

Johan Drægebø
Mathias Vindal
Oscar Stinius Fiskum
Mats Fossan Tingstad

Verdsettelse av Flex LNG Ltd.

Valuation of Flex LNG Ltd.

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon, Finansiell Styring
Veileder: Frode Kjærland

April 2022

Johan Drægebø
Mathias Vindal
Oscar Stinius Fiskum
Mats Fossan Tingstad

Verdsettelse av Flex LNG Ltd.

Valuation of Flex LNG Ltd.



Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon, Finansiell Styring
Veileder: Frode Kjærland
April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Førord

Skipsfart danner grunnlaget for internasjonal handel og økonomisk utvikling. I tillegg til å være avgjørende for verdensøkonomien, har skipsfarten dype norske røtter – vi er den fjerde største skipsfartsnasjonen i verden.

Vi har valgt å skrive denne oppgaven om Flex LNG Ltd. Dette er fordi vi anser de som det mest spennende shipping-selskapet på Oslo Børs. I tillegg til å operere en flåte bestående av 13 moderne LNG-skip, inngår de i det anerkjente Fredriksen-systemet. Hovedårsaken til at vi valgte Flex LNG er likevel varen de frakter på sine skip; flytende naturgass (Liquefied Natural Gas – LNG). Vi tror naturgass vil utgjøre en større andel av verdens energimiks i fremtiden, og være et viktig steg mot å nå verdens klimamål. Å verdsette et selskap som opererer i en bransje preget av internasjonal konkurranse, volatile sykluser og makroøkonomiske problemstillinger ga oss samtidig en spennende utfordring.

Analysen i oppgaven er basert på kunnskap vi har opparbeidet oss gjennom en treårig bachelor i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven tilsvarer 7,5 studiepoeng innenfor fordypningsområdet vårt som er Finansiell Styring. Ved å gjennomføre denne analysen har vi fått stort læringsutbytte av å anvende teorien vi har lært i tidligere fag. Vi har lært mye om shipping-industrien, Flex LNG og hvordan man verdsetter et selskap. Til slutt ønsker vi å takke vår veileder Frode Kjærland for god oppfølging og engasjement for oppgaven underveis.

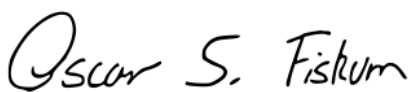
Trondheim, 27.04.2022



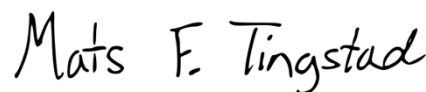
Mathias Vindal



Johan Drægebø



Oscar Stinius Fiskum



Mats Fossan Tingstad

Sammendrag

Hensikten med denne oppgaven er å verdsette egenkapitalen til Flex LNG Ltd per. 01.01.2022. Verdien har blitt beregnet ved å gjennomføre en fundamental verdsettelse bygget på en kontantstrømbasert modell, der strategiske og regnskapsbaserte analyser utgjorde fundamentet. En komparativ verdsettelse er benyttet som et supplement.

Flex LNG har siden 2018 etablert seg shippingbransjens LNG-segment med 13 nye skip til frakt av flytende naturgass. Bransjen preges av sykliske perioder, makroøkonomiske forhold og internasjonale faktorer.

Den strategiske analysen indikerer at markedet for frakt av LNG er voksende. PESTEL-analysen viser til fraktavstanden mellom importør-og eksportørland og framtidig energibehov som særlige årsaker til dette. Motstand mot fossile energikilder og overkontrahering av nye skip er samtidig viktige trusler identifisert i analysen. VRIO-analysen belyser at Flex LNG er godt posisjonert til å kapitalisere på den voksende etterspørselen etter LNG, i hovedsak på bakgrunn av deres moderne flåte, finansielle ressurser og humankapital. Til tross for selskapets styrker, anser vi ingen av dem som varige konkurransefortrinn.

Regnskapsanalysen viser at Flex LNG står sterkt i forhold til sine konkurrenter og bransjegjennomsnittet. Det er særlig egenkapitalrentabilitet og driftsmargin som belyser en sterk finansiell posisjon.

I kapittel 7 sammenstiller vi den strategiske og regnskapsmessige analysen i en kontantstrømbasert modell, der selskapets kontraktportefølje er betydningsfull.

Den fundamentale verdsettelsen ga oss en verdi av egenkapitalen per aksje pålydende **\$ 43,59**. Sensitivitetsanalysen viste at WACC og vekst som verdidrivere gir størst innvirkning på estimert verdi. Verdier beregnet ved bruk av multiplikatorer var vesentlig lavere enn estimert verdi ved fundamental verdsettelse.

Abstract

The purpose of this thesis is to value the equity of Flex LNG Ltd per. 01.01.2022. The value has been calculated by conducting a fundamental valuation based on a cash flow-based model, where strategic and accounting-based analyses formed the foundation. A comparative valuation is used as a supplement.

Since 2018, Flex LNG has established the shipping industry's LNG segment with 13 new vessels for transporting liquefied natural gas. The industry is characterized by cyclical periods, macroeconomic conditions and international factors.

The strategic analysis indicates that the market for shipping LNG is growing. The PESTEL analysis refers to the shipping distance between importer and exporter country and future energy needs as particular reasons for the market growth. Resistance to fossil energy sources and over-contracting of new ships are at the same time important threats identified in the analysis. The VRIO analysis highlights that Flex LNG is well positioned to capitalize on the growing demand for LNG, mainly based on their modern fleet, financial resources and human capital. Despite the company's strengths, we do not consider any of them as lasting competitive advantages.

The accounting analysis shows that Flex LNG is strong in relation to its competitors and the industry average. Return on equity and operating margin in particular shed light on a strong financial position.

In Chapter 7, we compile the strategic and accounting analysis in a cash flow-based model, where the company's contract portfolio is significant.

The fundamental valuation gave us a value of equity per share of \$ **43,59**. The sensitivity analysis showed that WACC and growth as value drivers have the greatest impact on the estimated value. Values calculated using multipliers were significantly lower than the estimated value with fundamental valuation.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Sammendrag	2
Abstract	3
Innholdsfortegnelse	4
Tabelloversikt	7
Figuroversikt	8
1. INNLEDNING	9
<i>1.1 Motivasjon for oppgaven</i>	9
<i>1.2 Problemstilling</i>	10
<i>1.3 Oppbygning og avgrensning</i>	10
2. SELSKAPS- OG BRANSJEANALYSE	12
2.1 <i>Om Flex LNG</i>	12
2.1.1 Introduksjon av selskapet	12
2.1.2 Drift og eierskap	13
2.2 <i>Om bransjen</i>	13
2.2.1 Introduksjon	13
2.2.2 Historie og bruk.....	14
2.2.3 Dagens marked og fremtidsbehov	15
3. STRATEGISK ANALYSE	17
3.1 <i>Eksternanalyse</i>	17
3.1.1 PESTEL-analyse	18
3.1.2 Porters femfaktormodell.....	23
3.2 <i>Internanalyse</i>	30
3.2.1 VRIO-analyse.....	30
3.3 <i>Oppsummering av den strategiske analysen</i>	34
3.2.2 SWOT-analyse	34

4. REGNSKAPSANALYSE	35
4.1 <i>Lønnsomhetsanalyse</i>	35
4.1.1 Rentabilitetsanalyse.....	35
4.1.2 Totalkapitalrentabilitet (ROA – Return on total assets).....	35
4.1.3 Egenkapitalrentabilitet	36
4.1.4 Driftsmargin	37
4.1.5 Oppsummering av lønnsomhet.....	38
4.2 <i>Likviditetsanalyse</i>	38
4.3 <i>Finansiering og soliditet</i>	39
4.3.1 Finanseringsgrad 1	39
4.3.2 Egenkapitalandel	40
4.3.3 Gjeldsgrad	41
4.3.4 Rentedekningsgrad.....	41
4.3.5 Oppsummering av finansiering og soliditet	42
5. BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV.....	43
5.1 <i>Kapitalverdimodellen</i>	44
5.1.1 Risikofri rente.....	44
5.1.2 Markedets risikopremie.....	45
5.1.3 Aksjebeta	45
5.1.4 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav	47
5.2 <i>WACC</i>	48
5.2.1 Andel egenkapital og gjeld.....	48
5.2.2 Gjeldskostnad	48
5.2.3 Beregning av avkastningskravet til totalkapitalen	50
6. KONTANTSTRØMBASERT ANALYSE.....	51
6.1 <i>Inntekter</i>	51
6.1.1 Historiske inntekter	52
6.1.2 Selskapets flåte, kapasitetsutvidelse og humankapital	52
6.1.3 Kontraktsportefølje.....	53
6.2 <i>Kostnader</i>	59
6.2.1 Historiske kostnader	59
6.2.2 Prognose av kostnadene	59
6.3 <i>Estimert fri kontantstrøm og terminalverdi</i>	61

7. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	63
7.1 <i>Verdsettelse etter DCF metoden</i>	63
7.2 <i>Sensitivitetsanalyse</i>	64
8. KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	65
8.1 <i>P/B – Price / Book</i>	66
8.2 <i>P/E – Price / Earnings</i>	67
8.3 <i>EV/EBITDA – Enterprise Value / Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization</i>	68
8.4 <i>Oppsummering av multipler</i>	69
9. KONKLUSJON.....	70
9.1 <i>Handlingsstrategi</i>	71
10. OPPGAVEKRITIKK	72
11. REFERANSER.....	73

Tabelloversikt

Tabell 1: VRIO-modellen.....	31
Tabell 2: Ressursene vurdert etter VRIO-modellen.....	33
Tabell 3: SWOT-analyse.....	34
Tabell 4: Totalkapitalrentabilitet for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper.....	36
Tabell 5: Egenkapitalrentabilitet for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper.....	36
Tabell 6: Driftsmargin for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper.....	37
Tabell 7: Likviditetsgrad 1 for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper.....	38
Tabell 8: Finansieringsgrad 1 for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper.....	39
Tabell 9: Egenkapitalandel for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper.....	40
Tabell 10: Gjeldsgrad for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper.....	41
Tabell 11: Rentedekningsgrad for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper.....	42
Tabell 12: Betaverdier.....	46
Tabell 13: Kapitalverdimodellen.....	47
Tabell 14: Beregning av WACC.....	50
Tabell 15: Historisk inntjening.....	52
Tabell 16: Prognose av kontraktoversikt.....	55
Tabell 17: Tabellarisk oppsett av modell.....	58
Tabell 18: Prediksjon av inntekter.....	59
Tabell 19: Historiske kostnader.....	59
Tabell 20: Predikasjon av kostnader.....	61
Tabell 21: Fri kontantstrøm.....	61
Tabell 22: Vekst i estimerte driftsinntekter.....	62
Tabell 23: Verdsettelse etter DCF metoden.....	63
Tabell 24: Sensitivitetsanalyse med endring i vekst og avkastningskrav.....	64
Tabell 25: P/B multiplikator.....	66
Tabell 26: P/E multiplikator.....	67
Tabell 27: EV/EBITDA multiplikator.....	68
Tabell 28: Handlingsstrategi.....	71

Figuroversikt

Figur 1: Utvikling av aksjekursen til Flex LNG i 2021 (Euronext, 2022).....	12
Figur 2: Verdens LNG-etterspørsel sortert etter region (IEA, 2022).....	14
Figur 3: Amerikansk naturgassforbruk etter sektor (EIA, 2022)	15
Figur 4: LNG-fraktskip, dagrater (i tusen USD) (Gonzales, 2022)	16
Figur 5: PESTEL-analyse.....	18
Figur 6: Verdens energiforbruk, sortert på kilde (IEA, 2022)	19
Figur 7: De fem konkurransekraftene som bestemmer bransjens lønnsomhet (Porter, 1985). 23	
Figur 8: Prisen på et nybygget LNG skip (Flex LNG, 2022).....	26
Figur 9: EU's gassforsyning og hvem som leverer den (Flex LNG, 2022)	29
Figur 10: Kontraktoversikt	54
Figur 11: Spot-ratepriser 2021	56

1. INNLEDNING

I dette kapittelet vil vi gjøre rede for vår motivasjon for valg av strategisk analyse og verdsettelse som tema for bacheloroppgaven. Vi vil presentere problemstillingen og gjøre leser kjent med hvilket datagrunnlag som er lagt til grunn. Avslutningsvis vil vi presentere oppgavens oppbygning og avgrensinger.

1.1 Motivasjon for oppgaven

Bacheloroppgaven strekker seg over hele vårt siste semester, og setter punktum for vårt 3-årige løp. For at dette semesteret skulle bli lærerikt og utfordrende var det viktig for oss å finne et tema for bacheloroppgaven som fanget var interesse. Fagområdene regnskap, strategi, analyse og finans er områder vi alle har vært fascinert av, derfor falt det naturlig for oss å skrive en verdsettelse.

Vi ble tidlig klar over at det knytter seg stor usikkerhet til den verdien man kommer fram til når man skriver en verdsettelse. Profesjonelle aktører og anerkjente professorer kommer, ved bruk av de samme modellene, fram til ulike anslag på verdien av samme selskap. Disse verdiene kan videre avvike stort fra børsverdiene som gir uttrykk for hvordan markedet priser selskapene – Hva er egentlig årsaken til de store avvikene? Dette fanget vår oppmerksomhet, og var noe vi ønsket å undersøke nærmere.

En fundamental verdsettelse vil utgjøre hovedtyngden av bacheloroppgaven vår. Dette tilsier at vi vil få fordypet oss i strategiske og regnskapsrelaterte problemstillinger, noe vi finner svært spennende. Siden en fundamental verdsettelse må sies å være en subjektiv metode ønsker vi å anvende multiplikatormodeller som et supplement til denne, da disse frigjør oss fra partiske oppfatninger omkring underliggende forhold av betydning for verdsettelsen. Vi har valgt å verdsette et selskap i LNG-shipping bransjen. Flytende naturgass (LNG) er av flere løftet frem som en del av det som kan være avgjørende for Europa når det kommer til å gjøre seg uavhengig av russisk gass. Sett i sammenheng med verdens klimautfordringer er det også spennende å verdsette et selskap som frakter en råvare med klimatiske fordeler i forhold til olje og kull.

LNG-segmentet innenfor shipping er et relativt nytt segment. Det første havgående LNG-skipet leverte sin last i 1959, og spot-markedet ble i praksis etablert etter Fukushimaulykken i Japan i 2011. I denne sammenhengen er en verdsettelse av et LNG-selskap som opererer en stor del av sin flåte i spot-markedet etter vår oppfatning oppløyd mark.

1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling for bacheloroppgaven:

Hva er verdien av egenkapitalen til Flex LNG pr. 1.1.2022?

Gjennom denne enkle problemstillingen har vi som mål og ikke bare komme fram til en verdi av egenkapitalen og følgelig komme med en kjøps-, selg- eller hold anbefaling, men også å få god innsikt i fagområdet verdsettelse. Vi ønsker også gjennom den strategiske analysen å bli godt kjent med bransjen, for å bedre kunne predikere fremtidige kontantstrømmer for Flex LNG. Derfor utgjør selve verdiestimatet bare en liten del av formålet med oppgaven. LNG-shipping bransjen er preget av høy volatilitet. Flex LNG er et selskap som har vokst mye de siste årene og 2021 var et all-time-high år for bransjen. Dette er alle faktorer som gjør at alt ligger til rette for en interessant og utfordrende oppgave.

1.3 Oppbygning og avgrensning

I oppbygningen av denne oppgaven har vi fulgt satte rammer fra våre veiledere, samtidig som vi har forsøkt å følge et logisk oppsett slik at det er enkelt for leseren å forstå vår tankegang. Det forutsettes at leseren har grunnleggende kunnskap innenfor økonomi, og da spesielt strategi, regnskap og finans. Vi har følgelig ikke brukt mye tid på å forklare begreper, men heller hvordan ulike mekanismer påvirker vår oppgave. Det understrekes at vi som bachelorstudenter ikke har gjennomført en verdsettelse tidligere og at dette er noe vi er blitt nødt til å lære oss underveis. Det har uansett vært en svært spennende prosess.

Vi har i starten av oppgaven presentert Flex LNG og bransjen, etterfulgt av en strategisk analyse-del som legger grunnlaget for vurderingene som er tatt i verdsettelsen. Her har vi utført

eksternanalyser som går i dybden av LNG-shipping bransjen, og kartlagt Flex LNG's ressurser i en internanalyse. Deretter har vi, i en regnskapsdel, analysert og sammenlignet selskapets risiko med et bransjeutvalg. Vi har analysert historiske tall som er sett opp mot bransjeutvalget og bransjen ellers. I kapittel 5 har vi begrunnet de ulike parameterne som benyttes for beregning av avkastningskrav. I kapittel 7 utføres den fundamentale verdsettelsen. Vi vil presisere at den estimerte verdien av egenkapitalen til Flex LNG vil være beheftet med usikkerhet, da den fremkommer basert på våre forutsetninger om framtidsutsikter forankret i vår strategiske og regnskapsmessige analyse. For å illustrere denne usikkerheten vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å se hvor følsom estimert verdi er for endringer i avkastningskrav og vekst.

Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen har vi også gjennomført en komparativ verdsettelse, mens vi avslutningsvis oppsummerer vi våre funn og konkluderer, der vi også kommer med en handlingsstrategi.

Det er viktig å påpeke at denne bacheloroppgaven er skrevet gjennom ett semester, og at oppgaveskrivingen er kombinert med 22,5 studiepoeng med obligatoriske fag som vi har hatt parallelt. Derfor er det naturlig at tiden vil være en begrensende faktor for hvordan en strategisk analyse og verdsettelse kan utføres. Vi har derfor måttet ta noen enklere grep underveis ved utarbeidelse av oppgaven. Vi har forsøkt å være åpen om hvilke grep vi har foretatt oss, og hvilke mulige fallgruver og svakheter dette kan medføre.

2. SELSKAPS- OG BRANSJEANALYSE

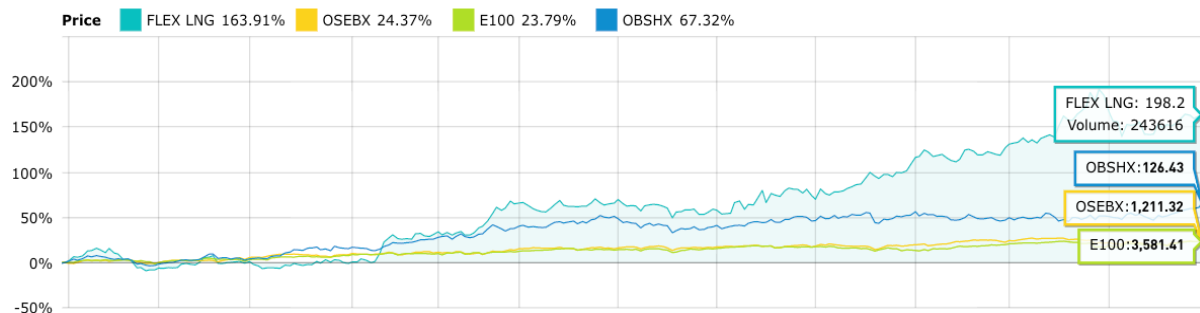
2.1 Om Flex LNG

2.1.1 Introduksjon av selskapet

Flex LNG er et norskkontrollert rederi som frakter flytende naturgass (Liquified Natural Gas, LNG). Selskapet eier og driver 13 moderne LNG-tankskip med en samlet lastekapasitet på 2 257 800 kubikkmeter flytende naturgass.

