vår beregning om fremtidige kostnader, ettersom at vi anser covid-19 epoken som over og ikke lengre relevant. Vi antar derfor at denne kostnaden kommer til å forsvinne.

År	2021	2022	2023
Operasjonelle kostnader totalt	20 500 000	19 700 000	20 300 000
Operasjonelle kostnader per båt per dag	7021	6747	6952

Tabell 23 Operasjonelle kostnader

2020 Bulkere må også gjennom tørrdokking de kommende årene. Dette er noe hvert skip må gjennom hvert 5. år for å undersøke understellet på skipet og for å se til at alt ser bra ut. 2020 Bulkere sjøsatte fire skip i 2019 og fire skip i 2020, men to av skipene som hadde

planlagt tørrdokking i 2024 er solgt, så vi tar derfor med i kostnadsberegningen at to av skipene må på tørrdokking i 2024 og at fire skip må på tørrdokking i 2025. I følge 2020 Bulkens har de konkludert med at tørrdokkingen for de to skipene i 2024 vil koste 2,6 millioner USD og at det vil ta rundt 14 dager (2020 Bulkens, 2024, s. 6). Vi kan også anta at for 4 skip i 2025 vil det koste dem totalt 5.2 millioner USD.

Salg av skip vil også medføre mindre kostnader knyttet til den operasjonelle driften fordi det er færre skip å operere. Vi har ikke et godt estimat for hvor mye hvert av skipene koster å operere enkeltstående, så det beste estimatet vi har er å dele de operasjonelle kostnadene på 8 og fjerne 2 av delene som inngår i kostnadene. Vi vil deretter få operasjonelle kostnader for kun 6 skip fremover.

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Operasjonelle kostnader	15 225 000	15 225 000	15 225 000	15 225 000
Covid-19 kostnader	-876 000	-876 000	-876 000	-876 000
Tørrdokking	2 600 000	5 200 000	0	0
Sum operasjonelle kostnader	16 949 000	19 549 000	14 349 000	14 349 000
Operasjonelle kostnader per båt per dag	5804	6695	4914	4914

Tabell 24 Operasjonelle kostnader per båt

Generelle og administrative kostnader

I administrative kostnader inngår kostnader som lønn, arbeidsgiveravgift og andre sosiale kostnader. Per 31.12.23 er det 6 heltidsansatte i bedriften, som vil si at bedriften er relativt liten rent administrativt (2020 Bulkens, 2024, s. 4). Generelle og administrative kostnader vil derfor være relativt små i forhold til andre bedrifter med like mye volum på inntekt og kostnadssiden.

År	2021	2022	2023
Generelle og administrative kostnader	3 300 000	4 400 000	3 400 000
Generelle og administrative kostnader per båt per dag	1130	1507	1164

Tabell 25 Generelle og administrative kostnader

Det skjedde et hopp i administrative kostnader for selskapet i 2022 fordi de gjorde et skifte i skips domisil fra Liberia til Norge. Denne kostnaden lå på rundt 400.000 USD samtidig

som det kostet rundt 700.000 i aksjeopsjoner. Dette er et engangstilfelle, så vi vil ikke legge dette til grunn når vi skal se på fremtidige generelle og administrative kostnader. Årsaken til at kostnadene er 100.000 USD høyere enn i 2021 er at det er kommet en ny heltidsansatt. Ettersom at selskapet ikke ser for seg vekst, velger vi å ta utgangspunkt i de administrative kostnadene fra 2023, og ser ikke noe årsak for å legge til en økning i kostnadene. Vi ser heller ikke noen grunn til at de administrative kostnadene skal gå ned i forbindelse med salg av to skip, selskapet kommer fortsatt til å ha like mange ansatte og det administrative arbeidet minsker ikke så mye selv om to skip er solgt.

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Generelle og administrative kostnader	3 400 000	3 400 000	3 400 000	3 400 000
Generelle og administrative kostnader per båt per dag	1164	1164	1164	1164

Tabell 26 Generelle og administrative kostnader estimerer

Oppsummering av driftskostnader

Vi har nå regnet ut fremtidige driftskostnader for 2020 Bulkere. Vi ser at operasjonelle kostnader er mye høyere enn generelle og administrative kostnader. Dette går igjen på at selskapet kun har 6 ansatte og leier inn mannskap for å operere skipene de eier som går inn i operasjonelle kostnader.

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Operasjonelle kostnader	29 424 000	29 424 000	19 424 000	19 424 000
Generelle og administrative kostnader	3 400 000	3 400 000	3 400 000	3 400 000
Driftskostnader	32 824 000	32 824 000	22 824 000	22 824 000

Tabell 27 Driftskostnader

Deretter tar vi driftsinntekter minus driftskostnader og får EBITDA.

