

Ivan Larsen
Christian Degirmenci
Otto Leisner

Verdsettelse av Frontline Ltd.

Valuation of Frontline Ltd.

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Emil Gustafsson
April 2023

Ivan Larsen
Christian Degirmenci
Otto Leisner

Verdsettelse av Frontline Ltd.

Valuation of Frontline Ltd.

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Emil Gustafsson
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Det er med stor glede og ydmykhet at vi presenterer denne bacheloroppgaven, som omhandler verdsettelse av Frontline Ltd, et ledende internasjonalt shipping-selskap. Denne oppgaven er resultatet av flere måneders forskning, analyse og utforskning, og det har vært en lærerik og spennende prosess. Studiet av verdsettelse og shippingbransjen har vist seg å være en fascinerende blanding av komplekse sammenhenger, og vi er takknemlig for muligheten til å ha dykket dypere inn i dette emnet. I løpet av arbeidet med oppgaven har vi fått en dypere forståelse av hvordan shippingindustrien fungerer og hvordan den påvirker den globale økonomien. Vi har lært om de ulike faktorene som påvirker selskapets verdi, som selskapets inntjening, balanse, markedsforhold og risikofaktorer.

Det har vært spesielt interessant å studere Frontline, et selskap som har spilt en sentral rolle i den internasjonale shippingindustrien i over 30 år. Ved å analysere selskapets finansielle resultater, markedsposisjon og fremtidsutsikter, har vi fått verdifull innsikt i hvordan et ledende shipping-selskap opererer og tilpasser seg et stadig skiftende marked. Vi vil benytte anledningen til å takke vår veileder, som har vært en god kilde til kunnskap og veiledning gjennom hele prosessen.

Med dette forordet håper vi å kunne formidle vår entusiasme for denne lærerike opplevelsen. Målet med denne oppgaven er å gi leseren en dypere forståelse av verdsettelse av shipping-selskaper, og da spesielt Frontline, samt å belyse de mange aspektene og utfordringene som kommer med denne bransjen.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatternes regning



Christian Degirmenci



Ivan Larsen



Otto Leisner

Sammendrag

I denne bacheloroppgaven har vi utført en verdsettelse av egenkapitalen til Frontline Ltd. per 31.03.2023. Gjennom en kombinasjon av en strategisk analyse og en regnskapsmessig analyse har vi undersøkt det volatile markedet Frontline opererer i, samt de mange risikofaktorene som selskapet står overfor. Til tross for disse utfordringene, har vi også identifisert muligheter for Frontline gitt estimerte fremtidsutsikter.

Spørsmålet vi har besvart i denne oppgaven er «Hva er verdien av en aksje i Frontline Ltd per 31.03.2023, og hvilke faktorer påvirker verdsettelsen av selskapet?»

Frontline har en solid posisjon i shippingsektoren og drar nytte av interne styrker og eksterne muligheter. For å opprettholde suksess, må de fokusere på tilpasning, innovasjon og bærekraft, samtidig som de overvåker ytre trusler som geopolitisk ustabilitet og miljøkrav. Gjennom vår strategiske analyse har vi kartlagt markedssituasjonen, konkurranseforholdene og viktige trender som påvirker selskapets verdsettelse. I tillegg har vi evaluert selskapets interne ressurser og kapabiliteter for å vurdere dets evne til å utnytte muligheter og takle utfordringer

For å estimere verdien av Frontline Ltd., har vi sammen med den strategiske og regnskapsmessige analysen benyttet en kontantstrømbasert analyse som resulterte i en aksjekurs på 222,70 NOK. Dette resultatet står dog i kontrast til verdier beregnet ved bruk av multiplikatorer, som viste seg å være vesentlig lavere enn estimert verdi ved fundamental verdsettelse.

Vår analyse tyder på at Frontline Ltd. har et potensial for vekst og avkastning for aksjonærer, til tross for utfordringer og usikkerheter i markedet. Det er imidlertid viktig for selskapet å fortsette å håndtere risiko og tilpasse seg endringer i markedet for å opprettholde sin konkurranseposisjon og øke aksjonærverdien.