Flex LNG ble etablert i 2006, og er registrert på Bermuda. Selskapet ble notert på Oslo Børs i juli 2017, og mottok sitt første skip i 2018. De resterende 12 skipene ble levert i perioden 2018 til 2021. For å møte den økende interessen for LNG i USA, valgte selskapet å også notere seg på New York Stock Exchange i 2019. Selskapet er derfor registrert på to børser, begge med tickeren «FLNG». (Flex LNG Company Profile, 2022)

På grunn av sterk vekst i LNG-segmentet drevet av høye internasjonale gasspriser så vi også en sterk kursutvikling for Flex LNG i 2021.



Figur 1: Utvikling av aksjekursen til Flex LNG i 2021 (Euronext, 2022)

2.1.2 Drift og eierskap

Selskapets operasjonelle drift styres av det heleide datterselskapet Flex LNG Management AS fra deres kontorer i Oslo, ledet av selskapets CEO Øystein Kalleklev. Flex LNG har i tillegg eget in-house management, Flex LNG Fleet Management (FFM). Deres hovedoppgaver er å sørge for forsikring, teknisk vedlikehold og ansettelse og oppfølging av flåtens sjømenn.

Flex LNG's majoritetseier er Geveran Trading Co. Ltd, heleid av den norsk-fødte shippingmagnaten John Fredriksen. Fredriksens eierskap i selskapet utgjør per 1. Februar 2022 45,6 prosent og er selskapets suverent største eier. Inkludert Fredriksens eierandel, eier de 20 største aksjonærene samlet sett 63 prosent av selskapet. Av disse er 18 internasjonale investeringsfond – eller banker. Sammen med Geveran Trading, er SES AS med sin eierandel på 1,34 prosent det eneste privateide selskapet blant Flex LNG sine 20 største aksjonærer. De resterende aksjene på 37 prosent er eid av private enkeltinvestorer.

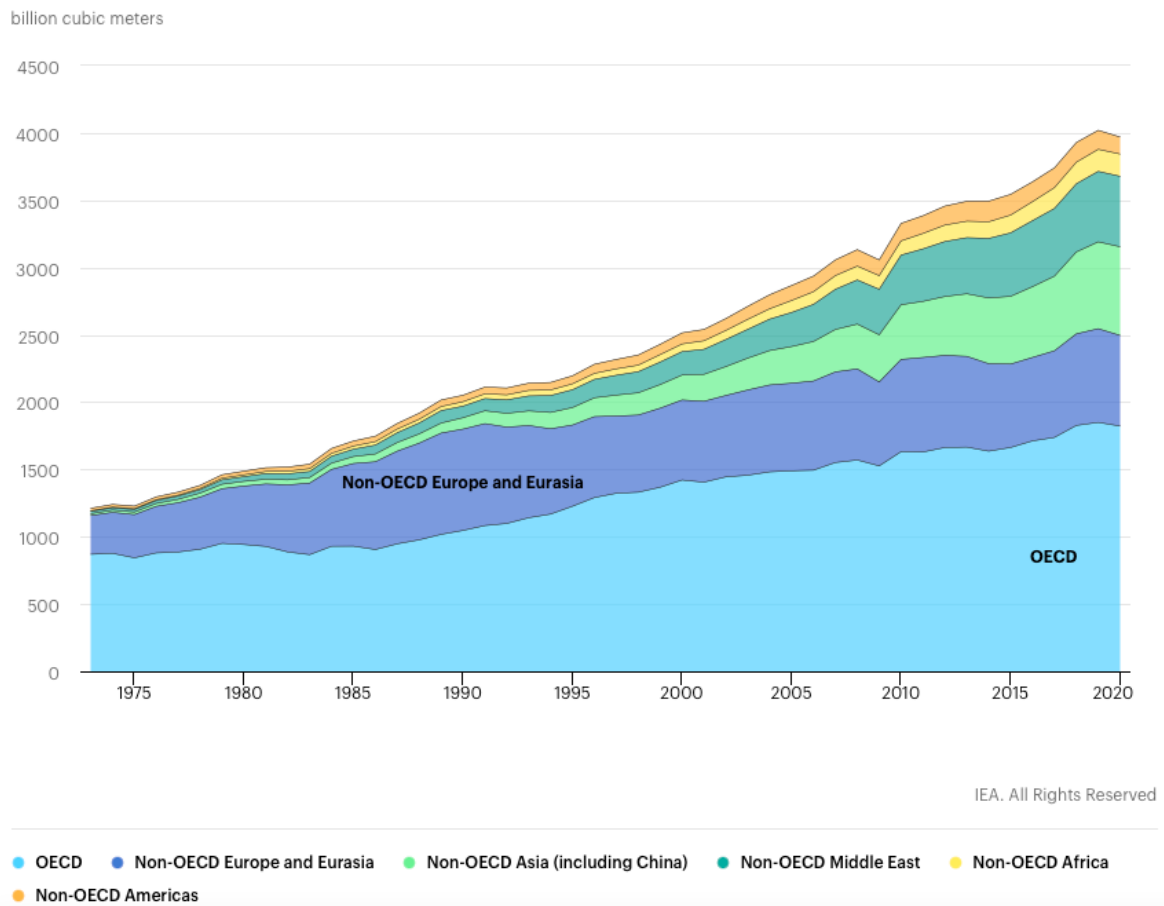
2.2 Om bransjen

2.2.1 Introduksjon

Naturgass er et fossilt brennstoff som utvinnes på liknende måte som olje, men i hovedsak fra egne gassfelt. Frakt av naturgass kan gjennomføres på to måter. Den første metoden er ved bruk av rørledninger, som frakter gassen direkte fra gassreservoarer til brukeren av produktet. Denne metoden krever et omfattende system av transnasjonale rørledninger, og er derfor vanskelig å gjennomføre dersom gassen skal fraktes over store avstander, som for eksempel mellom ulike kontinenter. Den andre metoden for å frakte naturgass på er å komprimere gassen til flytende form, og frakte den som en væske. En slik komprimering reduserer gassens volum til 1/600, og gjennomføres ved å kjøle ned naturgassen til minus 162 grader. I flytende form defineres naturgassen som LNG. LNG egner seg til transport over lengre avstander fordi det er enklere å håndtere naturgass i flytende form, og den har 600 ganger høyere energitetthet enn i gassform. Før LNG kan benyttes av sluttbrukeren, må den gjennom en prosess som reverserer komprimeringen av gassen.

2.2.2 Historie og bruk

Det første LNG-skipet ble sjøsatt i 1959 (Adriatic LNG, 2022). Det globale markedet utviklet seg de neste årene, og den globale etterspørselen av LNG skjøt fart fra 1970-tallet.

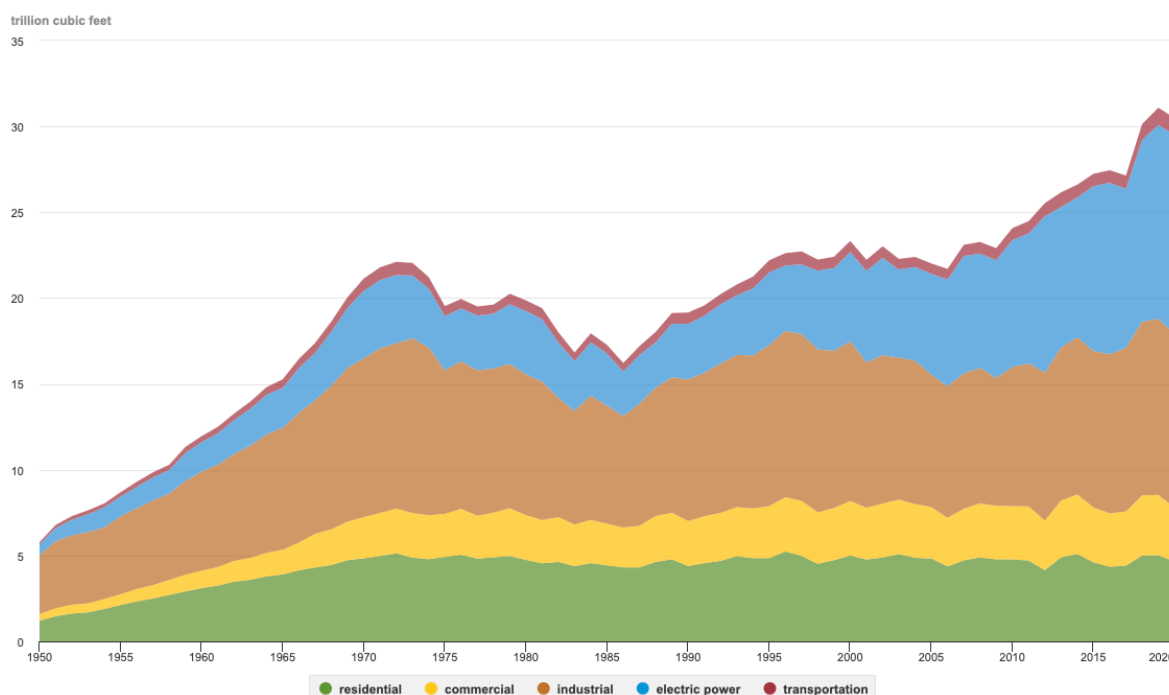


Figur 2: Verdens LNG-etterspørsel sortert etter region (IEA, 2022)

På verdensbasis brukes naturgass i hovedsak på fem områder; til oppvarming og matlaging i private hjem, i den kommersielle sektoren for oppvarming av bygninger og vann, i den industrielle sektoren som for eksempel smelteverk, strømsektoren til å generere strøm, samt en mindre del brukes til drivstoff i transportsektoren, hovedsak i den maritime næringen.

Naturgass erstatter behovet for andre petroleumsprodukter, med betydelige klimatiske fordeler. Sammenlignet med oljeprodukter som bensin og diesel, er CO₂-utslippet 30 prosent lavere. Sammenlignet med kull, er CO₂-utslippet 45 prosent lavere. (Elengy, 2022). Naturgass har dessuten 80 prosent mindre NO_x-utslipp og tilnærmet null svovel- eller partikkelutslipp, som

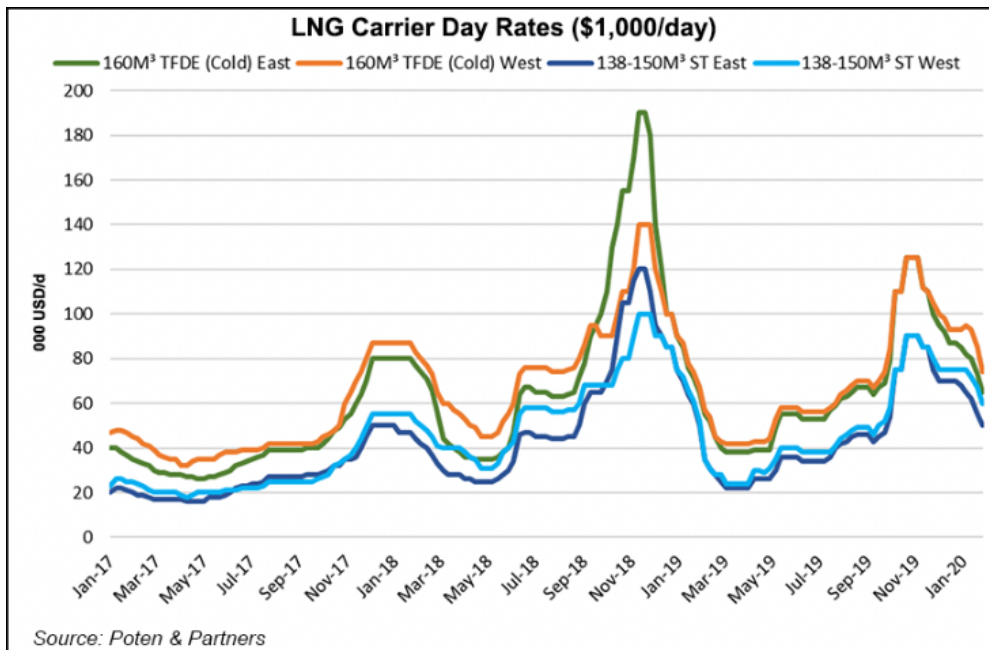
er blant de største kildene til lokal forurensning og årsaken til de lokale giftlokkene som dannes over tettbebygde strøk.



Figur 3: Amerikansk naturgassforbruk etter sektor (EIA, 2022)

2.2.3 Dagens marked og fremtidsbehov

Shippingbransjen er en svært volatil bransje, og blant de forskjellige shippingmarkedene er frakt av olje og energiprodukter blant de mest volatile. Dette kan forklares med at verdien av lasten som fraktes alltid vil være mer verdifull en de daglige ratene som betales til shippingsselskapene for å frakte lasten. Per 8. Mars 2022 verdsettes den gjennomsnittlige mengden LNG fraktet av Flex LNG's skip til 252 og 216 millioner dollar, i henholdsvis Europa og Asia. Dette innebærer at dersom det er ett skip mer enn det er behov for, vil ratene ha tilnærmet ingen bunn. Det motsatte gjelder dersom det er ett for lite skip tilgjengelig; da vil ratene nærmest kunne være ubegrenset høye.



Figur 4: LNG-fraktskip, dagrater (i tusen USD) (Gonzales, 2022)

Rederienes inntekter kommer i form av daglige rater som betales av eieren av lasten. Rederiene kan velge å binde opp skipene sine i langvarige kontrakter, eller operere skipene i «spot-markedet». I spot-markedet kan rederiene potensielt oppnå høyere rater, men de må da operere med en risiko om at markedet kan falle. I dag har Flex LNG 9 av sine skip på langsiktige kontrakter, med en samlet ordrebok på 33 år. Om lag 30 prosent av flåten opererer i spot-markedet, som er ifølge selskapets CEO, Øystein Kalleklev (Kalleklev, 2022) en av hovedgrunnene til at selskapet leverte et meget godt resultat i 2021.

I dag eksisterer det 700 LNG-skip. Dette gjør at Flex LNG er en relativt liten aktør i det globale markedet. De tre største LNG-rederiene er det japanske selskapet Mitsui O.S.K. Lines, Qatar Gas Transport Company og NYK Line, med en flåtestørrelse på henholdsvis 45, 34 og 31 (Vessel Value, 2020). Av selskaper med norske interesser er det særlig Höeg LNG, Awilco LNG, Golar LNG og BW LNG som utgjør Flex LNG's største konkurrenter. For sammenligningsgrunnlag, har vi benyttet Höeg LNG, Awilco LNG og det greske LNG-selskapet GasLog.

3. STRATEGISK ANALYSE

I en verdsettelse er den strategiske analysen av stor betydning fordi den på mange måter starter der regnskapet slutter. Den strategiske analysen er med å predikere fremtiden sammen med den historiske dataen som regnskapet bidrar med. I tillegg kan den avdekke faktorer som har stor verdi, selv som de ikke er inkludert i regnskapet. Formålet med den strategiske analysen vil først og fremst være å få en forståelse av bransjen, virksomheten til Flex LNG, og dens omgivelser for øvrig. Ved hjelp av strategiske analyser vil vi se hva som avgjør vekst og verdiskaping på nåværende tidspunkt, og bruke dette til å bedømme hvordan dette kan forventes å utvikle seg i fremtiden. For at verdsettelsen skal bli så realistisk som mulig bør det foreligge begrunnelser for de forutsetningene som ligger til grunn. Disse ønsker vi å drøfte gjennom eksterne og interne analyser slik at leseren får innsikt i verdsetterens ståsted.

3.1 Eksternanalyse

For å kartlegge de eksterne faktorene som påvirker Flex LNG skal vi gjennomføre en PESTEL-analyse og vi skal se på Porters femfaktormodell. Dette er to strategiske analysemodeller som framhever de eksterne omgivelsene ut fra ulike perspektiv. PESTEL legger hovedsakelig vekt på makroøkonomiske forhold som påvirker Flex LNG, men Porters femfaktormodell fokuserer på atferden til aktørene og interessentene i bransjen.

Vi har ved gjennomføringen av analysene lagt vekt på faktorer vi mener har relevans for verdsettelsen og de estimerte kontantstrømmene. Vi har også brukt analysene til å bli bedre kjent med selskapet i sin helhet.

3.1.1 PESTEL-analyse

PESTEL analysen er en videreutviklet versjon av den opprinnelige PEST analysen, og benyttes som grunnlag til å kartlegge hvordan omgivelsene påvirker bedriften. PESTEL analysen er et naturlig sted å starte når man utfører en strategisk analyse fordi den ser på hvilke historiske faktorer som har påvirket bransjen, og i hvilken grad disse faktorene vil fortsette å påvirke bransjen i fremtiden.

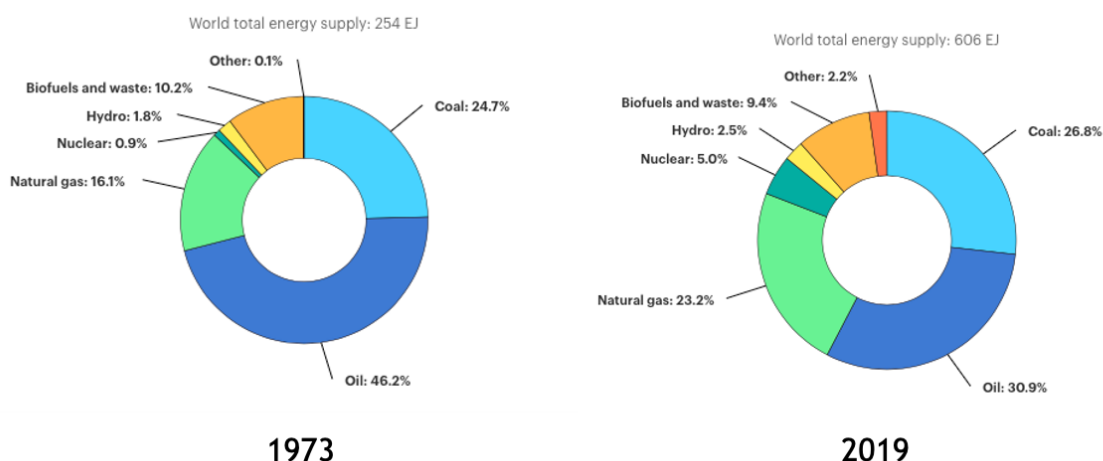


Figur 5: PESTEL-analyse

PESTEL-Analysen tar utgangspunkt i seks eksterne forhold: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske.

Politiske forhold

Fordi skipsfart er en global bransje, vil Flex LNG kunne påvirkes av internasjonal storpolitikk og handelsrestriksjoner. Skipsfart danner grunnlaget for internasjonal handel, med de økonomiske konsekvenser det følger. Skipsfart vil derfor kunne fungere som et viktig virkemiddel i internasjonale politiske maktkamper. Denne effekten blir forsterket fordi Flex LNG frakter en råvare som dekker en stadig større andel av verdens energimiks.