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	65 210 244	66 382 338	77 580 750	76 617 150
Driftskostnader	20 349 000	22 949 000	17 749 000	17 749 000
EBITDA	44 861 244	43 433 338	59 831 750	58 868 150

Tabell 28 EBITDA

Avskrivninger

2020 Bulkers fører et tap på 11,6 millioner dollar i året på avskrivninger på båtene de eier. Grunnet salg av to skip i februar 2024 trekker vi fra avskrivninger på disse to skipene i fremtidsregnskapet. Avskrivningene på disse skipene er på 2 900 000,- til sammen, så nye avskrivninger fremover vil bli på 8 700 000,- i året. Vi tror disse avskrivningene kommer til å være konsistente de kommende årene. Vi velger derfor å ta utgangspunkt i at avskrivninger vil ligge på 8,7 millioner dollar i året.

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Avskrivninger	8 700 000	8 700 000	8 700 000	8 700 000
Avskrivninger per båt per dag	2979	2979	2979	2979

Tabell 29 Avskrivninger

Vi kan trekke avskrivninger fra EBITDA for å sitte igjen med EBIT.

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	65 210 244	66 382 338	77 580 750	76 617 150
Driftskostnader	20 349 000	22 949 000	17 749 000	17 749 000
EBITDA	44 861 244	43 433 338	59 831 750	58 868 150
Avskrivninger	8 700 000	8 700 000	8 700 000	8 700 000
EBIT	36 161 244	34 733 338	51 131 750	50 168 150

Tabell 30 EBIT

Skatt

2020 Bulkers er et av mange shippingselskap som ikke skatter fordi de er tilhørende i Bermuda. I Bermuda er det ikke inntektsskatt, vi kan derfor anta at 2020 Bulkers ikke kommer til å skatte av sin inntekt i de kommende årene. Som nevnt tidligere er det en risiko for at 2020 Bulkers blir skattepliktig i Norge, men vi anser ikke denne risikoen som høy og tar derfor ikke med det i noen av beregningene våre.

Investeringer

Som kjent har ikke 2020 Bulkers et mål om vekst og vi kan derfor anta at 2020 Bulkers ikke kommer til å foreta seg noen fremtidige investeringer.

Arbeidskapital

2020 Bulkers har nesten ikke noe arbeidskapital fordi varelageret deres er ikke-eksisterende. Den endringen i arbeidskapital som faktisk forekommer for selskapet er såpass liten at den ikke er relevant nok til å ta med i en endelig utregning. Det aller meste av overskuddet blir betalt ut til aksjonærer.

8.3 Fri kontantstrøm til total kapital

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	65 210 244	66 382 338	77 580 750	76 617 150
Driftskostnader	20 349 000	22 949 000	17 749 000	17 749 000
EBITDA	44 861 244	43 433 338	59 831 750	58 868 150
Avskrivninger	8 700 000	8 700 000	8 700 000	8 700 000
EBIT	36 161 244	34 733 338	51 131 750	50 168 150
Skatt	-	-	-	-
Endring i arbeidskapital	-	-	-	-
Avskrivninger	8 700 000	8 700 000	8 700 000	8 700 000
Fri kontantstrøm til total kapital	44 861 244	43 433 338	59 831 750	58 868 150

Tabell 31 Fri kontantstrøm til total kapital

8.4 Verdsettelse ved scenario: likvidering av selskap

Ledelsen i 2020 Bulkers har hele veien vært klar på at de alltid vil ta valg som gir mest profitt til aksjonærene, om de så må selge skipene og likvidere selskapet. Vi ser derfor på dette som en av de største risikoene tilknyttet til investering i selskapet for øyeblikket. Denne delen av oppgaven inngår ikke som et estimat i verdsettelse av aksjen, men heller en advarsel om hvilken risiko man som investor har om man velger å investere i aksjen nå.

Vi ønsker å vise et eksempel på et sammenlignbart selskap for å vise at dette er noe som kan skje. Hunter Group er et selskap som opererte innen shipping i segmentet tanking, og var et rederi driftet av den norske investor Arne Fredly. I 2018 bestilte de 8 VLCC skip som ble satt på vannet i 2019 og 2020. Etter en periode med gode utbytter, var alle skip solgt innen juni 2022 fordi de mente det var det beste for aksjonærene (Hunter Group, u.å.).

Om de velger å likvidere selskapet betaler de ned gjelden sin og betaler ut resterende som utbytte til aksjonærene. Da vil de nok ta hensyn til majoriteten av aksjonærene, og risikoen vil da hovedsakelig være forbundet med kjøpspris.

En eventuell likvidering av selskapet kan skje nå, og det kan skje om mange år. Vi kan ikke regne ut utbytte ved likvidering for hvert år, men vil vise en utregning under for å vise eksempelvis hva som kan skje. Vi ser derfor på hvor mye aksjonærene ville sattet igjen med, dersom selskapet likvideres den 16.04.2024

Utregning

Dersom et selskap likvideres brukes kapitalen til å betale ned gjelden selskapet har, og så fordeles overskudd på aksjonærene.

Etter salg av Bulk Shanghai og Bulk Seoul sitter selskapet igjen med 112 millioner amerikanske dollar i gjeld. Skipene ble solgt for 127,5 millioner amerikanske dollar til sammen. Vi regner derfor med en salgspris på 63,75 millioner dollar per skip for de resterende seks skipene til 2020 Bulkers.