Abstract

In this bachelor thesis, we have conducted a valuation of the equity of Frontline Ltd. as of 31.03.2023. Through a combination of strategic analysis and financial statement analysis, we have examined the volatile market Frontline operates in, as well as the many risk factors the company faces. Despite these challenges, we have also identified opportunities for Frontline based on estimated future prospects.

The question we have answered in this thesis is "What is the value of a share in Frontline Ltd as of 31.03.2023, and what factors influence the valuation of the company?"

Frontline has a strong position in the shipping sector and benefits from internal strengths and external opportunities. To maintain success, they must focus on adaptation, innovation, and sustainability while monitoring external threats such as geopolitical instability and environmental requirements. Through our strategic analysis, we have mapped the market situation, competitive conditions, and key trends affecting the company's valuation. In addition, we have evaluated the company's internal resources and capabilities to assess its ability to exploit opportunities and cope with challenges.

To estimate the value of Frontline Ltd., we used a cash flow-based analysis in conjunction with the strategic and financial statement analysis, resulting in a share price of 222.7 NOK. This result, however, contrasts with values calculated using multipliers, which proved to be significantly lower than the estimated value based on fundamental valuation.

Our analysis suggests that Frontline Ltd. has the potential for growth and return for shareholders, despite challenges and uncertainties in the market. However, it is important for the company to continue managing risk and adapting to changes in the market to maintain its competitive position and increase shareholder value.

1. Innledning	1
1.1. Motivasjon for oppgaven.....	1
1.2. Problemstilling	2
1.3. Oppbygning og avgrensning.....	2
2. Selskaps- og bransjeanalyse.....	4
2.1. Om Frontline Ltd.....	4
2.2. Om bransjen	6
3. Strategisk Analyse	9
3.1. Eksternanalyse.....	10
3.1.1. PESTEL-analyse.....	10
3.1.1.1. Politiske forhold	11
3.1.1.2. Økonomiske forhold.....	12
3.1.1.3. Sosiokulturelle forhold	14
3.1.1.4. Teknologiske forhold.....	14
3.1.1.5. Økologisk (miljømessige forhold).....	14
3.1.1.6. Juridiske forhold.....	16
3.1.2. Porters femfaktormodell	16
3.1.2.1. Trussel fra nye konkurrenter.....	17
3.1.2.2. Trussel fra substitutter	17
3.1.2.3. Forhandlingsmakt til leverandører.....	18
3.1.2.4. Forhandlingsmakt til kjøpere.....	19
3.1.2.5. Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter	20
3.2. Internanalyse	21
3.2.1. VRIO	21
3.2.1.1. Verdi (Value):.....	21
3.2.1.2. Sjeldenhet (Rarity):	21
3.2.1.3. Imiterbarhet (Imitability):.....	22
3.2.1.4. Organisasjon (Organization):.....	22
3.2.2. SWOT.....	24
3.2.2.1. Styrker:	24
3.2.2.2. Muligheter:	25
3.2.2.3. Trusler:.....	26
4. Regnskapsanalyse/Analyse av risiko og lønnsomhet.....	26
4.1. Lønnsomhetsanalyse	27
4.1.1. Resultatgrad.....	27
4.1.2. Totalkapitalrentabilitet.....	29
4.1.3. Egenkapitalrentabilitet.....	29

4.1.4.	Driftsmargin	30
4.2.	Likviditet og soliditet	31
4.2.1.	Likviditetsgrad 1.....	31
4.2.2.	Gjeldsgrad	31
4.2.3.	Egenkapitalandel	32
5.	Avkastningskrav	33
5.1.	Risikofri rente.....	34
5.2.	Markedets risikopremie.....	34
5.3.	Beta.....	34
5.4.	Skattesats	36
5.5.	Gjeldsrente.....	36
5.6	Kapitalverdimodellen (Capm).....	36
5.6.	WACC	37
6.	Kontantstrømbasert analyse.....	38
6.1.	Fremtidsprognoser.....	38
6.1.1.	Flåtekapasitet.....	40
6.1.2.	Flåteproduktivitet	41
6.2.	Prognose i finansregnskapet.....	41
6.2.1.	Inntekter.....	41
6.2.2.	Kostnader.....	44
6.3.	Prognose i balansen	45
6.3.1.	Investeringer	45
6.3.2.	Avskrivninger	47
6.3.3.	Arbeidskapital	47
7.	Verdsettelse	48
7.1.	Fundamental verdsettelse	48
7.2.	Sensitivitetsanalyse	50
7.3.	Komparativ verdsettelse	50
8.	Konklusjon.....	53
9.	Kildeliste.....	55