Figur 6: Verdens energiforbruk, sortert på kilde (IEA, 2022)

Kinas innføring av 25% toll på amerikansk LNG i 2018 er et godt eksempel på hvordan LNG-fraktører blir påvirket av politiske forhold (Finansavisen, 2018). Dersom det blir mindre gunstig for LNG-produsenter å eksportere gass til enkeltland, vil de søke andre importører. Dette endrer operasjonsområdet til fraktøren.

Russlands invasjon av Ukraina og de påfølgende økonomiske sanksjonene rettet mot Russland er et annet eksempel på hvordan naturgass, og dermed LNG-fraktører blir påvirket av politiske restriksjoner. Når det innføres stans av europeisk import av russisk gass synker tilbudet, og etterspørselen økes. Større etterspørsel i Europa skaper høyere priser, som gjør det mer attraktivt for gasselskaper å sende sin gass dit.

Høye gasspriser er likevel ikke ensbetydende med høye rater for LNG-selskapene, fordi ratene er en effekt av både gasspris, volum og fraktavstand. Når politiske forhold endrer LNG-selskapenes operasjonsområde, vil dette derfor kunne ha stor innvirkning på selskapenes rateinntekter.

Økonomiske forhold

Skipsfart er en kapitaltung bransje. LNG-skip har en nybyggspris på om lag 200 millioner dollar. Samlet langsiktig gjeld etter tredje kvartal 2021 utgjør 1,6 mrd. Dollar (Flex LNG Annual report 2021, 2022). Gjeldsgraden gjør selskapet sårbart for renteendringer, men vil samtidig frigjøre betydelige kapitalkostnader dersom den senkes. Markedets lånerente vil også ha en betydning for verftsaktivitet og nybygg. Til tross for at shipping-bransjen er kapitaltung, har markedet tradisjonelt sett vært villig til å gi høy gearing på skip (Kaldestad & Møller, 2016). Lav rente gir lettere tilgang på kapital, og kan resultere i bestilling av flere LNG-skip som vil konkurrere mot Flex LNG. På kort sikt vil en lavere lånerente være gunstig for selskapet, men dersom den gunstige lånerenten resulterer i en økning i den globale LNG-flåten, vil det på lang sikt være ulønnsomt for Flex LNG.

Valutafluktuerer er et annet økonomisk aspekt som vil kunne påvirke Flex LNG. Selskapets rateinntekter kommer i Amerikansk dollar (USD), som gjør at dette er selskapets funksjonelle valuta. De har likevel betydelige kostnader i andre valutaer, blant annet lønnskostnader til Flex Management og utbetaling av utbytte til aksjonærer på Oslo Børs, som begge skjer i norske kroner (NOK). Selskapet rapporterte i Q3 2021 om 21 000 dollar i valutatap.

Forventet framtidig råvarepris, henholdsvis gasspris, er et tredje økonomisk aspekt som vil kunne påvirke Flex LNG. Dersom markedet anser de framtidige gassprisene å være høyere enn dagens situasjon, kalles markedet «Contango». Det motsatte er dersom en forventer en framtidig reduksjon i dagens gasspris, og kalles «Backwardation». Ved en contango-situasjon vil dagens etterspørsel etter gass øke, fordi aktører vil kunne være villig til å lagre gass til framtidig bruk. Selskapet kan også selv velge å benytte sine skip som flytende lagre, for å selge gassen på det mest gunstige tidspunktet.

Sosiokulturelle forhold

En viktig driver for skipsrater er mengden av varer som fraktes, multiplisert med avstanden varene fraktes. Hvilke land som eksporterer og importerer LNG vil derfor ha stor innvirkning på Flex sin lønnsomhet. I 2022 utgjør de største eksportørene av LNG USA, Australia og Qatar (Bloomberg, 2022), og de største importørene er alle asiatiske land, med Kina og Japan som de

to største (Reuters, 2022). Seilingsdistansen mellom USA og Kina er tre ganger så lang som mellom Australia og Kina. I et scenario der USA overtar all eksport, vil derfor behovet for LNG-frakt tredobles. Befolkningsveksten i asiatiske land vil samtidig bidra til å øke behovet for LNG i Asia, som igjen forsterker behovet for frakt av LNG.

Økt fokus på helse og miljø er et annet sosiokulturelt forhold som vil kunne påvirke Flex LNG. Naturgass er og forblir et fossilt brennstoff, og frakt av naturgass er derfor en bransje som i utgangspunktet er sårbart for økt miljøfokus. Naturgass er samtidig det beste alternativet av de fossile energikildene verden i dag benytter. Som nevnt i kapittel 2 er det betydelige miljømessige fordeler tilknyttet naturgass. Et skifte fra bensin, diesel og kull til naturgass vil utgjøre en umiddelbar positiv effekt for både global og lokal forurensning.

Teknologiske forhold

De teknologiske forholdene som kan påvirke Flex LNG er todelt. Den første delen omhandler skipsteknologi og marint drivstoff, den andre delen omhandler teknologisk utvikling hos sluttbrukeren av LNG.

Shipping-bransjen er under et press om å komme opp med en mer effektiv måte å frakte varer til sjøs på. Dette innebærer blant annet mer drivstoffeffektive skipskonstruksjoner, men først og fremst et mer miljøvennlig marint drivstoff. For drivstoff, er Ammoniakk, hydrogen og batterier er lansert som mulige framtidige nullutslippsalternativer. Samtidig hevder flere at det per i dag er LNG som er det beste alternativet (DNV, 2021). En slik erkjennelse vil kunne fungere som et prisdriver for Flex LNG.

Hvorvidt etterspørselen etter LNG øker eller ikke vil i stor grad avgjøres av om de største forbrukerne av kull klarer å konvertere sitt forbruk til naturgass. Det begrunner vi med at det er i forhold til kull de største miljøgevinstene med LNG kan høstes.

Miljømessige forhold

Som nevnt under sosiokulturelle faktorer, vil økt fokus på klima og miljø ha stor innvirkning på etterspørselen etter naturgass, og dermed Flex LNG som selskap.

I tillegg til miljøfokus, vil lokalt vær og andre energipriser påvirke etterspørselen av LNG. Værforhold er et sentralt aspekt i prognoser av framtidig etterspørsel etter energikilder, og gass er intet unntak. I kapittel 2 redegjorde vi for den praktiske anvendelsen av naturgass. I 2021 så vi rekordhøye rater for LNG, der en vesentlig del av årsaken var kaldt vær i Asia i vinterhalvåret, og varmt vær i sommerhalvåret. Kombinert med lite vind og nedbør resulterte dette i en mangel på alternative energikilder.

Juridiske forhold

Fordi skipsfart er en global bransje, og selskapet opererer internasjonalt, stilles det en rekke internasjonale, men også lokale lovverk Flex LNG må forholde seg til.

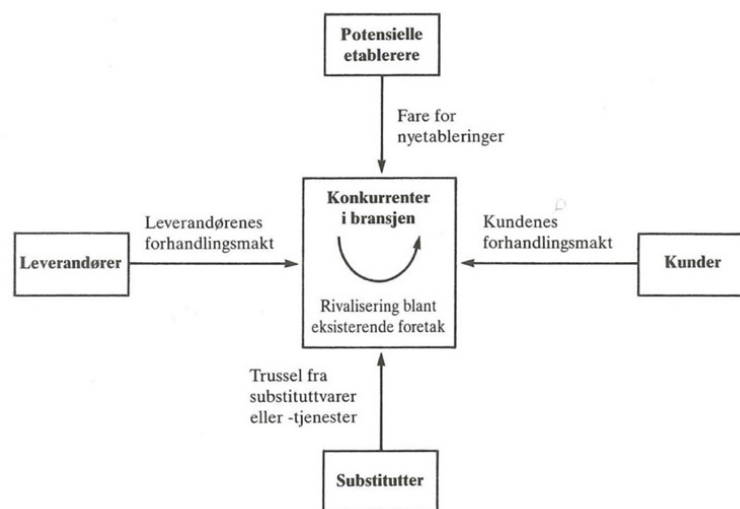
The International Maritime Organization (IMO) er FNs internasjonale sjøfartsorganisasjon som alle de 175 medlemslandene må forholde seg til. IMO har en rekke regler som omhandler blant annet arbeidsmiljø og lønn, men hovedfokuset er likevel maritim forurensning. Spesielt relevant er IMO2020, som inneholder strenge krav om marint drivstoffs svovelinhold (International Maritime Organization, 2020).

Flex LNG må i tillegg til internasjonale regelverk, forholde seg til lokale lovverk. Det er i hovedsak fem land Flex LNG må forholde seg til: Norge (Oslo børs og kontorer), USA (NYSE), Bermuda (Hovedkvarter) Marshalløyene og Malta (Flagg skipene fører).

3.1.2 Porters femfaktormodell

Som et verktøy i den eksterne analysen har vi valgt å inkludere Michael Porters femfaktormodell. Dette er en modell som kartlegger mikroforhold. Det vil si at den hjelper oss med å identifisere eksterne faktorer som påvirker Flex LNG og som gjerne ligger i bedriftens nære omgivelser. Porters strategi tar utgangspunkt i hvordan konkurransen i en industri påvirkes av fem krefter. De fem faktorene i Porters modell er: kundens forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, trusler fra nyetableringer og trusler fra substitutter. Disse faktorene samles til en felles faktor som sier noe om konkurransesituasjonen i markedet.

De forholdene vi vil ta for oss i denne modellen vil være relevante for Flex LNG og vil tydeliggjøre deres muligheter for å utvikle og bevare konkurransefortrinn. Modellen gir også innsikt i hvilke trusler og muligheter som foreligger i bedriftens omgivelser. Denne informasjonen vil gi oss en tydeligere bransjeforståelse og gjøre det lettere å tolke Flex LNG sin posisjon i markedet.



Figur 7: De fem konkurransekraftene som bestemmer bransjens lønnsomhet (Porter, 1985)

Leverandørens forhandlingskraft

Leverandøren sitter på stor forhandlingskraft, da en leverandør kan presse aktører i en industri på flere områder. Leverandøren kan true med prisøkning, kvantums- eller prisreduksjon. Det er hovedsakelig to faktorer som er avgjørende for makten til en leverandør. Den første faktoren er

lønnsomhetsmarginen i bransjen. Dersom det er lav lønnsomhetsmargin, vil aktørene være utsatt for prisendring fra leverandørene og kan dermed bli presset av sterke leverandører. Den andre faktoren er substitutter. Dersom det er flere leverandører som leverer homogene varer, vil dette medføre at leverandørene får svekket makt ettersom at konkurransen er sterk.

Leverandørene til Flex LNG anses hovedsakelig som skipsverftene, hvor kapasiteten i markedet, inngåtte kontrakter og fortjenesten i markedet er avgjørende for hvilken makt leverandørene besitter. Historisk har kapasiteten i markedet blitt påvirket av om det er konjunkturoppgang eller konjunkturedgang. Ved konjunkturoppgang vil fortjenestemarginene være store, følgelig øker trusselen fra etableringskandidater og eksisterende konkurrenter har incentiver til å øke kapasiteten. Den økte etterspørselen fører til at verftene vil ha redusert kapasitet og følgelig vil betalingsvilligheten til rederiene øke. Dette er en faktor som fører til at verftene har en ugunstig makt ovenfor virksomheten. Det er flere faktorer som er med på å begrense makten til leverandøren. Den første faktoren er at Flex LNG er godt etablert i markedet og har dermed en lang historikk med leverandørene, de vil dermed trolig få bedre betingelser og det er mindre sannsynlighet for at kostnader ved overskridelser blir veltet over på dem. Videre vil også selskapets evne til å forhandle frem gode kontrakter være med å balansere maktforholdet. Den andre faktoren er at leverandøren ikke opptrer som monopolist og at det er høye byttekostnader på eksisterende prosjekter. Den tredje faktoren er at hele flåten til virksomheten er topp moderne og Flex LNG er dermed ikke umiddelbart avhengig av noen utskiftninger (Kaldestad & Møller, 2016).

Leverandørenes forhandlingskraft vurderes som moderat.

Kundenes forhandlingskraft

Som leverandørene sitter kundene på en makt ovenfor bransjen og kan bruke denne til å presse prisene. Dette kan gjøres ved at de sammenligner aktørene i bransjen og innleder en forhandling for å få bedre pris, eller for eksempel høyere kvalitet. Når kundene har sterk forhandlingskraft kan det medføre at de driver ned den generelle lønnsomheten i bransjen.

For Flex LNG vil kundenes forhandlingsmakt i stor grad påvirkes av tre faktorer. Den første faktoren handler om sammenhengen mellom etterspørsel og kapasitet i markedet. Dersom

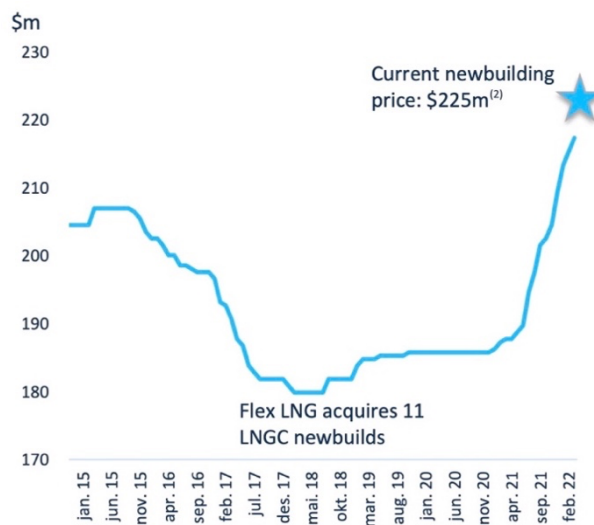
etterspørselen i markedet er høyere enn kapasiteten vil kundene sitte med lav forhandlingsmakt. Dette skyldes at det er flere oppdrag enn det markedet kan tilfredsstillere. Dette gjelder spesielt i shipping bransjen ettersom at det er lang ledetid på skipene, og en boom kan dermed vare i flere år. Den andre faktoren omhandler kontraktstørrelse. Større kontrakter vil være mer lukrativt for virksomheten. Forenklet kan vi si at jo større kontrakten er, jo større vil forhandlingskraften til kunden være. Den tredje faktoren er tidshorisonten til kontrakten. En lang tidshorisont vil kunne føre til en sikker kontantstrøm for leverandøren i fremtiden. Kunder med lang tidshorisont vil dermed kunne påvirke prisen i større grad. (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 343-346).

Kundenes forhandlingskraft vurderes som moderat til høy.

Trusler fra nyetableringer

Denne faktoren tar for seg spørsmålet «Hvor store er barrierene for nye aktører å etablere seg i bransjen?». Nye aktører i en bransje kommer som et resultat av at avkastningen i bransjen overstiger avkastningskravet. Dette vil føre til økt konkurranse, press på prisene og redusert lønnsomhet. Det er derfor et stort usikkerhetsmoment for et selskap som Flex LNG dersom det til enhver tid vil være reelle trusler for nyetableringer.

For å kunne diskutere inngangsbarrierer for bransjen, vil det være naturlig å se på hvilke kostnader som kreves for å etablere seg. Det å komme seg inn i bransjen for LNG shipping vil først og fremst være svært kapitalkrevende. En fullskala LNG-carrier kan koste bortimot 200 millioner dollar (Flex LNG, 2022), når man ganger dette opp til flere skip vil man ha behov for mye kapital for å komme seg inn i bransjen. Prisen på nye skip varierer også stort, avhengig av tilbud og etterspørsel:



Figur 8: Prisen på et nybygget LNG skip (Flex LNG, 2022)

Selv om dette er en stor barriere, så er dette imidlertid også den eneste store barrieren. Historien har vist at banker stort sett har tilbydd mye gearing og gode lånevilkår til shippingbransjen, særlig om man kan vise til lange kontrakter. Aktører som ønsker å etablere seg har derfor ofte fått låne høye andeler av kostnadene som kreves (Kaldestad & Møller, 2016, s. 342). Vi kan også se på grafen over at Flex LNG anskaffet 11 av sine 13 skip i perioden 2017-2019, da

prisene for å bygge moderne LNG-skip var på sitt laveste, noe som gir Flex en fordel ovenfor konkurrentene side, ved at de kan kreve en lavere avkastning på sine investeringer.

Selv om kapitalkostnaden er den eneste store, håndfaste barrieren i bransjen kan det være relevant å se på andre barrierer da dette kan virke avskrekkende for mulige inntrengere. Det vil være hensiktsmessig å se på hvordan en eventuell inntrengers mulighet til å sikre seg store kontrakter er. For bransjens kunder vil pris og ivaretagelse av lasten stå sentralt for hvem de ønsker å inngå kontrakter med, kostnadene for å bytte leverandør er lave, her er det bare å inngå nye kontrakter. For nye aktører vil det derfor være viktig å kunne tilby nye LNG-skip som er mest mulig effektiv og som også har minst mulig avkok av lasten. Dette vil kreve at det investeres i en nyere generasjons flåte. Dette er også flåtene som koster mest, da de gjerne må kjøpes nye. Det betyr også at det kan ta lang tid før skipene kommer på vannet og er klare for å ta imot leveranse. Dette gir igjen rom for usikkerhet for mulige inntrengere. Analysen peker på at en eventuell ny aktør i markedet vil ha behov for store mengder kapital, men at dette ikke er det verste prosjektet å skaffe kapital til. Det vil også være tidkrevende for nye aktører å etablere seg, ettersom dette vil kreve produksjon av nye fartøy. Nyetablerer må ha innsikt i hvordan etterspørselen for nye LNG-flåter er i tiden og hvordan den vil være når flåten er klar for å ta imot leveranse ferdigstilles. Gassmarkedet forventes å vokse i årene som kommer og flere aktører kreves.

Trusselen for nyetableringer vurderes som høy.

Trusler fra substitutter

Substitutter er alternativer til bedriftens produkt eller tjeneste som løser kundens behov på en ny eller innovativ måte. Dette medfører at substitutter vil kunne redusere etterspørsel og dermed bransjens marginer. Dette kan være en trussel, dersom substituttet tilbyr samme eller bedre kvalitet på sluttproduktet til en lavere pris, når kostnaden ved å bytte til substituttet ikke er for høy.

Når vi analyserer hva som kan være substitutter for LNG, er det naturlig og først ta for seg LNG som en energikilde. Dersom det finns flere andre energikilder som er billigere å frakte vil dette være en trussel for LNG-shipping bransjen, i og med at det da ikke vil være like mye LNG å

frakte. Det finnes i dag flere kilder til energi, der gass peker seg ut som den tredje største, bak olje og kull (Øvrebø, 2020). Som er resultat av klimamålene flere av de vestlige landene har satt seg seiler gass opp som den klart beste kandidaten av de tre, da gass gir et lavere karbonavtrykk. Fornybar energi er også på vei opp, men det vil ta lang tid før gass fases helt ut. Per i dag står fossile energikilder for 76% av verdens energiforbruk og fornybare kilder kan i nær fremtid kun sees på som et supplement og ikke et fullverdig substitutt for gass. Dette gjør at en ikke kan anta at etterspørselen etter gass vil gå ned i årene som kommer, på grunn av substitutter i form av nye energikilder.

I bransjen for shipping av LNG, vil et sterkt substitutt være frakten av naturgass gjennom rørlinjer. Fordelen med rør overfor LNG, er at man sparer seg for kostnaden ved å gjøre gassen flytende. Problemet med rørlinjer er derimot at de kun er økonomisk effektive å frakte gass inntill en viss rekkevidde.