Skip	Pris
Bulk Sandefjord	63,75
Bulk Santiago	63,75
Bulk Shenzhen	63,75
Bulk Sydney	63,75
Bulk Sao Paulo	63,75
Bulk Santos	63,75
Total salgsverdi	382,5

Tabell 32 Salgsverdi

2020 Bulkers refinansierer nå lånet sitt i tillegg til en ekstra innbetaling på 27,5 millioner dollar, og vil ende opp med gjenværende lån på US\$ 112 millioner. 2020 Bulkers betaler ut det aller meste av egenkapital gjennom utbytte og ekstraordinært utbytte i april, men vil

sitte igjen med 19 millioner dollar i kontanter. Gjenværende egenkapital setter vi til salgspris av skipene + 19 millioner dollar.

⇒

Beløp i millioner \$US		Beløp i \$US	
Egenkapital ved salg	401	EK etter betalt lån	289 000 000
Lån	112	Antall aksjer	22 870 906
EK etter betalt lån	289	\$US per aksje	12,6

Tabell 33 Terminalverdi

⇒

Vi ser i utregningen over at dersom de bruker all egenkapital ved salg av skip går til å betale ned på lånet, vil de sitte igjen med et overskudd på 289 000 000 dollar. Når vi deler dette på antall aksjer ser vi at de vil sitte igjen med omtrent 12,6\$ per aksje.

Vekslingskursen for USD/NOK per 16.04.2024 er 10,95. $12,6 * 10,95 = 137,97$. Verdien per aksje er derfor 137,97 kr.

Kursen til 2020 Bulkers den 16. April 2024 er 148 kr. $137,97 - 148 = -10,03$ kr.

Vi ser her at dersom man kjøper seg inn på dagens kurs og selskapet bestemmer seg for å likvidere selskapet samme dag, vil man tape 10,03 kr per aksje man har kjøpt.

Denne utregningen er en mye brukt beregning innenfor shippingsektoren og den kalles for P/NAV. P/NAV er en verdsettelsesmetode hvor man ser på forholdet mellom markedsprisen på aksjen og dens netto eiendeler. Ved bruk av P/NAV er en sluttverdi på under 1 ofte en indikasjon på at aksjen er underpriset i markedet og en sluttverdi på over 1 at aksjen er overpriset i markedet. I vår situasjon får vi en P/NAV på 1,07 som kan fortelle oss at aksjen er relativt greit priset i markedet, kanskje til og med litt overvurdert.

8.5 Verdiberegning

Vi har funnet fri kontantstrøm til totalkapitalen og må nå diskontere den for å få nåverdien av kontantstrømmen. Dette bruker vi WACC til som vi fant i kapittel 7.8.

År	e2024	e2025	e2026	e2027
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	44 861 244	43 433 338	59 831 750	58 868 150
WACC	7,82 %	7,82 %	7,82 %	7,82 %
Nåverdi av kontantstrøm	41 353 095	36 905 969	46 864 266	42 503 746

Tabell 34 Nåverdi av kontantstrøm

Vi må også regne ut nåverdi av terminalverdien vi har funnet ut. Vi diskonterer terminalverdien i år 2027 med avkastningskravet fra WACC. Tabellen under viser nåverdi av kontantstrøm addert med nåverdi av terminalverdien minus gjelden selskapet har utestående pluss kontanter.

Verdiberegning	
Nåverdi av terminalverdi	283 031 081
Nåverdi av kontantstrøm	167 627 075
= Selskapsverdi	450 658 156
+ Kontanter	19 000 000
- Gjeld	112 000 000
= Verdi egenkapital	357 658 156

Tabell 35 Verdi egenkapital

Etttersom at vi skal verdsette 2020 Bulkens i NOK, velger vi å finne verdien av egenkapitalen til 2020 Bulkens i NOK også. Vi bruker samme kurs som tidligere i oppgaven, altså 10,95. Verdien av egenkapitalen til 2020 Bulkens blir derfor 3 916 356 808 NOK.

Til slutt deler vi det hele på antall aksjer utestående for å få et estimat på hva aksjekursen skal være ifølge vår fundamentale verdsettelse.

Aksjepris	
Verdi egenkapital NOK	3 916 356 808
Antall Aksjer	22 870 906
Pris	171,24

Tabell 36 Aksjepris

Vi ender opp med et kursmål på 171,24 NOK til aksjen til 2020 Bulkers ved bruk av fundamental verdsettelse.

9. Sensitivitetsanalyse

I en fundamental verdsettelse tar man underveis mange valg som kan gjøre at det kommer en viss usikkerhet rundt det endelige resultatet. Vi kan derfor gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å se hvordan den estimerte aksjekursen kan endre seg ved å endre på noen sentrale faktorer i beregningen. Vi har valgt å ta endringer i skipsverdi og WACC, og endringer i rater og WACC i vår beregning fordi disse er faktorene som påvirker aksjekursen mest.