Tabelliste

Tabell 1: Utregning av EBITDA	28
Tabell 2: Utregning av resultatgrad	28
Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet.....	29
Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet.....	30
Tabell 5: Driftsmargin	30
Tabell 6: Likviditetsgrad.....	31
Tabell 7: Gjeldsgrad	32
Tabell 8: Egenkapitalandel	32
Tabell 9: Historisk beta.....	35
Tabell 10: Bransjens beta.....	35
Tabell 11: Gjeldsrente.....	36
Tabell 12: CAPM.....	37
Tabell 13: WACC	37
Tabell 14: Driftsinntekter	42
Tabell 15: Vekstestimat (Securities Cleaves, 2023).....	43
Tabell 16: Sustainable growth rate	44
Tabell 17: Driftskostnader	45
Tabell 18: Investeringer.....	46
Tabell 19: Arbeidskapital.....	47
Tabell 20: Fundamental verdsettelse	48
Tabell 21: Frie kontantstrømmer	48
Tabell 22: Sensitivitetsanalyse	50
Tabell 23: Mutlippelanalyse	52

Figurliste

Figur 1: En utvidet SWOT-modell (Erichsen, mfl. 2018, s.267).....	9
Figur 2 : Pestel (Erichsen, mfl. 2018, s.268	10
Figur 3: (Api.org,2022)	11
Figur 4: BDI er den oransje grafen.....	13
Figur 5: (TradingView, 2023).....	13
Figur 6: Globalt energikonsum (BP, 2022).....	15
Figur 7: Regionfordelt energikonsum (BP, 2022)	15
Figur 8: VLCC priser fordelt på alder (Thesignalgroup.com, 2022).....	17
Figur 9: Lønnsomhetanalyse	27
Figur 10: Daglig avkastning januar 2018-2023	33
Figur 11: Konsum av raffinert petroleum per sektor (Eia.gov, 2023)	38
Figur 12: Verdens petroleum-konsum etter oljeprisnivå (Eia.gov, 2023).....	39
Figur 13: Oljekonsum i transport og industrisektorer (Eia.gov, 2023).....	39
Figur 14: Fremtidig vekst av tankflåten (Crude Tanker Market Outlook, 2022)	40
Figur 15: Fri kontantstrøm estimat (Frontline Q4, 2022).....	42
Figur 16: Historisk femårig skipsverdi.....	46

1. Innledning

1.1. Motivasjon for oppgaven

Denne bacheloroppgaven er motivert av en lidenskap for å utforske og forstå shippingindustrien og dens avgjørende betydning i global handel og økonomi. Shippingindustrien er en kritisk komponent i verdensøkonomien, da den sørger for transport av varer og tjenester over hele kloden. En grundig forståelse av dynamikken og utfordringene i denne sektoren er essensielt for å kunne forutse endringer i verdensøkonomien og identifisere potensielle investeringsmuligheter. Det er tre hovedmotivasjoner som driver dette arbeidet:

Den første motivasjonen for denne oppgaven er å utvide kunnskapen om finansiell analyse og verdsettelse av selskaper innen shippingindustrien. Ved å utføre en detaljert evaluering av Frontlines finansielle stilling og dens posisjon i shippingindustrien, vil oppgaven gi verdifull innsikt i verdsettelsen av selskapets aksjer og identifisere potensielle investeringsmuligheter for investorer.

En annen motivasjon for dette arbeidet er å undersøke hvordan eksterne faktorer påvirker shippingindustrien og selskaper som Frontline Ltd. Pandemien COVID-19 og økte miljøkrav har ført til betydelige endringer og utfordringer i shippingindustrien. Det er spennende å se hvordan selskaper som Frontline Ltd. tilpasser seg disse endringene og hvilke strategier de bruker for å overvinne utfordringene. Dette vil bidra til å forstå potensielle investeringsmuligheter og utviklingen i shippingindustrien som helhet.