Et annet, spennende substitutt for dagens LNG skip er nye og mer moderne isbrytende LNG skip. Russland planlegger framover å utvide sin kapasitet for å gjøre gass flytende, noe som vil kreve større kapasitet for frakt av LNG. Det russiske rederiet Sovcomflot har bestilt 15 nye isbrytende LNG-skip for Arctic LNG 2-prosjektet fra Zvezda Shipbuilding (Pekic, 2021). Disse LNG-skipene skal leveres mellom 2023 og 2025 og vil muliggjøre levering av LNG til Asia på bare 15 dager gjennom nord-passasjen. Dette vil redusere transportkostnadene og transporttiden med femti prosent. Dette er første gang et russisk skipsverft skal bygge LNG-skip og dersom det lykkes kan Russland ta over mye av LNG markedet i Asia.

Trusselen for substitutter vurderes som moderat.

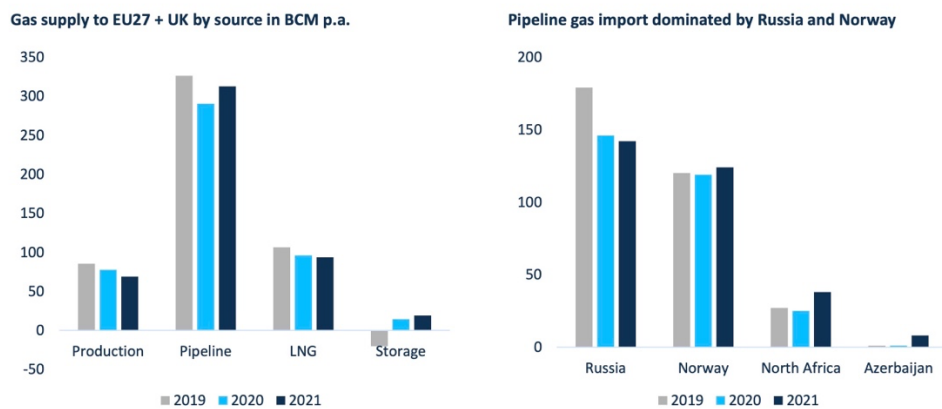
Konkurransesituasjonen i markedet

I denne delen av analysen adresseres konkurransesituasjonen mellom aktørene i markedet, samt deres evne til å utnytte egen verdiskapning. Høy rivalisering vil i dette tilfelle si at konkurranseintensiteten er så høy at det blir vanskelig å hente ut verdiskapningen. Dette skjer fordi høy rivalisering i bransjen bidrar til høy konkurranse og høyt prispress eller lavere marginer. Det er flere elementer som er med på å avgjøre hvor stor konkurranseintensiteten i en bransje er. Først og fremst bestemmes bransjens konkurranseintensitet ut fra antall

konkurrenter, hvor dyktige de er og hvor lett det er for kunden å bytte leverandør. Noe av dette har vi vurdert tidligere i Porters modell.

Nåtidens uro i Europa med den pågående krigen mellom Ukraina og Russland og vestens sanksjoner av det russiske markedet gjør at gassmarkedet framover er svært usikkert. Flex LNG påpekte i en presentasjon de holdt på DNB Energy & Shipping Conference 2022 at LNG ikke kan dekke inn behovet for gass i EU hvis Russiske gasslinjer kuttes.

På grafene under ser man tydelig hvordan EU mottar størsteparten av sitt gassbehov, samt at Russland og Norge er de to største eksportørene av gass til EU via rørledning:



Figur 9: EU's gassforsyning og hvem som leverer den (Flex LNG, 2022)

Dersom Russland kutter sitt tilbud av gass via rørledninger til EU vil det bety et betydelig hopp i behovet for LNG, for å dekke inn for det tapte. Dette vil igjen føre til underkapasitet i LNG- shippingmarkedet. Noe som gjør at konkurranseintensiteten blir lavere og aktørene har gode muligheter til å opprettholde sine marginer. Høy etterspørsel etter gass i Europa vil også føre til høy gasspris, som gjør at lasten som fraktes er verdt mer. Dette fører til at de som betaler for å få gassen fraktet kan betale mer for å frakte den, noe som igjen byr opp til høyere fraktrater.

Konkurransesituasjonen i markedet vurderes som lav.

3.2 Internanalyse

En intern analyse vil kartlegge ulike ressurser som benyttes i verdiskapningen. Målet med analysen er å undersøke om ressursene gir konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene, og hvordan type konkurransefortrinn det eventuelt vil være. Vi skal se på den strategiske betydningen av Flex LNG sine interne styrker og svakheter ved hjelp av en VRIO-modell.

3.2.1 VRIO-analyse

VRIO er et verktøy som benyttes i vurderingen av de interne ressursene i et selskap, og hvilken mulighet de har til å skape konkurransefortrinn. Ressursene vil bli vurdert opp mot fire faktorer, og på bakgrunn av vurderingen vil hver enkelt ressurs karakteriseres. Ressursene kan karakteriseres enten som en konkurransemessig ulempe, konkurransemessig paritet, midlertidig konkurransefortrinn eller et varig konkurransefortrinn. De fire faktorene vi i VRIO-modellen er:

1. **Valuable (verdifull)** – Er ressursen verdifull? Dette punktet handler om i hvilken grad ressursen gir selskapet mulighet til å skape verdier.
2. **Rare (sjelden)** – Er ressursen sjelden? Dette punktet handler om i hvilken grad konkurrenter har tilgang til den samme ressursen.
3. **Imitability (ikke-imiterbar)** – Er ressursen vanskelig å imitere? Dette punktet handler om i hvilken grad konkurrenter har muligheten til å kopiere ressursen.
4. **Organization (Organisert)** – Er organisasjonen organisert rundt ressursen? Dette punktet handler om i hvilken grad organisasjonen er organisert slik at de er i stand til å utnytte ressursen og potensialet fullt ut.

Modellen baserer seg på å vurdere de ulike ressursene basert på betingelsene over. Tabellen viser ulike utfall, basert på hvordan ressursene svarer på de ulike betingelsene.

Tabell 1: VRIO-modellen

Valuable	Rare	Imitability	Organization	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Konkurransemessig ulempe
Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurransemessig paritet
Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

For å analysere Flex LNG sitt ressursgrunnlag har vi plukket ut fire betydningsfulle ressurser. Disse resursene er flåte, humankapital, finansielle ressurser og lokalisering.

Flåte

Flex LNG har en svært moderne flåte, som består av 13 skip med en gjennomsnittsalder på 2 år (1. Januar 2022), og hvor de eldste skipene ble bygget i 2018. Disse skipene vil ha 30% større lagringskapasitet og bruker 50% mindre drivstoff sammenlignet med eldre versjoner av LNG skip (Flex LNG Company Profile, 2022). Mindre drivstoff og større lagringskapasitet vil gi lavere kostnader, som igjen vil føre til bedre marginer. En slik moderne flåte vil ha mange år igjen hvor den kan generere kontantstrømmer, sammenlignet med en eldre flåte. En eldre flåte vil i tillegg kreve mer vedlikehold, ha økte driftskostnader, og større sannsynlighet for uventet nedetid. Økte krav til sikkerhet kan medføre at eldre skip ikke kvalifiserer for et bestemt utvalg av oppdrag (Kaldestad & Møller, 2016, s. 345). En nyere flåte vil kunne tilpasse seg endringer i krav til kvalifikasjoner av skipene, og ha mulighet til å tilpasse seg endringer i markedsetterspørselen i større grad.

Analysen indikerer at flåten til Flex LNG er verdifull. Videre bør det diskuteres i hvilken grad ressursen er sjelden. Siden 2010 har antall LNG skip økt med 20-40% årlig (SEA-LNG, 2022). Det vil alltid kunne bli bygget nye skip, og det har vært en sterk vekst i nybygginger de siste årene. Vi regner dermed ressursen som ikke sjelden. Vi konkluderer flåten til Flex LNG som en konkurransemessig paritet.

Humankapital

Humankapital er et uttrykk for en organisasjon sine samlede kunnskaper og ferdigheter. Organisasjonen til Flex LNG står ovenfor mange komplekse oppgaver i den daglige driften, hvor god eller dårlig utførelse av oppgavene vil kunne gi stort utsalg på framtidige inntekter. Organisasjonen påvirker inntektene gjennom forhandlinger av fraktavtaler, varigheter av kontraktene, kostnader og utnyttelse av driftsmidlene. Konsekvensene av dårlig forhandlinger kan være blant annet tap av inntekter, dagbøter, kansellering av lønnsomme kontrakter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 346). Shippingbransjen kjennetegnes som svært volatil og syklusbasert, noe som gjør forhandlinger av kontrakter til en komplisert og utfordrende oppgave. Erfaring og kompetanse i organisasjonen er derfor svært viktig.

Flex LNG har en sterk humankapital internt i ledelsen (Flex LNG Management, 2022). Selskapets CEO, Øystein Kalleklev, er av Norges fremste innenfor shipping. Resterende av ledelsen har alle lang erfaring innenfor shippingbransjen. Sterk humankapital gjør at organisasjonen i større grad kan fatte de riktige beslutningene i et komplisert marked. Organisasjonen er preget av lang erfaring innenfor shipping, og det vil være vanskelig å kopiere denne erfaringen. Samtidig kan de ansatte til enhver tid slutte, og ta med seg sin kompetanse og erfaring videre et annet sted. Humankapitalen kan dermed ikke regnes som en sjelden ressurs. Vi vurderer humankapitalen til Flex LNG til å være både sjelden og verdifull, men ikke ikke-imiterbar. Humankapital til Flex LNG er et midlertidig konkurransefortrinn.

Finansielle ressurser

De finansielle ressursene Flex LNG har vil kunne gi utslag ved nedetid, eller når markedet opplever dårligere rater. Soliditeten til virksomheten vil være meget viktig i en marked som svinger i stor grad. Analysen av regnskapet viser at Flex LNG strukturert med sunne egenkapitalandeler, selv med en negativ trend de siste årene. I 2021 hadde Flex LNG en egenkapitalandel på 35%, noe som ikke er unikt i bransjen. Fordelen til Flex LNG er at de har svært kapitalsterke investorene i ryggen. Sterke investorer i ryggen, samt en relativt sterk finansiell struktur gjør at vi anser de finansielle ressursene som et fortrinn. Muligheten til å imitere ressursen er derimot til stede, som gjør at vi karakteriserer ressursen som et midlertidig konkurransefortrinn.

Lokalisering

Flex LNG Mangement AS sitt hovedkontor ligger i Oslo. Kontoret består av en rekke rederier som totalt drifter 250 skip (Kalleklev, 2020). Oslo kan også betegnes som en full integrert shippingby, med et næringsliv som kjenner godt til og støtter under shippingbransjen. En lokalisering i den maritime klyngen i Oslo vil gi flere fordeler. Det er skipsmeglere som selger skip, banker som tilbyr finansiering, Oslo børs som har en sterk tilknytting til bransjen og forsikringsbanker som er villig til å forsikre, alt i Oslo (Kalleklev, 2020). Samtidig er Flex LNG registrert på Bermuda, som gjør at selskapet må følge dette landets lover. Dette betyr at Flex LNG ikke er pliktet til å betale skatt på inntekt.

Denne typen lokaliseringsstruktur er ikke uvanlig i bransjen blant de store rederiene. Havnebyer som Shanghai, Singapore og Hamburg har også et engasjert næringsliv rettet mot shipping og maritime klynger. Selskapets lokalisering kan dermed ikke betegnes som en sjelden ressurs. Ressursen er en konkurransemessig paritet.

Tabell 2: Ressursene vurdert etter VRIO-modellen

Ressurs	Valuable	Rare	Imitability	Organization	Utfall
Flåte	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurransemessig paritet
Humankapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Finansielle ressurser	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Lokalisering	Ja	Ja	Ja	Nei	Konkurransemessig paritet

3.3 Oppsummering av den strategiske analysen

3.2.2 SWOT-analyse

Tabell 3: SWOT-analyse

	Styrker	Svakheter
Interne faktorer	<ul style="list-style-type: none">- Ny og moderne flåte.- Gunstig lokalisering i Oslo.- En ledelse med høy kompetanse, og lang erfaring i bransjen.- Er en del av John Fredriksen gruppen, og har kapitalsterke eiere.	<ul style="list-style-type: none">- Ingen varige konkurransefortrinn.- Mulighet for å imitere flere av ressursene.
	Muligheter	Trusler
Eksterne faktorer	<ul style="list-style-type: none">- Lange fraktavstander på grunn av at USA er den største eksportøren og Asia den største importøren.- LNG mengden i verden går opp, flere land øker kapasiteten for å omdanne gass til å bli flytende, som igjen fører til økt etterspørsel.	<ul style="list-style-type: none">- Motstand mot fossilt drivstoff.- Høy optimisme i markedet kan føre til overproduksjon av skip.- Lave etableringshindringer i bransjen.

4. REGNSKAPSANALYSE

4.1 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhet sier noe om bedriften evne til å skape overskudd (Kristoffersen, 2019, s. 448). For å kunne predikere noe om fremtiden er det fundamental å se på historiske forhold og hvorfor de oppsto. Dermed vil vi foreta en analyse av Flex LNG's historiske lønnsomhet. Videre vil vi tolke resultatene i sammenheng med dataen vi har innhentet i den strategiske analysen. Dette vil gi oss en bedre oversikt over hva som har skjedd og hvorfor det har skjedd.

4.1.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitet er et mål på avkastningen på den investerte kapitalen. Mer presist måler den resultatet i forhold til den investerte kapitalen i selskapet. For Flex LNG vil vi beregne rentabiliteten over en periode på ett år. Dette skyldes at balansetallene bare er tilgjengelig ved slutten og starten av året. Videre er nøkkeltallene uttrykt i prosent. Dette gjøres fordi det vil gi et mer oversiktlig bilde når vi skal se på utviklingen over flere år (Kristoffersen, 2019, s. 448).

4.1.2 Totalkapitalrentabilitet (ROA – Return on total assets)

Totalkapitalrentabiliteten måler bedriftens avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften (Kristoffersen, 2019, s. 452). Totalkapitalrentabiliteten beregnes ved å dividere de totale inntektene på den gjennomsnittlige totalkapitalen.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftresultat} + \text{finansinnteker}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

I perioder med lav prisstigning må en totalkapitalrentabilitet på over 10 % regnes som god, og en avkastning på over 15 % som meget god (Kristoffersen, 2019, s. 452). Flex LNG opererer imidlertid i en bransje med høy totalkapital. Den høye totalkapitalen fører til at det stilles mildere krav til TKR OG EKR.

Tabell 4: Totalkapitalrentabilitet for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper

Totalkapitalrentabilitet i %	Flex LNG	GasLog	Höegh LNG	Awilco LNG
2018	2,99%	6,06%	6,91%	2,60%
2019	3,82%	2,48%	4,63%	3,27%
2020	3,85%	4,53%	4,67%	1,57%
2021	8,25%	3,84%	4,29%	8,83%

Totalkapitalen til Flex LNG er noe lav i perioden 2018-2020, men det må tas hensyn til at selskapet startet med drift først i 2018 og at det kreves mye kapital for å drive et shippingselskap. Over perioden ser vi imidlertid en stigende trend for totalkapitalrentabiliteten, noe som betyr at resultatet har økt mer enn totalkapitalen.

Standardene for hva som anses som en solid totalkapitalrentabilitet er generelle, og det er dermed naturlig å sammenligne med konkurrentene i samme bransje for å avgjøre om Flex LNG har en tilfredsstillende total kapital. Selskapets TKR er fra og med 2019 høyere enn gjennomsnittet i bransjen, vi kan dermed konkludere med at avkastningen på Flex LNG sin totale kapital er tilfredsstillende. Flex LNG er også det eneste av de fire selskapene vi har sett på, som har en stabil økning i TKR.

4.1.3 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er i utgangspunktet mest interessant for eierne, da det viser avkastningen eierne får på investert kapital (Kristoffersen, 2019, s. 454).

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinert resultat} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Tabell 5: Egenkapitalrentabilitet for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper

Egenkapitalrentabilitet i %	Flex LNG	GasLog	Höegh LNG	Awilco LNG
2018	1,43%	6,75%	9,45%	-9,43%
2019	2,04%	-6,36%	1,04%	-7,42%
2020	0,97%	0,20%	0,03%	-7,59%
2021	18,81%	5,09%	-6,83%	19,19%

Avkastningen som eierne har oppnådd på sine investeringer i Flex LNG er lovende. Med unntak av i 2018, så ligger egenkapitalrentabiliteten til Flex LNG høyere enn gjennomsnittet, og må dermed anses som god. Vi ser en markant økning i EKR fra 2020 til 2021, dette skyldes trolig de økte gassprisene i 2021 som har ført til større inntekter for Flex LNG sine skip som operer i spot markedet.

4.1.4 Driftsmargin

I en lønnsomhetsanalyse er det naturlig å se på utviklingen av driftsmarginen over den aktuelle perioden. Driftsmarginen angir hvor mye bedriften har tjent på driften før det tas hensyn til de finansielle inntektene og kostnader (Kristoffersen, 2019, s. 449).

$$\text{Driftsmargin i \%} = \frac{\text{Driftresultat} * 100 \%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Tabell 6: Driftsmargin for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper

Driftsmargin i %	Flex LNG	GasLog	Höegh LNG	Awilco LNG
2018	37,56%	45,98%	40,61%	21,48%
2019	45,85%	18,57%	32,24%	24,93%
2020	45,98%	37,13%	33,74%	16,05%
2021	58,57%	27,51%	29,50%	51,48%

Driftsmarginen til Flex LNG ligger jevn over gjennomsnittet. Ut ifra tabellen kan vi se at Flex LNG har opparbeidet seg en god driftsmargin, noe som indikerer at de klare å drifte operasjonene sine effektivt. Videre viser tabellen at Flex LNG er det eneste selskapet som har hatt en jevn økning i driftsmarginen i perioden 2018-2021. Vi kan dermed fastslå at driftsmarginen til Flex LNG er lovende i perioden 2018-2021.

4.1.5 Oppsummering av lønnsomhet

Gjennomgående i lønnsomhetsanalysen har vi sett at Flex LNG har en meget god lønnsomhet sammenlignet med andre LNG-selskaper som operer i samme bransje. Her vil vi først og fremst trekke fram at Flex LNG skiller seg ut i samtlige analyser ved at de har en stabilt positiv økning i nøkkeltallene. Videre ser vi en sterk økning i samtlige nøkkeltall for både Flex LNG og konkurrentene i 2021, som mest sannsynlig skyldes en betydelig økning i gasspriser.

4.2 Likviditetsanalyse

Et selskaps likviditet beskriver i hvor stor grad selskapet har likvide midler til å betale forpliktelsene sine. Når vi snakker om likviditet, er det særlig de kortsiktige forpliktelsene som er aktuelt. (Visma, 2022). Kortsiktig gjeld er gjeld som forfaller i løpet av 12 måneder. Fordi Flex LNG ikke er en produksjonsbedrift har de ikke et eget varelager, og vi vil derfor ikke beregne likviditetsgrad 2. Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og beregnes ved følgende formel:

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

Hovedregelen er at likviditetsgrad 1 skal være lik 2 eller høyere for å kunne ansees som god. Ved likviditetsgrad 1 lik 2 er selskapets omløpsmidler verdsatt til det dobbelte av selskapets kortsiktige gjeld. I praksis er likviditetstallene sjeldent de samme som normtallene (Kristoffersen, 2019), og det er viktig at denne hovedregelen varierer fra ulike bransjer. Vi anser derfor selskapene Höeg LNG, GasLog og Awilco LNG som et mer presist sammenligningsgrunnlag en «hovedregelen».