I vår analyse velger vi å ta utgangspunkt i aksjekursen vi fikk ved å gjennomføre en fundamental verdsettelse og se hvordan kursen blir påvirket av endringer.

		Skipsverdi				
171,24		55 000 000	60 000 000	63 750 000	67 500 000	70 000 000
W	9,00 %	144,62	154,47	161,86	169,24	174,17
A	8,50 %	148,17	158,24	165,79	173,34	178,38
C	7,82 %	153,09	163,46	171,24	179,02	184,20
C	7,00 %	159,15	169,90	177,95	186,01	191,38
	6,50 %	162,92	173,90	182,13	190,36	195,85

Tabell 37 Sensitivitetsanalyse skipsverdi

Sensitivitetsanalysen viser oss at kursen til 2020 Bulkers er mer sensitive til en endring i skipsverdien enn en endring i WACC. Som vi så tidligere i vår verdsettelse, så er verdien

på skipene til 2020 Bulkers en av bærebjelkene til aksjen. Dette er nok årsaken til at skipsverdier overdøper en endring i WACC.

		Rater				
		25000	27500	31107	33500	37500
171,24						
W	9,00 %	156,69	158,80	161,86	163,88	167,26
	8,50 %	160,57	162,71	165,79	167,84	171,26
A	7,82 %	165,94	168,11	171,24	173,32	176,79
C	7,00 %	172,56	174,77	177,95	180,07	183,60
C	6,50 %	176,67	178,91	182,13	184,27	187,84

Tabell 38 Sensitivitetsanalyse rater

Vi velger også å se på en sammenligning mellom WACC og ratene i markedet. Her kan vi se at ratene ikke er like sensitive til endringer som det skipsverdien var. Ratene i markedet er allikevel viktig for aksjekursen til 2020 Bulkers ettersom at inntekten til selskapet kun baserer seg på ratene fra dag til dag.

10. Relativ verdsettelse

I en relativ verdsettelse sammenligner man multipler selskapet har i forhold til andre selskap i industrien. I denne delen av oppgaven skal vi også sammenligne med selskapene vi tidligere har sammenlignet med. Selskapene er Golden Ocean Group, Jinhui Shipping and Transportation og Belships. Vi henter aksjekursen fra Nordnet og resterende tall hentes inn fra årsrapportene til selskapene.

Vi skal se nærmere på multiplene vi har skrevet om i avsnitt 4.3 og multiplene vi skal sammenligne er P/E ratio, P/B ratio, P/S ratio og EV/EBITDA. Aksjekursen vi tar utgangspunkt i er hentet fra 16.04.2024.

Aksjekurs per 16.04.2024	
2020 Bulkers	148 kr
Golden Ocean Group	142,20 kr
Jinhui Shipping	5,98 kr
Belships	20,75 kr

Tabell 39 Aksjekurs

10.1 Price/Earnings-ratio (P/E)

Price/Earnings-ratio forteller oss om en aksje er høyt eller lavt priset i forhold til sin inntjening. En høy P/E vil ofte vise at en aksje er overvurdert. For å regne ut P/E deler vi markedsverdi per aksje på resultat per aksje.

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

Formel 30 P/E-ratio

Selskap	Price/Earnings-ratio
2020 Bulkers	11,96
Golden Ocean Group	23,19
Jinhui Shipping	N/A
Belships	5,57
Gjennomsnitt	13,57

Tabell 40 P/E-ratio

Vi kan se at 2020 Bulkers har en P/E på 11,96 mot markedets gjennomsnitt på 13,57. Det kan bety at 2020 Bulkers er litt underpriset på markedet. Jinhui Shipping står som N/A fordi de har negativ P/E.

10.2 Price/Book-ratio (P/B)

Price/Book-ratio bruker vi for å sammenligne selskapets markedsverdi med bokført verdi. For å regne ut P/B deler vi markedsverdi per aksje på bokført verdi per aksje.

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Bokverdi per aksje}}$$

Formel 31 P/B-ratio

Selskap	Price/Book-ratio
2020 Bulkera	2,34
Golden Ocean Group	2,23
Jinhui Shipping	0,18
Belships	1,49
Gjennomsnitt	1,56

Tabell 41 P/B-ratio

10.3 Price/Sale-Ratio (P/S)

Price/Sale-ratio viser oss forholdet mellom markedsverdien til selskapet og driftsinntektene. Vi deler markedsverdien på driftsinntektene for å finne P/S.

$$P/S = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 32 P/S-ratio

Selskap	P/S Ratio
2020 Bulkera	4,51
Golden Ocean Group	3,01
Jinhui Shipping	0,71
Belships	1,17
Gjennomsnitt	2,35

Tabell 42 P/S-ratio

10.4 Enterprise value/EBITDA (EV/EBITDA)

Enterprise value/EBITDA gir oss den totale selskapsverdien og kan også defineres som driftsresultat. Vi regner det ut ved å ta verdien av selskapet, som er definert som markedsverdi av egenkapital + markedsverdi av gjeld - kontanter, og deler det på EBITDA til selskapet.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Verdien av selskapet}}{EBITDA}$$

Formel 33 EV/EBITDA

Selskap	EV/EBITDA
2020 Bulkers	10,01
Golden Ocean Group	12,49
Jinhui Shipping	13,54
Belships	6,21
Gjennomsnitt	10,56

Tabell 43 EV/EBITDA

10.5 Estimert aksjekurs

Til slutt kan vi sammenligne alle multiplene med hverandre og regne ut estimerte aksjekurs basert på dem. For å regne ut aksjekursen, multipliserer vi gjennomsnitts multiplene med de relevante faktorene til 2020 Bulkers.