Den tredje motivasjonen for denne oppgaven er å utforske Frontlines rolle og betydning innenfor shippingindustrien. Selskapet spiller en vesentlig rolle i transport av råolje og har dermed stor innflytelse på shippingindustrien som helhet. En omfattende analyse av Frontline Ltd.s virksomhet, inkludert selskapets historie, ledelse, strategi og tilpasningsevne, vil gi en dypere forståelse av selskapet og dets posisjon i shippingindustrien.

1.2. Problemstilling

I vår verdsettelsesoppgave vil vi undersøke hva som påvirker verdsettelsen av Frontline Ltd selskapet og hvordan investorer kan tilpasse sin strategi for å oppnå ønsket avkastning. Vi vil besvare følgende hovedproblemstilling:

«Hva er verdien av en aksje i Frontline Ltd per 31.03.2023, og hvilke faktorer påvirker verdsettelsen av selskapet?»

For å bryte ned denne problemstillingen, vil vi utforske følgende delproblemstilling: «Hvilke faktorer som påvirker verdsettelsen av Frontline Ltd selskapet, og hvordan investorer bør forholde seg til disse faktorene for å oppnå ønsket avkastning?» Denne delproblemstillingen gir oss en retning for å undersøke hvordan ulike risikofaktorer påvirker verdien av selskapet, og hvordan investorer kan tilpasse sin strategi for å oppnå ønsket avkastning. Vi vil undersøke ulike investeringsstrategier og vurdere hvilke som best kan balansere risiko og avkastning for investorer.

1.3. Oppbygning og avgrensning

I denne bacheloroppgaven vil vi fokusere spesifikt på Frontline Ltd. og dets virksomhet innen tankmarkedet. Selv om shippingindustrien er sammensatt av flere segmenter, vil vår analyse konsentrere seg om det segmentet som er mest relevant for selskapet. Vi vil også begrense oss til å bruke diskontert kontantstrømsanalyse og sammenligning med konkurrenter som de primære verdsettelsesmetodene, selv om det finnes flere andre metoder som kan benyttes.

Videre vil oppgaven fokusere på perioden frem til 02/04/2023 og vil derfor ikke ta hensyn til hendelser eller utvikling som skjer etter dette tidspunktet. Dette kan innebære at noen av analysene og konklusjonene i oppgaven ikke vil være fullstendig oppdaterte i forhold til senere markedsutvikling og endringer i selskapets situasjon.

Bacheloroppgaven er strukturert i flere deler for å gi en grundig og systematisk analyse av Frontline Ltd. og dets aksjeverdi. Først presenteres en oversikt over selskapet, inkludert dets historie, ledelse og strategi, for å gi leseren en forståelse av Frontlines virksomhet og posisjon i shippingindustrien. Deretter vil oppgaven utforske shippingindustrien, med fokus på tankmarkedet, som er mest relevant for Frontline Ltd. Gjennom denne analysen vil vi vurdere de ulike segmentene og de viktigste faktorene som påvirker industrien, inkludert COVID-19-pandemien, geopolitiske spenninger, miljøkrav og teknologisk utvikling.

Etter å ha etablert en forståelse av både selskapet og industrien, vil oppgaven gå over til en detaljert finansiell analyse av Frontline Ltd. Denne analysen vil innebære en gjennomgang av selskapets finansielle resultater, nøkkeltall og kapitalstruktur, for å vurdere dets økonomiske styrke og stabilitet.

Basert på denne analysen vil vi gi en anbefaling for potensielle investorer angående kjøp, salg eller beholdning av Frontline aksjer.

2. Selskaps- og bransjeanalyse

2.1. Om Frontline Ltd.

Frontline Ltd., grunnlagt i 1985 som Frontline AB av John Fredriksen, er en internasjonal leverandør av sjøtransporttjenester for råolje og oljeprodukter (Frontline, 2019). Selskapet har hovedkontor i Hamilton, Bermuda, og kontorer i Oslo, Norge, og Singapore. Det er notert både på Oslo Børs og New York Stock Exchange under tickeren 'FRO' (Frontline, 2019). Frontline eier og driver en flåte av 22 Very Large Crude Carriers (VLCCs), 26 Suezmax og 20 Aframax-tankere per desember 2022. (Frontline, 2022).