Tabell 7: Likviditetsgrad 1 for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper

Likviditetsgrad 1	Flex LNG	GasLog	Höegh LNG	Awilco
2018	1,70	0,66	0,54	0,11
2019	2,49	0,72	0,60	0,10
2020	1,20	0,95	0,62	0,49
2021	1,71	0,42	0,34	1,01

I perioden 2018 – 2021 har Flex LNG en gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 1,78. Dette er vesentlig høyere enn bransjegjennomsnittet, som i samme periode er 0,86. Den relativt høye verdien på likviditetsgrad 1 kan forklares med Flex LNG sin nye flåte. Fordi alle skipene er levert i perioden 2018-2021, er det naturlig at lån som har finansiert flåten er inngått i samme periode. Lånene har på denne måten ikke «rukket» å bli definert som kortsiktig gjeld.

Samlet sett anser vi likviditetsgraden til Flex LNG som god.

4.3 Finansiering og soliditet

Finansiering er uttrykk for både anskaffelse og anvendelse av kapital. Finansieringsanalyse tar utgangspunkt i sammensetningen av bedriftens eiendeler, både de kortsiktige og langsiktige (Kristoffersen, 2019, s. 459). Soliditet er et uttrykk for bedriftens evne til å tåle tap, og er sterkt tilknyttet størrelsen på egenkapitalen i forhold til samlet kapital i bedriften

4.3.1 Finanseringsgrad 1

Finanseringsgrad forteller oss i hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Kristoffersen utdyper at «en sunn finansieringsstruktur tilsier at den kapitalen som er bundet i anleggsmidler, skal være finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld» (Kristoffersen, 2019, s. 460). Han hevder samtidig at en generell retningslinje for finanseringsgrad 1 er at det er lavere enn 1.

$$\text{Finanseringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Tabell 8: Finanseringsgrad 1 for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper

Finanseringsgrad 1	Flex LNG	GasLog	Höegh LNG	Awilco
2018	0,98	0,95	0,90	0,32
2019	0,95	0,98	0,93	0,29
2020	0,99	1,00	0,95	0,96
2021	0,87	1,20	1,30	1,00

Konvensjonelle standarder tilsier at finansieringsgraden bør være lavere enn 1. Vi kan se at trenden i bransjen er en høyere finansieringsgrad. Flex LNG er det eneste selskapet med en positiv trend, altså en finansieringsgrad som er nedgående. I 2021 hadde Flex lavest finansieringsgrad. Finansieringsgrad på 0,87 for Flex i 2021 vil være tilfredsstillende.

4.3.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er et mål på hvor stor prosent av eiendelene som er finansiert med egne midler (Kristoffersen, 2019, s. 463). Dette vil også være et mål på hvor stor andel bedriften kan tape før gjelden også blir påført et tap. Et større forholdstall vil være ønskelig, ettersom dette symboliserer en bedre soliditet i bedriften. Høyere egenkapital betyr mer egenkapital knyttet opp i selskapets eiendeler, som kan ses på en indikator på langsiktig stabilitet.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} * 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

Tabell 9: Egenkapitalandel for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper

Egenkapitalandel	Flex LNG	GasLog	Höegh LNG	Awilco
2018	64%	38%	34%	29%
2019	51%	32%	30%	28%
2020	36%	27%	24%	28%
2021	35%	27%	27%	34%

Kristoffersen hevder at det ikke er noen klar norm eller retningslinjer for egenkapitalen. Videre hevdes det at i de fleste virksomheter er en egenkapitalandel på 30% til 35% tilfredsstillende. Fra selskapets balanse kan vi se at Flex LNG hadde en høy egenkapitalandel i 2018 og 2019, men den har redusert seg i 2020. Nedgangen i egenkapitalandelen hvor Flex må ses i sammenhengen med reduseringen av resultat disse årene, samt økning i gjeld etter utvidelse av flåten. Flex har i 2021 en egenkapitalandel på 45%, som vil være tilfredsstillende.

4.3.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital som er finansiert av eiere, og kapital som er finansiert av utenforstående. Et lavere forholdstall symboliserer en sterk soliditet. Dette tilsvarer det samme som egenkapitalandelen, forskjellen er at tallet nå er lavere (Kristoffersen, 2019, s. 465).

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

Tabell 10: Gjeldsgrad for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper

Gjeldsgrad	Flex LNG	GasLog	Höegh LNG	Awilco
2018	0,56	1,61	1,96	4,26
2019	0,96	2,17	2,45	4,29
2020	1,76	2,67	3,14	4,55
2021	1,89	4,67	4,73	3,96

Dersom vi har en gjeldsgrad på 1 symboliserer dette at egenkapitalen og sum av gjelden er like stor. Da vil vi også ha en egenkapitalandel på 50 prosent. Disse nøkkeltallene er på denne på denne måten sterkt tilknyttet hverandre. Som vi leser av tabellen, kjennetegnes bransjen gjennom en høy gjeldsgrad. Blant Höegh har en svært høy gjeldsgrad i 2020, noe som kan knyttes opp mot investeringer gjort i dette året. Flex LNG har en lavere gjeldsprofil, men denne har også økt de siste årene, som igjen knyttes opp mot utvidelsen av flåten.

4.3.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad viser til i hvilken grad en bedrift er i stand til å betale sine rentekostnader. En kurant soliditet hos selskapet vil gjenspeiles i rentedekningsgraden. Rentedekningsgraden viser antall ganger en bedrift er i stand til å betale sine rentekostnader, og er sammenfallende med lønnsomhet og renter på gjelden i bedriften (Kristoffersen, 2019, s. 465).

$$\text{Rentedekninggrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{rentekostnader}}$$

Tabell 11: Rentedeckningsgrad for Flex LNG og noen sammenlignbare selskaper

Rentedekningsgrad	Flex LNG	GasLog	Höegh LNG	Awilco
2018	1,66	2,13	2,17	0,47
2019	1,50	0,06	1,09	0,60
2020	1,20	1,04	1,00	0,42
2021	5,83	1,98	0,79	3,07

Kristoffersen hevder at det ikke eksisterer normer eller retningslinjer for hvor rentedeckningsgraden bør ligge. Mange hevder derimot at det bør være større enn 3, og absolutt ikke under 1. Våre aktører blir påvirket av store lån på skipene, som igjen fører til høye rentekostnader. Aktørene har derfor svært lav rentedeckningsgrader, men vi kan se en sterk økning i 2021. 2021 en var et solid år resultatmessig for bransjen. Mange av aktørene hadde svært gode inntjening, og dette gjenspeiler seg i rentedeckningsgraden. Flex har en solid utvikling i perioden, og rentedeckningsgraden i 2021 må sies å være svært tilfredsstillende.

4.3.5 Oppsummering av finansering og soliditet

Basert på vår analyse av regnskapsdata sammenlignet med konvensjonelle retningslinjer som brukes til analyse av nøkkeltall, kan vi lese at Flex LNG sin evne til anskaffelse- og anvendelse av kapital, samt evne til å tåle tap er god sammenlignet med andre aktører i bransjen. Som nevnt tidligere, så kjennetegnes LNG-bransjen av svært stor gjeld, og dette påvirker også nøkkeltallene.

Trenden til Flex har svekket soliditeten og evnen til å anvende kapital i perioden 2018 til 2021. Denne trenden er gjennomgående i LNG-bransjen. Dette må ses i lys av senere investeringer, og flere flåtekjøp. Totalt sett så har Flex en meget sterk soliditet som overgår konkurrentene sin soliditet, og Flex fremstår som den beste operasjonelle virksomheten totalt sett av de utvalgte LNG selskapene. Flex sin aktuelle økonomiske situasjon ser både stabil og tilstrekkelig ut, sett ut fra normene og gjennomsnittet til LNG-bransjen.

5. BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV

Avkastningskravet til en virksomhet er den avkastningen som er nødvendig for å tiltrekke seg kapital. Når man skal vurdere lønnsomheten av en investering må man derfor ta stilling til hvilket avkastningskrav man skal bruke. Avkastningskravet representerer en alternativkostnad og reflekterer hvilken avkastning en kan oppnå ved en alternativ bruk av sin kapital med samme risiko. Når det er sagt er det viktig å påpeke at fastsettelse av avkastningskravet ikke er noen eksakt vitenskap, men er snarere en blanding av god teori og fornuftig skjønn. Avkastningskravet skal kompensere for risiko, inflasjon og pengenes tidsverdi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). Det vil si at i en volatil bransje, som shipping, vil man kreve et høyere avkastningskrav enn i en tryggere sektor.

I verdsettelsessammenheng er avkastningskravet en svært sentral komponent. Kravet skal brukes til å diskontere alle de fremtidige kontantstrømmene for å kunne sette en pris på selskapet. Det vil kunne ha stor betydning for den endelige konklusjonen og det er derfor viktig at det gjøres kvalitative vurderinger. I dette kapitlet skal vi se på faktorene som inngår i avkastningskravet og vise hvordan vi har beregnet avkastningskravet til henholdsvis egenkapitalen og totalkapitalen gjennom kapitalverdimodellen og WACC-modellen (Weighted average cost of capital).

En viktig faktor når man skal beregne avkastningskrav er hvilket ståsted man beregner det ut ifra. For en norsk investor som investerer i det norske markedet vil det være relevant å benytte seg av en norsk beta for selskapet og en markedspremie fra det norske markedet. Siden vi Flex LNG både er listet på Oslo Børs og New York Stock Exchange har vi sett oss nødt til å velge ett av ståstedene ved beregning av avkastningskrav. Dette for å forenkle oppgaven noe, men også for å være tydelige i hvilke vurderinger som er gjort. Vi har derfor valgt å se på avkastningskravet ut ifra en internasjonal investors ståsted. Dette fordi vi mener det er mest naturlig da Flex LNG utelukkende opererer i det internasjonale markedet.

5.1 Kapitalverdimodellen

Selv om det fins flere måter å bestemme avkastningskravet til egenkapitalen på er det kapitalverdimodellen eller Capital Asset Pricing Model (CAPM), som i praksis er den mest benyttede modellen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 154). Modellen ser slik ut:

$$R_E = R_f + \beta * [R_m - R_f]$$

Hvor:

R_E = Avkastningskravet til egenkapitalen

R_f = Risikofri rente

β = Aksjens systematiske risiko (Beta)

R_m = Forventet avkastning i markedet

$[R_m - R_f]$ = Markedets risikopremie

5.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastningen en kan regne med å oppnå på en helt sikker investering, eller med andre ord, når det er 100% sikkerhet for å oppnå nominell avkastning. Norske statsobligasjoner betraktes som risikofrie siden sannsynligheten for mislighold fra den norske stat er å anse som så liten at den ikke er tatt hensyn for i prisingen. I 2021 gjennomførte PWC en årlig undersøkelse i samarbeid med Norske Finansanalytikerers Forening (NFF) om det norske markedets risikopremie. I undersøkelsen ble det rapportert at 39% av respondentene bruker den 10-årige norske statsobligasjonen for beregning av risikofri rente (PWC, 2021). Den norske 10-åringen var per 1.1.2022 på 1,72% (Norges Bank, 2021). Selv om Flex LNG opererer i det internasjonale markedet finner vi det hensiktsmessig å ta utgangspunkt i den norske 10-åringen da denne ikke er veldig ulik resten av verden med dagens rentenivåer.

Med rekordlave renter verden over på grunn av COVID-19 pandemien er også den risikofrie renten lavere nå enn på lang tid. Sett i lys av at pandemien i skrivende stund regnes å være over, samt varslede rentehevinger fra sentralbanker i Europa og USA har vi valgt å runde den risikofrie renten opp til 2%, da vi ønsker å ha et langsiktig perspektiv.

5.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen en investor krever på en diversifisert portefølje i forhold til den risikofrie renten. Det er med andre ord en risiko som tillegges ved å investere utover statsobligasjoner med en tidshorisont på 10 år. I undersøkelsen nevnt tidligere av PWC kom de frem til en uendret risikopremie fra tidligere år på 5% (PWC, 2021).

Utfordringen vi støter på med denne undersøkelsen er at den utelukkende baserer seg på markedspremien i det norske markedet. Vi anser det som sannsynlig at den forventede avkastningen i verdensmarkedet er noe lavere enn i det norske, samtidig som den også er noe mindre volatil. Vi anser derfor undersøkelsen til PWC som et godt utgangspunkt, men velger å justere markedets risikopremie ned noe, til 4%, i beregning av kapitalverdimodellen. Dette mener vi er realistisk i dagens situasjon.

5.1.3 Aksjebeta

Betakoeffisienten er et mål på den systematiske risikoen, eller volatiliteten, til en aksje i forhold til markedet. Dette betyr at dersom en aksjes beta er lik 1, vil alltid aksjens utvikling følge markedet helt nøyaktig. Dette betyr igjen at aksjens risiko er lik markedets risiko.

Formelen for å regne ut betaen for én enkelt aksje j er:

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

For å estimere betaverdien har vi brukt excel og anvendt regresjonsformelen vist ovenfor. Formelen finner beta for aksje j ved å dividere kovariansen mellom avkastningen til aksjen og markedet på variansen til markedets avkastning. Vi har hentet ut månedlige observasjoner fra markedet og aksjen til Flex LNG de siste 3 årene. For å ha et sammenligningsgrunnlag har vi også kalkulert beta for 3 konkurrenter og 3 ulike markeder med det metoden som er forklart over. Vi har også sett på forskjellene for betaverdien til Flex LNG fra aksjen som er listet på Oslo Børs og Aksjen som er listet på New York Stock Exchange.

Ved utregningen fikk vi følgende betaverdier, markedet er representert i venstre kolonne og de ulike aksjene i øverste rad, med tilhørende betaverdier:

Tabell 12: Betaverdier

	Flex LNG - OSE	Flex LNG - NYSE	Höegh LNG	Gaslog Ltd	Awilco LNG
MSCI World index	0,50	1,39	1,59	1,23	0,42
OSEBX	0,87	1,92	1,88	1,43	0,76
S&P 500	0,50	1,24	1,53	1,20	0,44

Til å representere markedet i utregningen av beta har vi valgt MSCI World Index, det fordi vi ønsker å se på avkastningskravet ut ifra et internasjonalt perspektiv. Vi har valgt å ikke bruke OSEBX da vi mener at den er skjevt vektet mot oljerelatert industri. Her vil alle andre selskaper måles opp imot en indeks som er tungt vektet mot offshore, shipping, og olje og gass, noe som gjør at betaverdien blir feil fra et internasjonalt ståsted. På grunn av dette ser vi også at betaverdiene for de aksjene som er listet på Oslo Børs (Flex LNG - OBX og Awilco LNG) er noe lav, noe som ikke harmoniserer med en generell risikooppfatning av shippingbransjen. Dette tyder på spesielle forhold ved shippingmarkedene. Vi har en antagelse om at de lave betaverdiene kan skyldes at selskapene har store og stabile aksjonærer som gjør at aksjene har lav omsetning. Dette støttes opp av Kaldestad & Møller (2016) som påpeker at det kan oppstå et tidsetterslep som fører til at aksjene tilsynelatende ikke korrelerer med markedet for øvrig. Eierstruktur og omsetning for Flex LNG og komparative selskap vil bli omtalt under P/B multiplikatoren.

Vi ser at det å bruke S&P 500 og MSCI World Index som markedsreferanse gir veldig like betaverdier for alle selskapene, dette gir mening da disse begge er å betrakte som verdensindekser. Som sagt så har vi valgt å bruke MSCI World Index i våre beregninger av beta. Følgelig har vi også valgt å se denne opp mot Flex LNG-aksjen som er listet på New York Stock Exchange. Dette gir oss en betaverdi på 1,39. Det ser vi på som en svært realistisk betaverdi for et volatilt selskap som Flex LNG som har vært mye i vekst de siste årene.

Bruken av en internasjonal betaverdi vil også være i samsvar med vår bruk av en internasjonal markedspremie på 4% i forrige kapittel. En nasjonal markedspremie for en ikke-internasjonalt-diversifisert, norsk investor ville som vi har nevnt tidlige vært noe høyere, på 5% (PWC, 2021).

Dette er fordi forventet meravkastning for en investor som kun holder internasjonale aksjer vil være lavere på grunn av lavere risiko. I og med at kreftene fra aksjebeta og markedspremien trekker i motsatt retning ville kravberegningen sannsynligvis ha blitt nokså lik til slutt, men svingningene ville ha blitt mindre ved bruk av en nasjonal beta (Gjølberg & Johnsen, 2007).

Blumes justeringsmodell

Blumes justeringsmodell er en justeringsmekanisme som har sin hensikt å drive betaen mot markedsgjennomsnittet på 1. Den bruker en justeringsfaktor som er enhetlig for alle bedrifter i markedet. Teorien bak modellen er at over tid vil de fleste selskapers egenkapitalbeta bevege seg mot markedsgjennomsnittet, 1. Formelen for justeringsmodellen er gitt ved:

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

Dette gir oss en aksjebeta på:

$$\text{Justert } \beta = 1,39 * (0,67) + 1(0,33) = \mathbf{1,26}$$

5.1.4 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

Vi har gjennom de foregående delkapitellene funnet størrelser for å beregne egenkapitalens avkastningskrav for Flex LNG. Under er en tabell som viser vårt estimat av egenkapitalens avkastningskrav, med de komponentene vi har funnet:

Tabell 13: Kapitalverdimodellen

$$R_E = R_f + \beta * [R_m - R_f]$$

$$R_E = 2\% + 1,26 * 4\% \approx \mathbf{7\%}$$

5.2 WACC

For å bestemme avkastningskravet til totalkapitalen bruker vi WACC-modellen. Avkastningskravet til totalkapitalen er en vektet gjennomsnittlig sum av henholdsvis avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden. Formelen for WACC er:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D$$

Hvor:

$$\frac{E}{E + D} = \text{egenkapitalandel}$$

$$\frac{D}{E + D} = \text{gjeldsandel}$$

R_E = Avkastningskravet til egenkapitalen

R_D = Gjeldskostnad

E = markedsverdi på egenkapital

D = markedsverdi på gjeld

5.2.1 Andel egenkapital og gjeld

For Flex LNG er det flåten som utgjør den absolutte størsteparten av eiendelene i balansen. Flex LNG har i Q4 rapporten fra 2021, som undersøkt tidligere i oppgaven, en egenkapitalandel på 34,5 %. Ved beregning av WACC vil vi anvende denne, og følgelig vil da andel gjeld vil være 65,5 %.