Selskap	Aksjekurs	P/E Ratio	P/B Ratio	P/S Ratio	EV/EBITDA
2020 Bulkers	148 kr	11,96	2,34	4,51	10,01
Golden Ocean Group	142,2 kr	23,19	2,23	3,01	12,49
Jinhui Shipping	5,98 kr	N/A	0,18	0,71	13,54
Belships	20,75 kr	5,57	1,49	1,17	6,21
Gjennomsnitt	63,39 kr	13,57	1,56	2,35	10,56

Tabell 44 Gjennomsnitt relativ verdsettelse

Estimert aksjekurs	P/E Ratio	P/B Ratio	P/S Ratio	EV/EBITDA	Gjennomsnitt
2020 Bulkers	167,91 kr	120,25 kr	82,13 kr	249,31 kr	154,9 kr

Tabell 45 Relativ verdsettelse kurs

Vi kan også se at det er en del forskjell på de utregnede estimerte aksjekursene ved en relativ verdsettelse. Vi velger derfor å ta utgangspunkt i gjennomsnittet av dem og ender opp med en estimert aksjekurs på 154,9 kr.

11. Verdiestimering

Vi har nå gjennomført både en fundamental verdsettelse og en relativ verdsettelse av selskapet 2020 Bulkens. Vi skal nå finne verdien av en 2020 Bulkens aksje per 16.04.2024.

I vår oppgave har vi valgt å legge vekt på den fundamentale verdsettelsen og bruke den relative verdsettelsen som en støtte for aksjekursen. Vektingen vi har valgt er derfor 75% på den fundamentale verdsettelsen og 25% på den relative verdsettelsen. Utregning av aksjekursen per 16.04.2024 blir da som følger.

Metode	Fundamental verdsettelse	Relativ Verdsettelse
Aksjekurs	171,24	154,9
Vekting	75 %	25 %
Resultat	167,16	

Tabell 46 Verdiestimering

Svaret vårt på problemstillingen vår blir utregnet aksjekurs som endte på 167,16 kroner.

12. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å finne aksjeverdien til 2020 Bulkers per 16.04.2024. For å finne dette har vi utført en fundamental verdsettelse, med neddiskontering av den fremtidige kontantstrømmen. For å ikke basere hele verdsettelsen på samme analyse har vi supplert med en relativ verdsettelse hvor vi har sammenlignet multipler med andre selskaper i tørrlastmarkedet.

Vektingen vi brukte for den fundamentale verdsettelsen er 75% og vektingen av den relative verdsettelsen er 25%. Med en estimert aksjekurs på 171,24 kr ved fundamental verdsettelse, og 154,9 kr ved relativ verdsettelse kom vi frem til en endelig aksjepris på 167,16 kr. Sluttkursen til 2020 Bulkers på Oslo Børs den 16.04.2024 er 148kr. Vi har verdsatt aksjen til 19,16kr høyere, som tilsvarer en oppgang på 12,95%. Dette indikerer at aksjen er underpriset. Vår anbefaling blir derfor å kjøpe aksjen.

Tørrlastrederier er i veldig stor grad påvirket av ratene i markedet, og det å spå rater er en svært utfordrende oppgave da det er veldig mange faktorer som påvirker. En stor del av verdsettelsen avhenger av estimerte fremtidige rater i markedet fra meglerhusene Pareto Securities, DNB Markets og Cleaves Securities. En risiko knyttet til vårt verdiestimat vil være om meglerhusene bommer på sine rate-estimer. Som nevnt tidligere i oppgaven tror styreleder Magnus Halvorsen at 10/10 analytikere bommer på sine estimerte rater over tid. Det er selvfølgelig mulig Magnus Halvorsen tar feil her, men det bør tas til ettertanke om man skal bruke vår analyse som anbefaling.