VLCC (Very Large Crude Carrier), Suezmax og Aframax/LR2 er alle tankbåt-klassifiseringer basert på størrelsen og kapasiteten deres. En VLCC har vanligvis en kapasitet på over 200 000 dødvekttonn (DWT) og kan transportere opptil 2 millioner fat råolje. De er for store til å navigere gjennom Suez-kanalen og er derfor begrenset til de større havnene og vannveiene i verden. Suezmax-tankere har en kapasitet på rundt 120 000-200 000 DWT og kan passere gjennom Suez-kanalen, noe som gjør dem ideelle for å transportere olje fra Midtøsten til middelhavs- eller europeiske havner. Aframax/LR2-tankere er mindre med en kapasitet på rundt 80 000-120 000 DWT og kan navigere gjennom smale kanaler, som for eksempel Malakkastredet eller Panamakanalen. De brukes vanligvis til å transportere raffinerte petroleumsprodukter, som for eksempel bensin eller diesel. Flåten deres fokuserer primært på transport av råolje, men den transporterer også raffinerte oljeprodukter som bensin, diesel og flydrivstoff (Frontline, 2023).

John Fredriksen og hans familie er hovedaksjonærer i selskapet, hvor de eier 35,6% av aksjene (MarketScreener, 2023). Selskapet har vokst gjennom en rekke oppkjøp av andre selskaper samt skip og har en av de mest moderne tankflåtene av alle listede shipping-selskaper, med en gjennomsnittsalder på skipene sine på 5 år (ESG, 2021, s.6). Frontline er anerkjent for sitt engasjement for sikkerhet, effektivitet og miljøansvar (Frontline ESG, 2023).

Frontline følger strenge forskrifter og retningslinjer fastsatt av internasjonale maritime organisasjoner, som den internasjonale sjøfartsorganisasjonen (IMO) og Oil Companies International Marine Forum (OCIMF) (Frontline ESG, 2023). Selskapet fokuserer på både spotmarkedet og noen langsiktige charteravtaler (Frontline Q4, 2022). Ved å bruke en blanding av disse strategiene, kan selskapet dra nytte av gunstige markedsforhold samtidig som det sikrer jevne inntektsstrømmer i perioder med markedsusikkerhet. Dette har gjort det mulig for Frontline å opprettholde en konkurransefordel og konsekvent generere positiv avkastning for aksjonærene.

I de senere årene har selskapet forfulgt vekst gjennom strategiske oppkjøp og partnerskap. For eksempel, i 2019 kjøpte Frontline ti Suezmax-tankere fra Trafigura Maritime Logistics, et ledende handelsselskap for råvarer (Frontline Trafigura acquisition, 2019). Dette oppkjøpet utvidet ikke bare selskapets flåte, men styrket også Frontlines markedsposisjon i den globale oljetransport-industrien.

Finansielt har Frontline konsekvent vist sterk ytelse. Til tross for å møte markedsusikkerhet og utfordrende økonomiske forhold, har selskapet opprettholdt en solid balanse og generert positive kontantstrømmer (YahooFinance, 2022). Frontlines ledelsesteam, ledet av administrerende direktør Lars Barstad (Frontline Management, 2023), har stor erfaring i bransjen og har vært avgjørende for selskapets vekst og suksess.

En av de viktigste faktorene som bidrar til Frontlines suksess, er vektleggingen på å opprettholde en ung og moderne flåte. Selskapet investerer kontinuerlig i nye fartøy og oppgradering av flåten for å sikre at operasjonene oppfyller eller overgår de nyeste bransjestandardene når det gjelder sikkerhet, kvalitet og miljøytelse (ESG,2021, s.3, s.7). Ved å gjøre dette kan Frontline tilby kundene pålitelige, høykvalitets transporttjenester samtidig som det reduserer miljøavtrykket. I tillegg jobber Frontline aktivt med å tilpasse seg den pågående globale energiomstillingen. Selskapet utforsker nye teknologier og alternative drivstoff, som biodrivstoff fra TFG Marine, for å redusere klimagassutslippene og overholde strenge miljøforskrifter (ESG,2021, s.7). Disse anstrengelsene demonstrerer ikke bare

Frontlines forpliktelse til bærekraft, men også posisjonerer selskapet som en fremtidsrettet leder i shippingindustrien.