5.2.2 Gjeldskostnad

For å finne selskapets gjeldskostnad vil lånerenten være utgangspunktet, da denne gjenspeiler sannsynlighetene for tap. Dette kommer av at lånerenten vil inneholde et forventet tapstillegg, en eventuell risikopremie og administrative kostnader. Flex LNG har alle sine lån tatt opp i amerikanske dollar og alle deres lån forrentes med LIBOR pluss en årlig margin på mellom

1,20% og 2,85%. LIBOR, eller London Interbank Offering Rate, er en av de mest betydningsfulle rentene i global finans (BBC, 2021). Denne renten kan sees på som et mål på troverdigheten til det finansielle systemet, og angir hvilken grad bankene har troverdighet til hverandre. Renten er et gjennomsnitt av hva bankene er villige til å betale hverandre for et lån i dag, og deles videre opp i lengder på 1 måned, 3 måneder, 6 måneder og et år. LIBOR-renten har vært en internasjonalt anerkjent rente og har gjennom flere tiår blitt brukt på lån til millioner av kunder over hele verden. Som nevnt tidligere er låneavtalene til Flex LNG i hovedsak basert på den årlige LIBOR-renten, med et påslag som varierer ut ifra lengde og størrelse på lånet, og andre faktorer på lånetidspunktet.

Etter en rekke skandaler, svindler og gigantbøter er nå LIBOR-renten på vei til å fases ut og skal erstattes av nye alternative referanserenter (Martinsen, 2022). Dette er likevel en langsiktig prosess og en kan forvente at den eventuelle erstatningen vil ligge på cirka samme nivå. Vi velger derfor å ta utgangspunkt i dagens LIBOR-rente og utsiktene for denne. Ved begynnelsen av 2022 lå den årlige LIBOR-renten på 0,777% (Global Rates, 2022). Dagnes utsikter for verdensøkonomien med rekordlave renter og en generell forventning om at sentralbankrentene i vestlige land skal opp, gjør at vi finner det hensiktsmessig å justere denne noe opp. I mars 2022 er den årlige LIBOR-renten på 1,443% og vi finner det hensiktsmessig å runde denne opp noe. På grunn av at sentralbankene i vestlige land verden over nå varsler en rekke rentehevinger velger vi å runde LIBOR-renten opp til 2%.

Som nevnt tidligere har Flex LNG også et kredittpåslag på sine lån på mellom 1,20% og 2,85% på sine lån. Vi velger å kalkulere kredittpåslaget ved hjelp av et vektet gjennomsnitt basert på størrelsen på de ulike lånene for å bestemme hvilket påslag vi skal benytte for å finne gjeldskostnaden. Ved å gjøre dette ender vi opp med ett kredittpåslag på 1,99%. Hvis vi da legger til grunn en LIBOR-rente på 2% ender vi på en total gjeldskostnad på 3,99%.

Dette estimatet kan vi kontrollere ved å dele rentekostnad på rentebærende gjeld for Flex LNG i 2021. Ved å se på tallene i årsregnskapet 2021 finner vi at Flex LNG har en lånerente på 3,62%. Dette underbygger påstandene over og ved våre begrunnelser for at lånerenten skal noe opp i tiden fremover er det naturlig at vårt estimat er noe høyere. På bakgrunn av overnevnte data velger vi derfor å forholde oss til en gjeldskostnad på 4% for Flex LNG.

5.2.3 Beregning av avkastningskravet til totalkapitalen

Tabell 14: Beregning av WACC

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D$$

$$WACC = 34,5\% * 7\% + 65,5\% * 4\% \approx 5\%$$

På bakgrunn av presenterte og begrunnede faktorer har vi kommet fram til et avkastningskrav på totalkapitalen pålydende 5 % for Flex LNG.

6. KONTANTSTRØMBASERT ANALYSE

I tidligere kapiteler har vi gjort strategiske analyser, regnskapsanalyser og sett på historiske tall. I dette kapitlet skal vi lage en prognose av framtidige inntekter og kostnader for de neste fem årene, i perioden 2022-2026.

Å predikere en fremtidig kontantstrøm er ingen eksakt vitenskap. Shippingbransjen er volatil, og fordi Flex LNG opererer en betydelig andel av sin flåte i spot-markedet vil det bidra til å øke usikkerheten, spesielt på inntektssiden. Dette gjør at historiske regnskapsmessige resultater har begrenset nytte (Kaldestad & Møller, 2016). Som drøftet i den strategiske analysen, vil shippingbransjens internasjonale fotavtrykk og det makroøkonomiske perspektivet som må anvendes i denne bransjen også bidra til reell usikkerhet. Det er likevel flere momenter med selskapet som vil underbygge vår kontantstrømanalyse.

6.1 Inntekter

Å anslå framtidige inntekter for et shippingselskap er vanskeligere enn å anslå framtidige kostnader. Som nevnt over er shippingbransjen volatil- denne volatiliteten dreier seg likevel i all hovedsak om LNG-skipenes dagrater. Fordi rateinntektene står for tilnærmet alle driftsinntektene til selskapet, innebærer dette at hele inntektsbildet til Flex LNG i utgangspunktet er volatilt. Selv om vi ikke kan spå den eksakte framtidige ratesatsen for LNG-skip, er det som nevnt over momenter med Flex LNG som taler for en stabilitet i den framtidige inntekten til selskapet. Dette er selskapets flåte, framtidig kapasitetsutvidelse, selskapets humankapital og selskapets kontraktsporfølje.

6.1.1 Historiske inntekter

Som nevnt over er historiske inntekter neppe en entydig fasit for hvordan de framtidige inntektene vil utvikle seg. Dette poenget illustreres godt i tabellen under. Tabellen viser inntektene for perioden 2018-2021, og den prosentvise veksten fra år til år.

Tabell 15: Historisk inntjening

år	2021	2020	2019	2018
Driftsinntekter	343 448 000	164 464 000	119 967 000	77 209 000
Vekst i %	109%	37%	55%	183%

Fra tabellen ser vi at Flex LNG har hatt en svært sterk vekst i perioden. Veksten kommer av utvidelsen av flåten og en økning i ratene i perioden. Selskapet hadde blant annet \$114,6 millioner i rateinntekter i fjerde kvartal 2021, som er rekordhøyt for selskapet. Gjennomsnittlig rater for denne perioden var på \$ 95,508 per dag.

Til vårt formål er de historiske inntektene likevel ikke uten betydning. Veksten i driftsinntekter går langt i å bekrefte at markedet faktisk er volatil, som vi har argumentert for ved flere anledninger. Endringene skyldes likevel ikke bare markedskreftene, men må også forklares med at selskapet har fått levert alle sine 13 skip stegvis over den siste fireårs-perioden. Flere skip danner grunnlag for høyere driftsinntekter.

6.1.2 Selskapets flåte, kapasitetsutvidelse og humankapital

I de to neste avsnittene vil vi argumentere for momenter med Flex LNG som gjør at vi tror på en stabilitet inntektsutviklingen. Argumentene våre vil samtidig underbygge hvorfor vi velger å bruke driftsinntektene for 2021 som utgangspunkt når vi prognostiserer de framtidige inntektene.

Selskapets 13 skip er alle bygget i perioden 2018-2021, og flåten som helhet har en gjennomsnittlig alder på 2 år (Flex LNG Fleet List, 2022). I tillegg til alder, er skipenes lastekapasitet tilnærmet identisk, på henholdsvis 173 400 m³ og 174 000 m³. Flåtens symmetri

gjør at kostnader til for eksempel mannskap, vedlikehold og drivstoff kan generaliseres. Det samme vil gjelde for rateinntekter; fordi skipene er lik, utgjør det ingen forskjell for lasteier hvilket skip som blir benyttet. At skipene i utgangspunktet leverer det samme produktet, både i form av volum og kvalitet er et sentralt poeng, fordi det danner grunnlaget for at de forskjellige skipene oppnår de samme rateinntektene. Flåtens kvalitet gjør det også enklere å avgjøre antall seildøgn i løpet av året.

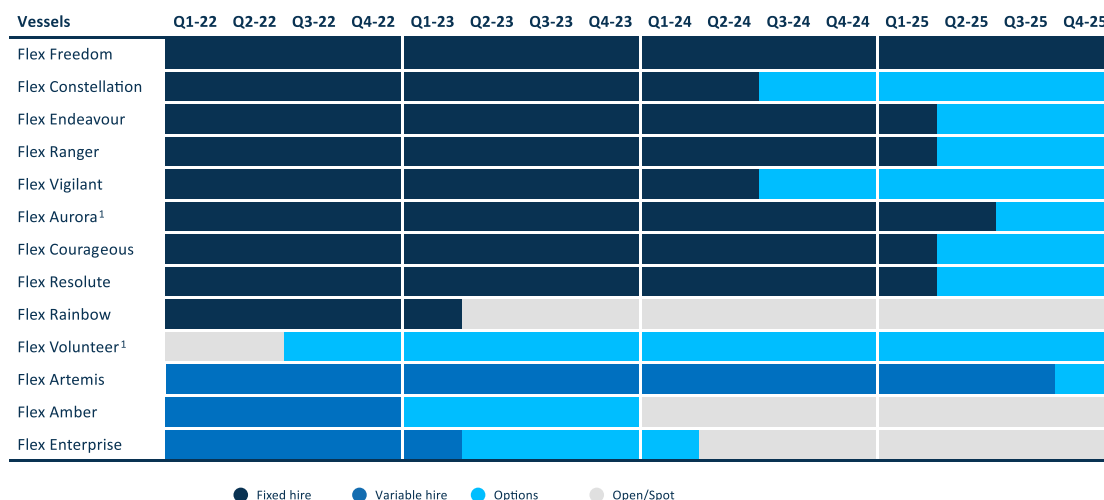
Flex LNG fikk sitt 13. skip levert i mai 2021, og har ingen planer om å utvide flåten (Kalleklev, 2022). I tillegg til markedsutviklingen, vil selskapets interne vekst være avgjørende for inntektsutviklingen. Dette momentet belyses tydelig når vi ser på selskapets historiske vekst. At selskapet ikke har planer om å vokse internt er et viktig moment, fordi det fjerner en del av usikkerheten når vi skal beregne framtidige kontantstrømmer. Usikkerhetsmomentene vil derfor i hovedsak omhandle markedet, og ikke selskapet.

Som nevnt under VRIO-analysen argumenterer vi for at selskapets ledelse er en av Flex LNG sine styrker. En driftsorganisasjon som har vist evne til å prestere bedre enn bransjegjennomsnittet har betydning for hvor sannsynlig vi anser at Flex LNG er profitabel i fremtiden. Høy kompetanse om både markedet og driften av selskapet er momenter som er særlig viktig for internasjonale, konkurransepregede bransjer som shippingbransjen. Som nevnt i den strategiske analysen, mener vi Flex LNG besitter betydelig kompetanse som gir dem et konkurransefortrinn i forhold til deres konkurrenter.

6.1.3 Kontraktsportefølje

I tillegg til den strategiske analysen og momentene nevnt i avsnitt 6.1.2, er selskapets kontraktsportefølje sentral i vår argumentasjon for framtidig inntjening.

I likhet med argumentasjonen over, fjerner selskapets kontraktsportefølje en del av usikkerheten som er knyttet til framtidige driftsinntekter.



Figur 10: Kontraktoversikt

De ulike kontraktene består av fixed hire, variable hire, options og open/spot.

Fixed hire er et kontraktsfestet langvarig fraktoppdrag for samme lasteier. Dette innebærer at lasteieren betaler Flex LNG en fastsatt daglig rate ut kontraktens varighet. Det betyr samtidig at det er lasteieren som bestemmer når- og hvor lasten skal fraktes.

Spot/open er motsatsen til fixed hire. Her er ikke det inngått noen faste kontrakter, og lasteoppdrag og dagrater forhandles før hvert oppdrag. Spot-markedet gir økt risiko, men samtidig mulighet til å utnytte et sterkt marked.

Variable hire er en blanding av fixed hire og spot/open. Her er det inngått en intensjonsavtale om å frakte last for en rekke forskjellige lasteiere i fremtiden, men de økonomiske betingelsene er ikke forhåndsbestemt. Det skiller seg derfor fra fixed hire ved at det ikke er en konkret lasteier som har en langvarig enerett på skipet.

Options er en intensjonsavtale om framtidig fraktoppdrag. Her har Flex LNG mulighet til å forlenge kontraktene, både ved fixed hire og variable hire.

Selskapets kontraktportefølje er relevant fordi det fungerer som en motvekt til volatiliteten i markedet. Ettersom ni skip, som utgjør 70 prosent av flåten, er bundet opp i faste kontrakter vil vi utnytte dette når vi skal predikere selskapets framtidige rateinntekter. Det største

usikkerhetsmomentet i vår inntektsprognose omhandler derfor de fire skipene som opererer i spot-markedet. Selskapets driftsinntekter består i all hovedsak av rateinntekter, og vi kan dermed predikere 70 prosent av selskapets samlede driftsinntekter med relativ god presisjon.

Basert på dette kan vi utlede følgende modell for estimering av driftsinntektene for prognoseperiode. Modellen kan anvendes både kvartalsvis og årlig.

$$\text{Driftsinntekter år } n = (Pk * (1 + g)^n) * Ak * Sd$$

Hvor:

Pk = Pris på døgnrate per type kontrakt

Ak = Antall skip på type kontrakt

Sd = Antall seildøgn årlig/kvartalvis

g = Årlig vekst i markedet i perioden 2022-2026

n = år i prognosen

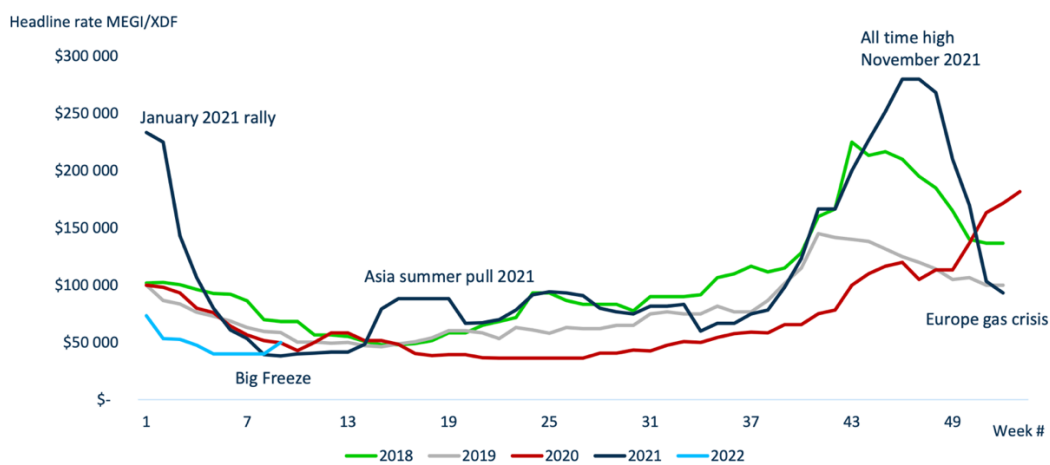
For å anvende modellen vil vi starte med å undersøke hvor mange skip som er på de ulike kontraktene i perioden 2022-2026. Perioden fram til 2025 vil vi ta utgangspunkt i figur 6-2, men for 2026 finnes det ingen oversikt. Vi tar her utgangspunkt i hvilke kontrakter som har mulighet til å ekspandere avtalen gjennom options (Flex LNG Annual report 2021, 2022). De skipene som har mulighet til å ekspandere avtalen vil bli satt til options, kontrakter som utløper uten mulighet til å ekspandere vil bli satt til open/spot. Med dette som utgangspunkt vil Flex LNG i stor grad opprettholde dagens flåtestruktur, med unntak fra Q2 2023, hvor de vil ha fem skip i variable og open/spot, og åtte skip i fixed hire resten av perioden.

Tabell 16: Prognose av kontraktoversikt

ÅR år i Q	2022e				2023e				2024e				2025e				2026e			
	1	1	1	1	2	2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4	5	5	5	5
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Fixed Hire	9	9	9	9	9	8	8	8	8	8	6	6	6	2	2	2	1	1	1	1
Variable Hire	3	3	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
Options Fixed Hire	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	6	6	6	7	7	7	7
Options Variable Hire	0	0	1	1	2	3	3	3	2	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1
Open/spot	1	1	0	0	0	1	1	1	2	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4
Totalt antall skip	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13

Neste steg vil være å estimere et gjennomsnittlig prisanslag på ratene for de ulike kontraktene. Av konkurransemessige årsaker oppgir ikke Flex LNG de økonomiske betingelsene tilknyttet de ulike kontraktene. For å anvende vår modell må vi derfor anslå verdien av de ulike kontraktene basert på oppgitte gjennomsnittlige dagrater, kvartalsvise driftsinntekter, gjennomsnittlige spot-priser og *break even*-kostnader.

Vi vet at Flex LNG i 2021 hadde en gjennomsnittlig dagrate på \$ 75 000, og *break even*-kostnader på \$ 45 000 (DNB Energy & Shipping Conference 2022, 2022). Vi vet også at spot-prisene på LNG-frakt var *all time high* i 2021:



Figur 11: Spot-ratepriser 2021

Basert på figur 6.3 og de oppgitte nøkkeltallene kan vi ved en logisk tilnærming anslå de ulike ratesatsene. Figur 6.3 viser at den gjennomsnittlige spot-raten i 2021 til \$ 120 000. Denne raten vil være utgangspunktet for de fire skipene som opererer i spot-markedet. Fordi spot-ratene er større enn ratene man oppnår på faste kontrakter, kan vi samtidig slå fast at ratene for de ni skipene på faste kontrakter er mindre enn \$ 120 000. Vi vet også at Flex LNG i utgangspunktet ikke er villig til å inngå langvarige kontrakter der selskapet taper penger. De faste kontraktene må derfor være større enn *break even*-kostnadene. Fordi spot-markedet genererer høyere driftsinntekter enn de faste kontraktene, må inntektene for de faste kontraktene bidra til å senke de gjennomsnittlige dagratene for året, som er \$ 75 000. På samme måte må spot-ratene være større enn \$ 75 000. Denne logikken tilsier at de ulike ratene må fordele seg på følgende måte:

Fixed hire: Større enn \$ 45 000, og mindre enn \$ 75 000

Spot-rater: Større enn \$ 75 000, og mindre enn \$ 120 000

Variable hire: I stor grad korrelert med spottprisene, men noe lavere grunnet forutsigbarheten kontrakten gir.

På bakgrunn av disse premissene, kan vi estimere et anslag for ratepriser for de ulike kontraktene ved å teste priser i modellen. Vi tester et estimat lik \$60.000 for Fixed Hire, \$95.000 variable hire og \$110.000 for spot i modellen for 2021:

Driftsinntekter 2021:

$$(\$. 60.000 * (1 + 0,02)^0 * 9 * 364) * (\$. 95.000 * (1 + 0,02)^0 * 3 * 364) * (\$. 110.000 * (1 + 0,02)^0 * 1 * 364) = \$337. 610. 000$$

Til sammenligning var driftsinntektene for 2021 på \$343.448.000. Dette viser de estimerte ratene på \$60.000, \$95.000 og \$110.000 for henholdsvis fixed hire, variable gire og Spot, vil gi en god predikasjon. Modellen vil predikere driftsinntektene til noe lavere enn hva de reelt var i 2021, ettersom 2021 var et rekordår med sterk vekst fra 2020, kan vi ikke basere disse modellen på disse rateprisene og forutsetninger. Vi vil ved videre estimering anvende prisene brukt i dette eksemplet.