13. Litteraturliste

2020 Bulkiers Ltd. (2019). *Investor Presentation*.

<https://2020bulkiers.com/content/uploads/2020/08/Company-presentation-29-August-2019.pdf>

2020 Bulkiers Ltd. (2020). *Annual Report 2023*. 2020 Bulkiers.

<https://2020bulkiers.com/content/uploads/2024/03/2020-Bulkiers-Ltd.-Annual-report-2023.pdf>

2020 Bulkiers Ltd. (29. Oktober 2020). *Prospectus 2020 Bulkiers LTD*. 2020 Bulkiers.

<https://2020bulkiers.com/content/uploads/2020/10/Prospectus-29-October-2020-2020-Bulkiers-Ltd.pdf>

2020 Bulkiers Ltd. (2023). *Board of directors' report Q4 2022*.

https://2020bulkiers.com/content/uploads/2023/02/2020_Bulkiers_Board_of_Directors_Report_Q4_2022.pdf

2020 Bulkiers Ltd. (2024). *DIVIDEND & CASH DISTRIBUTION HISTORY*. Hentet 28.

Mars 2024 fra <https://2020bulkiers.com/investor-relations/#cash-history>

2020 Bulkiers Ltd. (2024, 9. April). *2020 Bulkiers Ltd. (2020) - Financing update and special dividend*. Euronext.

<https://live.euronext.com/en/product/equities/BMG9156K1018-XOSL/company-information#CompanyPressRelease-12404258>

2020 Bulkiers Ltd. (u.å.). *DIVIDEND POLICY*. Hentet 18. Februar 2024 fra

<https://2020bulkiers.com/company/>

2020 Bulkiers. (u.å.). *Our Fleet*. Hentet 22. Mars 2024 fra <https://2020bulkiers.com/our-fleet/>

2020 Bulkera Ltd. (u.å.). *Vision*. Hentet 18. Februar 2024 fra

<https://2020bulkera.com/company/>

Baltic Exchange. (U.Å.). *Independent information for the dry bulk market*. Hentet 08.03.2024 fra

<https://www.balticexchange.com/en/data-services/market-information0/dry-services.html>

Belships. (2024). *Annual Report 2023*. <https://ml->

[eu.globenewswire.com/Resource/Download/a7f2a832-474b-48e0-abaa-635501777495](https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a7f2a832-474b-48e0-abaa-635501777495)

BHP. (u.å.). *Iron ore*. Hentet 19. mars 2024 fra <https://www.bhp.com/what-we-do/products/iron-ore>

Brealey, R. A., Myers, S.C. & Marcus, A.J. (2022). *Fundamentals of Corporate Finance* (11. Utgave). McGraw Hill LLC.

Clarksons. (u.å.). *What is dry bulk cargo?*. Hentet 19. Mars 2024 fra

<https://www.clarksons.com/glossary/what-is-dry-bulk-cargo/>

Cleaves Securities. (2024, 12. Februar). *Shipping Weekly 7/2024*. <https://58eecd78-defc-4879-bf9d->

[81429fa7ec9f.usrfiles.com/ugd/58eecd_92c68fcf143c43399f93edbf7ab34280.pdf](https://58eecd78-defc-4879-bf9d-81429fa7ec9f.usrfiles.com/ugd/58eecd_92c68fcf143c43399f93edbf7ab34280.pdf)

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

De forente nasjoner (FN). (2023, 15. Juni). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*.

<https://fn.no/tema/baerekraftig-utvikling-fattigdom-og-befolkning/befolkning>

DNB Markets. (2024, 29. februar). *Golden Ocean*. https://cdn.fsbx.com/v/t59.2708-21/432966508_1461749011080635_1243107764005725911_n.pdf/CMP4_232182.pdf?nc_cat=100&ccb=1-

[7& nc sid=2b0e22& nc ohc=gCUIHsW6aaYQ7kNvgFgHRa4& nc ht=cdn.fbsbx.com&oh=03_Q7cD1QExshGSgnT2uP8inifgJ33E5RcHXnM6ogEdbO_LLMgQFA&oe=663567DB&dl=1](https://www.fbsbx.com/oh=03_Q7cD1QExshGSgnT2uP8inifgJ33E5RcHXnM6ogEdbO_LLMgQFA&oe=663567DB&dl=1)

Euronext. Figur 5. (2024). *Sammenligning mellom 2020 Bulkere og OSEBX fra 2019-2024*.
<https://live.euronext.com/nb/product/equities/BMG9156K1018-XOSL#chart>

Fernando, J. (2024, 18. april). Reinvestment Risk Definition and How to Manage it.
Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/r/reinvestmentrisk.asp>

Global-rates. (u.å.). *USD LIBOR 3 MONTHS*. Hentet 16.04.2024 fra <https://www.global-rates.com/en/interest-rates/libor/american-dollar/21/usd-libor-interest-rate-3-months/>

Golden Ocean Group. (2024). *INTERIM FINANCIAL INFORMATION*.
<https://cdn.prod.nntech.io/fundamentals-file-proxy/quarter/report/05a679352c85b994f7999914830168b2.pdf>

Grandal, B. H. (2020, 13. August). -Vi er de eneste som tjener penger. *Finansavisen*.
<https://www.finansavisen.no/nyheter/shipping/2020/08/13/7555655/vi-er-de-eneste-som-tjener-penger>

Hoff, K. G., & Pedersen, A. O. (2019). *Grunnleggende regnskap 2* (3rd ed.).
Universitetsforlaget AS.

Hunter Group. (u.å.). *About*. Hentet 27. April 2024 fra
<https://www.huntergroup.no/investments/hunter-tankers/>

Husøy, E. R. og Kvale, A. N. (2023, 21. november). Golden Ocean tjente 29 millioner dollar i tredje kvartal. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/y6oxEe/golden-ocean-tjente-29-millioner-dollar-i-tredje-kvartal>

International Maritime Organization. (2019). *Introduction to IMO*. IMO.
<https://www.imo.org/en/About/Pages/Default.aspx>

- Jaganmohan, M. (2024). *Major countries in iron ore mine production worldwide in 2023*. Statista. <https://www.statista.com/statistics/267380/iron-ore-mine-production-by-country/>
- Jinhui Shipping and Transportation Limited. (2024). *Fourth Quarter Report for the Quarter Ended 31 December 2023 and Preliminary Annual Results for the Year Ended 31 December 2023*. https://www.jinhuiship.com/reports/jst2023Q4e_8990.pdf
- Jusleksikon.no. (2022, 12. desember). soliditet. *I Store norske leksikon*. <https://snl.no/soliditet>
- Kenton, W. (2024, 22. februar). Beta: Definition, Calculation, and Explanation for Investors. *Investopedia*. <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>
- Kolisnichenko, V. (2024, 19. februar). *Ukraine exported 3.11 million tons of iron ore in January*. GMK CENTER. <https://gmk.center/en/news/ukraine-exported-3-11-million-tons-of-iron-ore-in-january/>
- Kotler, P., Armstrong, G. & Parment, A. (2020). *Principles of Marketing*. (3. Utgave).
- Kvale, A. N. (2020, 17. januar). Stor scrubber-effekt for skip i tynget tørrlastmarked. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/kJLzVX/stor-scrubber-effekt-for-skip-i-tynget-toerrlastmarked>
- Manum, S. B., Eide, C. H., & Rosvold, K.A. (2020, 17. Mai). Kull. *I Store norske leksikon*. <https://snl.no/kull>
- Nordnet Norge. (2020, 07. Juli). *Q&A Med 2020 Bulkere* [Video]. YouTube. <https://youtu.be/xzqR88TqdDo?si=bDr8QIDOPiR1iBPU>
- Nordnet Norge. (2023, 22. november). *2020 Bulkere - Q&A (Q3 2023)* [Video]. YouTube. https://youtu.be/zT4GhtsD3L0?si=0O_zfbCsCEwin2GL

- Nordnet Norge. (2024, 17. April). *En samtale med styreleder i 2020 Bulkere* [Video]. YouTube. <https://youtu.be/Cq5PzTqeB6c?si=TBNMRKN1zlw3EojW>
- Norges Bank. (2024, 16. april). *Statslån - Generiske Renter*. <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=5Y&frequency=B&startdate=2024-04-16&stopdate=2024-04-16>
- Pareto Securities AS. (2024). *The simpler, the better*. <https://online.paretosec.com/research/pdf-viewer/report/2020Bulkers-CompanyReport-Update-2024-01-10-343064>
- Pareto Securities AS. (2024). *The simpler, the better. Demand - healthy growth to continue*. <https://online.paretosec.com/research/pdf-viewer/report/2020Bulkers-CompanyReport-Update-2024-01-10-343064>
- Placek, M. (2023). *Number of active shipyards worldwide from 2014 to 2022*. Statista. <https://www.statista.com/statistics/1102673/active-shipyards-worldwide/>
- PricewaterhouseCoopers & Norske Finansanalytikeres Forening. (2021). *Risikopremien i det norske markedet*. PricewaterhouseCoopers. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>
- Rasmussen, N. (2024). *Dry Bulk Shipping Market Overview & Outlook*. BIMCO. https://www.bimco.org/news/market_analysis/2024/20240124-smoo-bulk
- Segrov, B. (2024, 26. mars). *Vurderer å flytte mer til Kypros*. *Finansavisen*. <https://www.finansavisen.no/shipping/2024/03/26/8112253/fredriksen-vurderer-a-flytte-mer-til-kypros>
- Sethi, S. (2019, March 22). *A Guide To Scrubber System On Ship*. Marine Insight. <https://www.marineinsight.com/tech/scrubber-system-on-ship/>
- Svihus, B. (2020, 17. Mai). *Korn*. *I Store norske leksikon*. <https://snl.no/korn>

Textor, C. (2024). *Production of iron ore in China from 2015 to 2023*. Statista.

<https://www.statista.com/statistics/307473/china-iron-ore-production/>

Vonheim, C. (2024, april 21). *Magnus Halvorsen: 2020 Bulkera, Shipping, Commodities, China, Investing, Dry Bulk In 2024 | Vonheim* [Video]. YouTube.

https://www.youtube.com/watch?v=7f4Bhz8Z8Fw&ab_channel=ChristopherVonheim

Whittington, R., Regner, P., Angwin, D., Johnson, G., & Scholes, K. (2019). *Exploring Strategy* (12th ed.). Pearson.