Seildøgn er et mål på hvor mange dager flåten er på oppdrag, og i 2021 hadde den totale flåten kun 12 dager off-hire. Vi vil av den grunn ta utgangspunkt i 364 seildøgn årlig per skip, 91 seildøgn per kvartal, og årlig for den totale flåten 4.575 seildøgn. tidligere kapitler har vi diskutert usikkerheten og de sterke svingene i ratepriser i LNG-markedet. Det vil derfor være en svært utfordrerne oppgave å anslå en presis framtidig årlig vekst. Vi velger dermed å basere den årlige veksten basert på den strategiske analysen av markedet, som ble gjennomført i kapittel 3. Denne analysen viser at det er muligheter for vekst, og vi estimerer derfor den årlige veksten i LNG-markedet til 5% (Flex LNG Annual report 2021, 2022) årlig i perioden 2022-2026. Til sammenligning spår «The LNG charter market» en økning i etterspørselen på 5% i 2022.

Basert på informasjonen over, kan vi lage en prognose. Modellen beregner inntekter kvartalsvis basert på hvilke skip som er basert på ulike kontrakter, ut fra de estimerte rateprisene.

Anvendelse av modellen for år 2022:

Driftsinntekter 2022:

$$(\$. 60.000 * (1 + 0,02)^1 * 9 * 364) * (\$. 95.000 * (1 + 0,02)^1 * 3 * 364) * (\$. 110.000 * (1 + 0,02)^1 * 1 * 364) = \$344. 362. 000$$

Intuisjonen bak modellen vil lettere forstås av et tabellarisk oppsett. Tabellen viserer først estimerte antall skip på ulike kontrakter per kvartal for 2022, videre beregner vi kvartalsvis inntekter for alle kontraktstypene regulert av seildøgn og vekst, som avslutningsvis gir oss årlige driftsinntekter.

$$= \$93.639.000 * 4 = \$374. 556. 000$$

Tabell 17: Tabellarisk oppsett av modell

ÅR		2022e			
		1	1	1	1
år i		Q1	Q2	Q3	Q4
Fixed Hire		9	9	9	9
Variable Hire		3	3	3	3
Options Fixed Hire		0	0	0	0
Options Variable Hire		0	0	1	1
Open/spot		1	1	0	0
Totalt antall skip		13	13	13	13
Input					
Seildøgn per kvartal	91				
gj.snitt pris:					
Fixed hire	60 000	50 122 800	50 122 800	50 122 800	50 122 800
Variable hire	95 000	26 453 700	26 453 700	26 453 700	26 453 700
Options fixed Hire	60 000	0	0	0	0
Options Variable Hire	95 000	0	0	8 817 900	8 817 900
Open/Spot	110 000	10 210 200	10 210 200	0	0
Årlig prisvekst i markedet		1,02			
Kvartal		Q1	Q2	Q3	Q4
Sum kvartal		86 786 700	86 786 700	85 394 400	85 394 400
År		2022			
Sum år		344 362 200			

Vi kan gjennom dette oppsettet lage en predikasjon av inntektene for prognoseperioden:

Tabell 18: Predikasjon av inntekter

År	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Fixed Hire	200 491 200	187 459 272	162 237 479	70 920 955	24 113 125
Variable Hire	105 814 800	44 971 290	36 696 573	28 072 878	0
Options Fixed Hire	0	0	23 176 783	118 201 592	168 791 873
Options Variable Hire	17 635 800	98 936 838	45 870 716	46 788 130	38 179 114
Open/spot	20 420 400	31 243 212	116 849 613	130 021 751	176 829 581
Predikasjon av driftsinntekter	344 362 200	362 610 612	384 831 163	394 005 306	407 913 694
Vekst i %	0,27%	5,30%	6,13%	2,38%	3,53%

6.2 Kostnader

6.2.1 Historiske kostnader

Tabell 19: Historiske kostnader

	2018	2019	2020	2021
Fraktkostnader	5 177 000	6 284 000	3 334 000	3 697 000
Operative kostnader	20 984 000	22 423 000	36 999 000	61 237 000
Administrative kostnader	4 639 000	7 506 000	6 302 000	7 887 000
Driftskostnader	30 800 000	36 213 000	46 635 000	72 821 000
Rentekostnader	17 781 000	33 875 000	41 805 000	56 221 000
Avskrivninger	17 412 000	28 747 000	41 846 000	69 833 000
Totale kostnader	65 993 000	98 835 000	130 286 000	198 875 000

6.2.2 Prognose av kostnadene

Tidligere i kapitlet argumenterte vi for hvordan inntektene til shippingselskapene varierer stort fra år til år, og er preget av høy volatilitet. Kostnadene knyttet opp mot driften av et shippingselskap er derimot preget av faste forhold, og vi kan derfor basere oss i større grad på historiske tall og utvikling, justert opp mot antall operative skip. Kostnadene og inntektene vil ikke følge hverandre i samme grad som de vil i andre bransjer, og det betyr at vi ikke prognostisere kostnadene basert på inntektene. Inntektene av ulike kontrakter på flåten og prisene på disse. Kostnadene derimot kan knyttes opp mot fem poster hovedposter: Rentekostnader, fraktkostnader, operative kostnader, administrative kostnader og

avskrivninger. I en prognose av kostnadene vil vi estimere disse fem postene, samt et estimat av avdragene knyttet opp mot finansieringen av skipene.

Rentekostnadene var i 2021 på \$56.2 millioner og i 2020 \$41.8 millioner. Rentekostnadene avhenger av den totale lånemengden, og øker betydelig ved anskaffelse og refinansiering av skip, dette er også grunnen til at rentekostnadene økte betydelig fra 2020 til 2021. (Flex LNG Annual report 2021, 2022). Rentekostnadene vil også kunne endre seg fra dagens satser. Flex har ingen planer om videre flåteutvidelse, og derfor vil rentekostnadene være på et stabilt nivå i framtiden. Vi estimerer dermed rentekostnadene til å være på 2021-nivå også i perioden 2022-2026.

Fraktkostnader inkluderer havnekostnader, kanalkostnader, drivstoffkostnader, samt reposisjonering av skip. Normalt sett vil fraktkostnadene være høyere per døgn for kortere distanser, og for skip i spotmarkedet. Dette skyldes drivstofforbruk under tomgang, nedkjølingskrav og kommersiell ventetid. Kapittel 3 argumenterte for lengre reisevei i framtiden, etter økt etterspørsel fra asiatiske land. Samtidig vil perioden 2022-2026 være første driftsår med totalt 13 skip. På bakgrunn av disse premissene, estimerer vi kostnadene til å ligge på 2021-nivå i perioden 2022-2026.

Operative kostnader inkluderer lønn til mannskap, forsikring, represjon og vedlikehold, og reservedeler og forbruksdeler. Forsikring, represjon og vedlikeholdskostnader vil øke ettersom skipene eldes. Samtidig er en del av kostandene utenfor selskapets kontroll, og er for eksempel styrt av markedet for reservedeler og oljeprisen. Drewry estimerte en årlig økning i operative kostnader på 4,5% (Drewry, 2020).

Administrative kostnader inkluderer driften av selskapet «Flex LNG Mangement» og administrative tjenester kjøpt av «Frontline Mangement AS». Økningen de siste årene skyldes bonus og nye ansettelser. Estimerer de administrative kostnadene til å følge gjennomsnittlig årlig vekst i driftsinntekter i perioden, 7,34%.

Avdrag på lån blir beregnet på bakgrunn av avskrivningene. Avskrivninger er et regnskapsmessig grep som gjøres for å illustrere den reelle kostnaden det medfører å eie varige driftsmidler. Avskrivninger medfører samtidig ingen *utbetaling*. Formålet er å fordele anskaffelseskostnadene for et varig driftsmiddel over perioden det brukes i virksomheten

(Kristoffersen, 2019). Den reelle kostnaden er framtidige låneavdrag, som vi beregner på bakgrunn av selskapets oppgitte avskrivningsmetode og skipenes operasjonelle levealder.

Tabell 20: Predikasjon av kostnader

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Fraktkostnader	3 697 000	3 697 000	3 697 000	3 697 000	3 697 000
Operative kostnader	63 992 665	66 872 335	69 881 590	73 026 262	76 312 443
Administrative kostnader	8 164 737	8 452 254	8 749 896	9 058 019	9 376 993
Driftskostnader	75 854 402	79 021 589	82 328 486	85 781 281	89 386 436
Rentekostnader	56 221 000	56 221 000	56 221 000	56 221 000	56 221 000
Avdrag	69 833 000	69 833 000	69 833 000	69 833 000	69 833 000
Totale kostnader	201 908 402	205 075 589	208 382 486	211 835 281	215 440 436
Vekst i %	1,53%	1,57%	1,61%	1,66%	1,70%

6.3 Estimert fri kontantstrøm og terminalverdi

Den estimerte kontantstrømmen vil være driftsinntekter minus kostnader. Skattesituasjonen til Flex LNG ble utredet tidligere i kapitlet. Oppsummert betaler Flex LNG ikke skatt på driften. Vi estimerer den frie kontantstrømmen:

Tabell 21: Fri kontantstrøm

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Driftsinntekter	343 448 000	344 362 200	362 610 612	384 831 163	394 005 306	407 913 694
Driftskostnader	198 875 000	201 908 402	205 075 589	208 382 486	211 835 281	215 440 436
Fri kontantstrøm (DCF)	144 573 000	142 453 798	157 535 023	176 448 677	182 170 026	192 473 258

Vår frie kontantstrømanalyse tar utgangspunkt i å estimere framtidige kontantstrømmer og en terminalverdi. Terminalverdien vil estimere verdiskapningen fra år 2026 og i «evig tid» gjennom Gordons formel:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF}{r - g}$$

Hvor:

CF = estimert kontantstrøm i 2026

r = WACC 5,05%

g = vekstfaktor

g vil ha stor innvirkning på verdsettelse av selskapet gjennom påvirkningen av terminalledet, og vil derfor være en essensiell del av analysen. Videre vil det være en komplisert oppgave å så utviklingen i markedet fra 2026, spesielt i et volatilt marked som shipping.

Tabell 22: Vekst i estimerte driftsinntekter

År	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Gjennomsnitt
Predikasjon av driftsinntekter	344 362 200	362 610 612	384 831 163	394 005 306	407 913 694	
Vekst i %	0,27%	5,30%	6,13%	2,38%	3,53%	3,52%

Vår predikasjon av driftsinntektene gir en gjennomsnittlig årlig vekst på 3,52%, som vil være en pekepinn på hva g bør være. Denne veksten baserer seg på endring av flåtestruktur hvor vi predikerer at Flex LNG, i 2023, vil ha fem skip i spot, sammenlignet med fire fra tidligere år. Vi vil dermed ha en sterk vekstøkning i årene 2023 og 2024, men det vil være urimelig å forvente denne veksten i en lengere tidshorisont. Kaldestad og Møller argumenterer for en del prinsipper som gjelder for beregning av g: Vekstraten til et selskap kan ikke være større enn forventet vekst for økonomien i landet hvor selskapet er lokalisert, samt veksten kan ikke overgå inflasjonen i landet (Kaldestad & Møller, 2016).

Flex LNG er ikke lokalisert i et bestemt land, men deres vekst avhenger i større grad av verdens totale tilbud og etterspørsel av LNG. Vi har tidligere argumentert for en forventet vekst i LNG markedet grunnet økt etterspørsel fra asiatiske land, men dette er basert på prognoseperioden. Tiden etter prognoseperioden vil i større grad avhengige av sosioøkonomiske forhold. De store LNG produserende landene som USA, Japan og Storbritannia, har en årlig vekst i BNP de siste årene på 0.5-1.5%, og en fødselsrate på 1.5, som vil indikere at veksten fra prognoseperioden vil avta på sikt. Basert på disse faktorene estimerer vi vekstraten g til 0,5%.

7. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

7.1 Verdsettelse etter DCF metoden

Tabell 23: Verdsettelse etter DCF metoden

År	1	2	3	4	5
Diskoneringsfaktor	0,95	0,91	0,86	0,82	0,78
WACC	5%				
g	0,5%				

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminalverdi
Fri kontantstrøm (DCF)	144 573 000	142 453 798	157 535 023	176 448 677	182 170 026	192 473 258
Årlig nåverdi	137 688 571	129 209 794	136 084 676	145 164 763	142 734 982	3 351 285 191
Sum nåverdi	4 042 167 978					
Rentebærende gjeld	1 683 534 000					
Verdi EK	2 358 633 978					
Utestående aksjer	54 110 584					
Verdi per aksje	\$ 43,59					
Aksekurs per 01.01.2022	\$ 23,49					
% Endring fra 01.01.2022	+ 85,56%					

Verdien av aksjen er summen av nåverdien for alle fremtidige kontantstrømmer i årene 2021 – 2025 pluss verdien av terminalleddet. DCF-modellen viser en samlet nåverdi av estimert framtidig fri kontantstrøm på USD 4 042 167 978. Ved å trekke fra rentebærende gjeld på USD 1 683 534 000 finner vi verdien på egenkapitalen som er USD 2 358 633 978. Flex LNG hadde ved inngangen av 2022 54 110 584 utestående aksjer. På grunnlag av verdien på egenkapitalen og antall utestående aksjer kan vi beregne aksjekursen:

$$\frac{\$ 2\,358\,633\,978}{54\,110\,584} = \$ 43,59$$

Ved å sammenligne vår beregnede aksjekurs med markedsprisen 1.1.2022 på \$ 23,49 ser vi at verdien av Flex LNG er underpriset med 46 prosent.

7.2 Sensitivitetsanalyse

Den fundamentale verdsettelsen av Flex LNG gav oss en verdi av egenkapitalen pålydende USD 43,59. Som nevnt tidligere i oppgaven er denne verdien beheftet med stor usikkerhet da spesielt vekst og avkastningskrav har stor innvirkning på verdien. Følgelig ønsker vi å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å skaffe oss en formening om hvor sensitiv verdien på selskapet er for endringer i disse parameterne.

I tabellen under har vi gjennomført en analyse der vi ser endringer i verdien per aksje i med små endringer i vekst og WACC. Det er disse faktorene som har størst innvirkning på verdien a egenkapitalen funnet i den fundamentale verdsettelsen, Disse parameterne er spesielt avgjørende for beregnet verdi på terminalleddet.

Tabell 24: Sensitivitetsanalyse med endring i vekst og avkastningskrav

		Vekst					
		0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
WACC	4,8%	43,57	47,16	51,20	55,77	60,99	66,99
	4,9%	41,91	45,34	49,17	53,50	58,41	64,06
	5,0%	40,33	43,59	47,23	51,33	55,98	61,28
	5,1%	38,81	41,92	45,38	49,27	53,66	58,67
	5,2%	37,35	40,32	43,62	47,31	51,47	56,19
	5,3%	35,95	38,79	41,93	45,44	49,39	53,85

Ut ifra sensitivitetsanalysen av WACC og vekst ser vi at et lavere avkastningskrav kombinert med en høyere vekst gjør at verdien på egenkapitalen til Flex LNG per aksje øker til hele 66,99 dollar per aksje. Dette vil fortsette og stige inntil avkastningskravet er lik veksten. Når det oppstår vil ikke lenger terminalverdien gi mening for en investor, og en kan ikke benytte Gordons vekstformel som et terminalledd. Når avkastningskravet nærmer seg veksten vil også verdien på egenkapitalen bli urimelig stor, dette er en kjent svakhet med Gordons vekstformel.

8. KOMPARATIV VERDSETTELSE

Som et supplement til den kontantstrømbaserte verdsettelsen vil vi utføre en komparativ verdsettelse ved å se på P/B, P/E og EV/EBITDA multiplikatorene. Ved benyttelse av multiplikatormodeller legges markedsverdier til sammenlignbare selskaper til grunn for verdsettelsen. Multiplikatormodeller har dermed den fordelen at verdien på selskapet settes ut ifra markedsverdien til sammenlignbare selskaper. Dette gjør at verdsettelsen får en subjektiv tilnærming til forhold av betydning for verdsettelsen. Svakheten med denne verdsettelsesmetoden er at selskapene man sammenligner med må ha visse likheter med verdsettelsesobjektet, for at relevansen skal være høy nok. Selskapene bør ha noenlunde lik størrelse, vekst, lønnsomhet og risiko. Det kan derimot være vanskelig å finne selskaper som er komparative, spesielt innenfor shipping-sektoren.

Dersom man finner lignende selskaper, er denne type verdsettelse en enkel og tidsbesparende metode å gjøre det på, men bør ses i sammenheng med den kontantstrømbaserte verdsettelsen, da den tar høyde for kvalitative vurderinger. En kan tenke seg at børsnoterte selskaper allerede er verdsatt av markedet i form av fremtidige kontantstrømmer, noe som indikerer at verdsettelse basert på multiplikatormodeller er en avledning av kontantstrømbaserte metoder (Kaldestad & Møller, 2016). Som komparative selskaper har vi valgt å bruke de samme selskapene som inngikk i bransjeutvalget ved tidligere i oppgaven, der har vi også begrunnet hvorfor disse var godt egnet som sammenligningsgrunnlag. Komparative selskaper som er lagt til grunn er derfor GasLog Ltd, Höegh LNG og Awilco LNG.

8.1 P/B – Price / Book

P/B er en av de mest brukte metodene innenfor multiplikatormodeller. Det er en svært enkel metode som i grunn kan anvendes for å avgjøre om en aksje er over eller underpriset. Dette er basert på prinsippet som sier at verdien på en aksje skal være proporsjonal med verdien på den bokførte egenkapitalen. Ett tall over 1 indikerer at aksjen er overpriset, mens et tall under 1 indikerer at aksjen er underpriset.

P/B multiplikatoren har derimot noen åpenbare svakheter. Multiplikatoren blir påvirket av ulik regnskapsmessig behandling hos de sammenlignbare selskapene. Shipping-bransjen er preget av høy volatilitet, dette påvirker anskaffelseskostnaden til ellers identiske skip i form av ulik pris, som varierer ut ifra tilbud og etterspørsel på anskaffelsestidspunktet. Det er svært få skipsverft i verden som er i stand til å bygge femtegenerasjons LNG-skip, og prisen varierer derfor mye. Ulik anskaffelseskostnad vil resultere i ulike avskrivningsprofiler i selskapene. P/B multiplikatoren kan derfor være utfordrende å anvende, ettersom aktørene i bransjen har store balanseverdier i form av skip.

Tabell 25: P/B multiplikator

<i>Alle beløp er i USD</i>	Børsverdi 01.01	Bokført egenkapital	P/B
GasLog Ltd	1 298 956 000	1 568 371 000	0,83
Höegh LNG	329 400 000	651 031 000	0,51
Awilco LNG	98 087 000	120 600 000	0,81
Flex LNG Ltd	1 271 043 900	889 387 000	
Median multiplikator			0,81

Flex LNG:	Total verdi	Per aksje
Verdivurdering basert på P/B	723 360 719	\$ 13,37

Ved å se på P/B multiplikatoren får vi en verdi av egenkapitalen til Flex LNG pålydende 723 millioner dollar, noe som gir en aksjekurs på 13,37 dollar. Denne verdien er noe lavere enn bokført egenkapital pr. 31.12.21 pålydende kr 889 millioner dollar. Dette skyldes at anvendt median multiplikator for de komparative selskapene er på 0,81. Dette er fordi Flex LNG har en mye lavere bokført egenkapital i forhold til børsverdien enn sine konkurrenter.

8.2 P/E – Price / Earnings

P/E multiplikatoren er en av multiplikatorene som blir mye anvendt, det skyldes hovedsakelig at den er lett å tolke og kommunisere. Multiplikaen hjelper investorer å avgjøre markedsverdien av en aksje sammenlignet med selskapets inntjening. Modellen forteller hva en aksje er verdt basert på tidligere eller framtidige inntekter. En høy P/E indikerer at aksjen er overpriset og vice versa. På den andre siden kan også en høy P/E ratio indikere at det er høy vekst i fremtiden.

P/E multiplikatoren har noen omfattende svakheter, spesielt når det kommer til shipping bransjen. Den største svakheten med metoden knytter seg til kapitalstrukturen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 157). Ulike lånebetingelser og gjeldsgrad vil ha stor påvirkning på P/E, dette skyldes at rentekostnader påvirker resultatet etter skatt. Jamfør gjeldsgrad analysen gjort tidligere i oppgaven ser vi at Flex LNG har gjennomgående lavere gjeldsgrad enn konkurrentene, noe som vil tilsi en lavere P/E - ratio. Videre kan to tilsynelatende identiske selskap ha inngått langsiktige befraktningsavtaler på svært ulike tidspunkt og ratenivåer.

Tabell 26: P/E multiplikator

<i>Alle beløp er i USD</i>	Børsverdi 01.01	Årsresultat	P/E
GasLog Ltd	1 298 956 000	80 516 000	16,13
Höegh LNG	329 400 000	-21 284 000	-15,48
Awilco LNG	98 087 000	21 115 000	4,64
Flex LNG Ltd	1 271 043 900	162 205 000	
Median multiplikator			4,64

Flex LNG:	Total verdi	Per aksje
Verdivurdering basert på P/E	753 502 336	\$ 13,93

Ved å se på P/E multiplikatoren får vi en verdi av egenkapitalen til Flex LNG pålydende 753 millioner dollar, noe som gir en aksjekurs på 13,97 dollar. Denne verdien er noe lavere enn bokført egenkapital pr. 31.12.21 pålydende kr 889 millioner dollar. Dette skyldes at anvendt median multiplikator for de komparative selskapene er på 4,64. Flex LNG har i 2021 generert et mye større årsresultat enn sine konkurrenter i forhold til den bokførte egenkapitalen. Dette skyldes blant annet at Flex har en lavere gjeldsgrad enn sine konkurrenter, som gir de en lavere rentekostnad.

8.3 EV/EBITDA – Enterprise Value / Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization

Ved kjøp og salg av selskaper er EV/EBITA multiplikatoren mye anvendt. Metoden muliggjør for sammenligning av den underliggende driften til de komparative selskapene (Kaldestad & Møller, 2016). For å regne ut EV tar vi markedsverdien av selskapet pluss den totale gjelden minus kontantbeholdningen, mens EBITA er driftsresultatet før avskrivninger. En av fordelene ved å bruke EV/EBITA som multiplum er at den ekskluderer forskjeller som oppstår på grunn av avskrivningsprofil, goodwill, samt tilfeldige finansinntekter (Kaldestad & Møller, 2016). En verdi på under 7.5 er generelt sett på som gode selskaper å kjøpe opp. Dette er viktig å påpeke at dette er kun en tommelfinger regel og ikke noe som skal anvendes for alle bransjer. Vi må dermed sammenligne med selskapets konkurrenter.

EV/EBITA multiplikatoren har derimot noen betydelige svakheter. Den største svakheten er at modellen neglisjerer forskjeller i risiko og fremtidige investeringsbehov. I shipping bransjen vil investeringsbehovene variere betydelig ut ifra for eksempel alderen på flåten. Gitt at to selskaper genererer samme EBITA, men det ene selskapet har behov for store oppgraderinger i flåten, bør selskapet prises med en lavere EV/EBITA-multiplum. Multiplikatoren kan dermed være vanskelig å bruke, ettersom aktørene i bransjen har ulikt behov for oppgraderinger og vedlikehold i flåtene.

Tabell 27: EV/EBITDA multiplikator

Alle beløp er i USD	EV	EBITDA	EV/EBITDA
GasLog Ltd	4 674 930 000	425 633 000	10,98
Höegh LNG	1 809 104 000	217 193 000	8,33
Awilco LNG	300 246 000	43 250 000	6,94
Flex LNG Ltd		270 990 000	
Gjennomsnittlig multiplikator			8,75

Flex LNG:	Total verdi	Per aksje
Verdi på EV basert på EV/EBITDA	2 371 619 296	-
Verdivurdering basert på EV/EBITDA	888 737 296	\$ 16,42

Ved å se på EV/EBITA multiplikatoren får vi en verdivurdering av aksjen til Flex LNG på 16,42 dollar.

8.4 Oppsummering av multipler

Målet med en komparativ verdsettelse er å estimere markedsverdien til selskapet basert på flere multipler. Styrkene ved metoden er at det er tidsbesparende og gir et subjektivt estimat ut ifra et markedsperspektiv. På den andre siden krever metoden at selskapene som brukes som sammenligningsgrunnlag er representative for bedriften som skal vedsettes. Shipping bransjen er preget av mye usikkerhet og volatilitet, dette gjør at det er vanskelig å finne sammenlignbare bedrifter. Som nevnt tidligere kan to tilsynelatende like bedrifter ha inngått langsiktige befrakningsavtaler på svært ulike tidspunkt og ratenivåer. Videre har selskapene store ulikheter når det kommer til gjeldsgraden, alderen på flåtene og anskaffelsestidspunkt, noe som igjen vil føre til at estimatene vi får kan være misvisende. Faktorene nevnt ovenfor gjør at det er vanskelig å finne sammenlignbare selskaper i shipping bransjen, som utgjør et problem for kausaliteten til metoden.

Dersom vi tar gjennomsnittet av de tre multiplikatorene, får vi en aksjekurs for Flex LNG på 14,57 dollar per aksje. P/B og P/E gir relativt lik estimering av kursen, men EV/EBITA skiller seg ut ved at den har en noe høyere aksje kurs enn de to andre multiplene. Det er også vært å merke seg at P/E multiplikatoren har stor variasjon. Dette knyttet seg trolig til den ulike kapitalstrukturen til selskapene og at Höegh LNG av ulike årsaker hadde et negativt årsresultat.

Vi ser at den komparative verdsettelsen fører til en undervurdering av selskapets aksjekurs av årsaker som er benevnt ovenfor.

9. KONKLUSJON

Flex LNG har de siste årene blitt en betydelig aktør i LNG-shipping bransjen. Bransjen kjennetegnes ved at den er volatil, noe som medfører usikkerhet for både mulige investorer og aktører i bransjen. Volatiliteten kommer av årsaker som endring i gass- og strømpriser, etterspørsel etter LNG i markedet, da spesielt i EU og Asia. Shippingbransjen er også svært følsom for overkontrahering av nye skip; en marginal overvekt av tilgjengelige LNG-skip kan føre til rater langt under *break even*.

Den strategiske analysen viser at vi forventer vekst i etterspørselen etter LNG i årene fremover og at det er gode utsikter for LNG-shipping bransjen. I 2021 opplevde vi et topp-år for rateinntektene i spot-markedet, det kan være utfordrende å oppnå like høy lønnsomhet i årene fremover, alt etter som i hvilken syklus vi er i markedet og inntjeningen for LNG-shipping aktører vil variere sterkt i takt med arbitrasjemulighetene for LNG mellom USA, EU og Asia. Konkurransenintensiteten avhenger også stort av dette, da høyere etterspørsel i Asia gir færre tilgjengelige skip i markedet til ett hvert tidspunkt. Vår oppfatning er at Flex LNG er en av de aktørene som klarer å drive med lønnsomt. Dette gjenspeiles i regnskapsanalysen i form av at Flex LNG kommer best ut på hele 7 av 8 nøkkeltall, mot sammenlignbare konkurrenter. Vi forventer at superprofitten vi opplevde i 2021 vil eksistere i mindre grad i fremtiden, men at markedet vil fortsette å vokse. Ved analyse av fremtidige kontantstrømmer og en fundamental analyse kom vi frem til at verdien av egenkapitalen til Flex LNG er pålydende USD 43,59 per aksje.

Vi utførte også en komparativ verdsettelse som et supplement til den fundamentale verdsettelsen for å skaffe oss en dypere innsikt i verdien av selskapet. I den komparative verdsettelsen brukte vi P/B, P/E og EV/EBITDA multiplikatorer. Verdiene vi fant ved disse verdsettelsesmetodene var betydelig lavere enn den vi fant beregnet med en fundamental verdsettelse. Dette skyldes at Flex LNG skikker seg nokså kraftig ut fra sine respektive konkurrenter ved at de klarer å skape et bedre resultat på en lavere egenkapital, samtidig som de er finansiert med en lavere gjeldsandel. Vi mener derfor ikke verdiene ved bruk av multiplikatorer gjenspeiler den underliggende verdiskapningen i Flex LNG kombinert med utsiktene for bransjen. Det at vi fikk to så ulike svar ved bruk av de to metodene tyder på at en av de må være feil. Av denne grunn har vi valgt å se bort i fra verdier som fremkommer av

multiplikatormodellene. Dette underbygges av Kaldestad & Møller (2016) som påpeker at slike multiplikatorer kan være et dårlig mål i shipping-industrien.

Det kan virke som markedet baserer verdsettelsen av Flex LNG, og shippingselskaper generelt, i større grad på den komparative verdsettelsesmetoden, og i mindre grad på fundamentale verdier. Dette vil kun føre til for lite vektning av forventet prisutvikling i markedet, kontraktstruktur og makroøkonomiske forhold. Konsekvensen av en slik verdsettelsesmetode vil være at volatilitet i bransjen ikke blir tatt høyde for. Relativ verdsettelse er lett å presentere, men er mindre presis og kan inneholde mulige fallgruver (Kjærland, 2010).

Vi konkluderer dermed at verdien til egenkapitalen per aksje, per 1.1.2022, er pålydende 43,59 USD.

Basert på dette endelige kursmålet kan vi konkludere med at aksjen til Flex LNG per 1.1.2022 er undervurdert.

9.1 Handlingsstrategi

I dette delkapittelet vil det endelige verdiestimatet på USD 43,59 bli sett i forhold til børskursen per 1.1.2022, for deretter å anbefale en handlingsstrategi for handel i aksjen. Vår anbefalte handelsstrategi tar utgangspunkt i hvorvidt det estimerte kursmålet er høyere eller lavere enn børskursen med en skjønsmessig margin på +/- 10 %.

Tabell 28: Handlingsstrategi

Terskelverdier	Kurs
Selg	\$ 21,05
Hold	\$ 23,39
Kjøp	\$ 25,73

Per 1.1.2022 utstedes det en kjøps-anbefaling på Flex LNG Ltd. (FLNG) med tilhørende kursmål på USD 43,59.

10. OPPGAVEKRITIKK

Vi baserer vår verdsettelse av Flex LNG kun på den fundamentale analysen og utledningen av kontantstrømmene. Det er svakheter med både metode og forutsetninger knyttet til denne analysen, som vil kunne gi rom for fallgruver.

De estimerte inntektene brukt i kontantstrømmene er basert på en rekke forutsetninger og antagelser. Flåtestrukturen er basert på dagens kontrakter og muligheten for å fornye kontraktene, og vi antar en fornyelsesrate på 100%, samt en økning med ett skip i spotmarkedet. Denne økningen er avgjørende for veksten vi har estimert i prognoseperioden, men vil i realiteten gjøre at Flex LNG eksponerer seg for enda mer risiko, i en allerede risikofylt profil.

Fordi selskapet er nytt, har mangel på historisk inntjening og regnskapsår med alle 13 skip i operasjonell drift har gjort at driftsinntektene i 2021 er vektlagt tungt. 2021 var samtidig *all time high* for LNG-segmentet. Til tross for vår bevissthet angående dette, må vi samtidig erkjenne at det kan ha ført til at vi har vært for optimistiske med tanke på framtidige kontantstrømmer.

I den fundamentale verdsettelsen ved bruk av fri kontantstrømmer har prognoseperioden 2022e-2026e kun en forklaringsgrad på 19% av verdien til Flex, mens terminalleddet har en forklaringsgrad på 81%. Derfor vil den endelige aksjeprisen avhenge i svært stor grad av vårt estimat av vekstfaktoren g . Eksempelvis vil en endring i g fra 0,5% til 1% endre aksjeprisen fra \$43,59 til \$51,33. Premisser vi legger i grunn for evig vekst er helt avgjørende for aksjeprisen, og små forandringer vil gi store utslag.

11. REFERANSER

Adriatic LNG. (2022, Februar 15). Hentet fra <https://www.adriaticlng.it/en/the-terminal/why-lng/lng-history>

BBC. (2021). *LIBOR: What is it and why does it matter?* . Hentet fra <https://www.bbc.com/news/business-19199683>

Bloomberg. (2022, Februar 1). *U.S. Holds World's Top LNG Exporter Spot on European Energy Crisis*. Hentet fra <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-01/u-s-holds-world-s-top-lng-exporter-spot-on-europe-energy-crisis>

DNV. (2021, Mai 20). *LNG as marine fuel*. Hentet fra <https://www.dnv.com/maritime/insights/topics/lng-as-marine-fuel/index.html>

Drewry. (2020, 1 1). *Drewry*. Hentet fra Supplychaindive: <https://www.supplychaindive.com/news/drewry-vessel-operating-costs-expenses-carrier-shipper-rates/589868/>

EIA. (2022, April). *Monthly Energy Review*. Hentet fra U.S. Energy Information Administration: <https://www.eia.gov/energyexplained/natural-gas/use-of-natural-gas.php>

Elengy. (2022, Februar 15). *LNG: An energy of the future*. Hentet fra <https://www.elengy.com/en/lng/lng-an-energy-of-the-future.html>

Euronext. (2022, April). *FLEX LNG*. Hentet fra Euronext, Live Markets: <https://live.euronext.com/en/product/equities/BMG359472021-XOSL>

Finansavisen. (2018, August 6). *Kina inneøfrer toll på amerikansk LNG*. Hentet fra Finansavisen.no: <https://finansavisen.no/nyheter/boers-finans/2018/08/kina-innfoerer-toll-paa-amerikansk-lng>

Flex LNG. (2022, Mars 9). *DNB Energy & Shipping Conference 2022*. Hentet fra <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/dad277cd-7bed-44af-a4b7-ead20f96e3d7>

Flex LNG. (2022). *Flex LNG Annual report 2021*. Flex LNG.

Flex LNG. (2022, Februar 10). *Flex LNG Company Profile*. Hentet fra <https://www.flexlng.com/company-profile/>

Flex LNG. (2022, Mars 29). *Flex LNG Fleet List*. Hentet fra <https://www.flexlng.com/fleet-list/>

Flex LNG. (2022, Februar 18). *Flex LNG Management*. Hentet fra <https://www.flexlng.com/management/>

Gjølberg, O., & Johnsen, T. (2007). *Investeringer i produksjon av fornybar energi: Hvilket avkastingskrav bør Enova SF legge til grunn?* Notat, 12. desember 2007. UMB, Ås og NHH, Bergen.

Global Rates. (2022). Hentet fra US Dollar LIBOR rates 2021: <https://www.global-rates.com/en/interest-rates/libor/american-dollar/2021.aspx>

Gonzales, L. (2022, April). *Freight Rate Volatility on the Rise as Coronavirus Strands Vessels on Open Seas*. Hentet fra Natural Gas Intelligence: <https://www.naturalgasintel.com/freight-rate-volatility-on-the-rise-as-coronavirus-strands-vessels-on-open-seas/>

Hellenic Shipping News. (2022, 1 29). *LNG Shipping Market Going Strong*. Hentet fra Hellenic Shipping News: <https://www.hellenicshippingnews.com/lng-shipping-market-going-strong/?fbclid=IwAR2-f95dV7VSmBYT7a7uku72-qbTePMcHzBOFNqotmLa6QBTw-WiBiuNL2w>

IEA. (2022, April). *Demand*. Hentet fra Natural Gas Information: <https://www.iea.org/reports/natural-gas-information-overview/demand#abstract>

- IEA. (2022, April). *Supply*. Hentet fra Key World Energy Statistics 2021:
<https://www.iea.org/reports/key-world-energy-statistics-2021/supply>
- International Maritime Organization. (2020, Januar 1). *IMO 2020 – cutting sulphur oxide emissions*. Hentet fra <https://www.imo.org/en/MediaCentre/HotTopics/Pages/Sulphur-2020.aspx>
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Kalleklev, Ø. (2020, Desember 6). Fra dataspill til shipping, fra Ulltveit-Moe til Fredriksen-systemet med Flex LNG, mine beste råd til shippinginterreserte. (C. Vonheim, Intervjuer)
- Kalleklev, Ø. (2022, Januar 18). Aksjekaffe med Ida: Episode 94. (I. B. Hundvebakke, Intervjuer)
- Kjærland, F. (2010, 1 25). Market (in)efficiency in valuing electric utilities—The case of Norwegian generating companies. *Market (in)efficiency in valuing electric utilities—The case of Norwegian generating companies*, s. 6.
- Kristoffersen, T. (2019). *Årsregnskapet*. 5068 Bergen: Fagbokforlaget.
- Martinsen, A. (2022). *Er dere klare for nye referanserenter?* Hentet fra https://www.ey.com/no_no/financial-services/nye-referanserenter
- Norges Bank. (2021). *Kurser og renter - Statsgjeld*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/statsgjeld-lan/?tab=security&id=NO0010950892>
- Norges Rederiforbund. (2021, Mars 9). *Norge - Verdens fjerde største skipsfartsnasjon*. Hentet fra <https://rederi.no/aktuelt/2021/norge--verdens-fjerde-storste-skipsfartsnasjon---malt-i-verdi/>

Pekic, S. (2021). *GECEF explores trends on LNG carriers global market. Offshore Energy* .
Hentet fra <https://www.offshore-energy.biz/gecef-explores-trends-on-lng-carriers-global-market/>

Porter, M. E. (1985). *Konkurransfortrinn (norsk utg.)*. Oslo: TANO A.S.

PWC. (2021). *Risikopremien i det norske markedet 2021*. Hentet fra PWC.no:
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Reuters. (2022, Januar 22). *Japan's 2021 LNG imports slip, gives up world's top buyer spot to China*. Hentet fra <https://www.reuters.com/markets/commodities/japans-2021-lng-imports-slip-gives-up-worlds-top-buyer-spot-china-2022-01-20/>

SEA-LNG . (2022). *LNG carriers have been capable of utilizing boil-of-gas as a fuel for steam turbines for over fifty years*. Hentet fra <https://sea-lng.org/why-lng/global-fleet/>

Vessel Value. (2020, Desember). Hentet fra <https://www.rivieramm.com/news-content-hub/news-content-hub/top-five-lng-carrier-owners-62434>

Visma. (2022, Februar 15). Hentet fra
<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/1/likviditet/>

Øvrebø, O. A. (2020). *Fossilavhengigheten*. Hentet fra Energi og klima:
<https://energiogklima.no/klimavakten/fossilavhengigheten/>