Yildirim, O. (2021, 12. April). *Scrubbers on Marine Vessels (What You Need to Know Today)*. Advanced Polymer Coatings. <https://www.adv-polymer.com/blog/scrubbers-on-marine-vessels>

Figur-, tabell- og formel liste

Figurer

Figur 1 Oversikt over 2020 Bulkers sine skip - Egen tilnærming.....	5
Figur 2 Utbytte betalt per måned. Egen tilvirkning.....	7
Figur 3 Etterspørsel innen tørrbulk. Fra “The simpler, the better” av Pareto Securities, 2024, Demand - healthy growth to continue, s.5.	9
Figur 4. Fra “Dry Bulk Shipping Market Overview & Outlook” av N. Rasmussen, s. 6.	30
Figur 5 Sammenligning mellom 2020 Bulkers og OSEBX fra 2019-2024. Fra Euronext (Euronext, 2024).....	49
Figur 6 Driftsinntekter	55
Figur 7 Driftskostnader.....	57

Formler

Formel 1 DCF.....	11
Formel 2 CAPM.....	13
Formel 3 Egenkapitalavkastningskravet	15
Formel 4 Beta	16
Formel 5 Historisk beta	16
Formel 6 Bloomberg beta	17
Formel 7 Unlevered beta.....	18
Formel 8 Bottom-up unlevered beta.....	18
Formel 9 Levered beta.....	18
Formel 10 WACC	20
Formel 11 Nåverdi av totalkapital.....	20
Formel 12 P/E-ratio	21
Formel 13 P/B-ratio.....	22
Formel 14 P/S ratio	22
Formel 15 EV/EBITDA.....	23
Formel 16 Totalkapitalrentabilitet.....	43
Formel 17 Egenkapitalrentabilitet.....	43
Formel 18 Driftsmargin	44
Formel 19 Likviditetsgrad 1	45
Formel 20 Egenkapitalprosent.....	46
Formel 21 Rentedekningsgrad.....	47
Formel 22 Historisk Beta	49
Formel 23 Levered Beta	51
Formel 24 Levered Beta utregning.....	52
Formel 25 CAPM.....	53
Formel 26 CAPM utregning.....	53
Formel 27 Egenkapitalandel.....	54
Formel 28 Gjeldsandel.....	54
Formel 29 WACC	54
Formel 30 P/E-ratio	67
Formel 31 P/B-ratio.....	67
Formel 32 P/S-ratio	68
Formel 33 EV/EBITDA.....	69

Tabeller

Tabell 1 Oversikt over 2020 Bulkers sine kontrakter.....	4
Tabell 2 Oversikt over de 10 største aksjonærene – egen tilnærming.....	5
Tabell 3 Fri kontantstrøm til egenkapital.....	12
Tabell 4 kontantstrøm til total kapital.....	19
Tabell 5 SWOT.....	34
Tabell 6 Resultatregnskap.....	40
Tabell 7 Balanseregnskap.....	41
Tabell 8 Balanseregnskap egenkapital og gjeld.....	42
Tabell 9 Total kapitalrentabilitet.....	43
Tabell 10 Egenkapitalrentabilitet.....	44
Tabell 11 Driftsmargin.....	44
Tabell 12 Likviditetsgrad 1.....	45
Tabell 13 Egenkapitalprosent.....	47
Tabell 14 Rentedeckningsgrad.....	48
Tabell 15 Beta.....	49
Tabell 16 Gjeldsgrad.....	50
Tabell 17 Beta.....	51
Tabell 18 Unlevered beta.....	51
Tabell 19 Gjennomsnittlig beta.....	51
Tabell 20 Rater.....	56
Tabell 21 Time charter rater.....	56
Tabell 22 Driftsinntekter.....	57
Tabell 23 Operasjonelle kostnader.....	57
Tabell 24 Operasjonelle kostnader per båt.....	58
Tabell 25 Generelle og administrative kostnader.....	58
Tabell 26 Generelle og administrative kostnader estimerer.....	59
Tabell 27 Driftskostnader.....	59
Tabell 28 EBITDA.....	60
Tabell 29 Avskrivninger.....	60
Tabell 30 EBIT.....	60
Tabell 31 Fri kontantstrøm til total kapital.....	61
Tabell 32 Salgsverdi.....	62
Tabell 33 Terminalverdi.....	63
Tabell 34 Nåverdi av kontantstrøm.....	64
Tabell 35 Verdi egenkapital.....	64
Tabell 36 Aksjepris.....	65
Tabell 37 Sensitivitetsanalyse skipsverdi.....	65
Tabell 38 Sensitivitetsanalyse rater.....	66
Tabell 39 Aksjekurs.....	67
Tabell 40 P/E-ratio.....	67
Tabell 41 P/B-ratio.....	68
Tabell 42 P/S-ratio.....	68
Tabell 43 EV/EBITDA.....	69
Tabell 44 Gjennomsnitt relativ verdsettelse.....	69
Tabell 45 Relativ verdsettelse kurs.....	69
Tabell 46 Verdiestimering.....	70