Frontline Ltd en viktig aktør i det globale oljetransportmarkedet med et sterkt rykte for sikkerhet, effektivitet og miljøansvar. Den varierte flåten og fokuset på modernisering av flåten har gjort det mulig for selskapet å navigere i utfordringene i en volatil bransje og levere verdi til aksjonærene. Ettersom shippingindustrien fortsetter å utvikle seg, vil Frontlines engasjement for innovasjon og bærekraft sannsynligvis spille en viktig rolle i dets løpende suksess.

2.2. Om bransjen

Shippingindustrien er en av verdens mest kritiske næringer, da den spiller en viktig rolle i global handel og økonomisk vekst. Rundt 90% av verdenshandelen skjer via sjøtransport, noe som gjør shipping til en nøkkelfaktor for utviklingen og velferden til nasjonene (Ics-shipping.org, 2017). Industrien består av forskjellige segmenter, inkludert tørrbulk, tank, container, og spesialiserte fartøy som opererer over hele verden.

De siste årene har shippingindustrien møtt flere utfordringer, inkludert økonomiske nedgangstider, politisk usikkerhet, endrede handelsmønstre og faktorer som politiske spenninger, økt eller redusert oljeproduksjon, og endringer i miljøforskrifter, som f.eks. redusert grense for svovel i drivstoff implementert i 2020 (Imo.org, 2020). En av de mest betydningsfulle påvirkningene nylig har vært COVID-19-pandemien. Pandemien har ført til endringer i både tilbud og etterspørsel, og har skapt nye utfordringer og muligheter for shippingindustrien. I begynnelsen av pandemien førte nedstengninger og redusert økonomisk aktivitet til en kraftig nedgang i etterspørselen etter shippingtjenester. Dette førte til lavere fraktrater og overskuddskapasitet i mange segmenter av industrien. Samtidig påvirket pandemien forsyningskjeden, med fabrikknedstengninger og logistikkflaskehalser som skapte forsinkelser og ekstra kostnader for rederier og deres kunder.

En annen viktig faktor som påvirker shippingindustrien er de økende miljø- og klimakravene. Den internasjonale sjøfartsorganisasjonen (IMO) har satt ambisiøse mål for å redusere bransjens karbonintensitet med 40% innen 2030 og halvere dens totale klimagassutslipp innen 2050 sammenlignet med 2008-nivåer (Imo.org, 2021). Disse målene krever betydelig innovasjon og investeringer i nye teknologier, drivstoff og operasjonelle praksiser. Mange rederier har allerede begynt å utforske alternative drivstoff, som flytende naturgass (LNG), biobrensel, ammoniakk og hydrogen (Gard.no, 2022). Dette vil derimot medføre usikkerhet når det kommer til utbygging av nye båter, da det er en stor risiko for å velge feil type drivstoff og dermed bli sanksjonert for det i fremtiden. I tillegg har industrien sett en økning i investeringer i energieffektiv teknologi og digitale løsninger, som automatisering, kunstig intelligens og big data-analyse, for å øke operasjonell effektivitet og redusere driftskostnadene (Fredrik Gabrielsen, 2017). Videre påvirker økt digitalisering og teknologisk utvikling shippingindustrien på flere måter. For eksempel har innføringen av blockchain-teknologi og Internet of Things (IoT) potensialet til å transformere logistikk og forsyningskjedestyring, noe som kan øke effektiviteten og redusere kostnadene for rederier. Imidlertid representerer økt digitalisering også nye sikkerhetsrisikoer, som cyberangrep.

Geopolitikk og handelsspenninger er også viktige temaer i shippingindustrien. Konflikter mellom store handelspartnere, som USA og Kina, har skapt usikkerhet og volatilitet i det globale handelsmiljøet. Dette har påvirket shippingindustrien direkte, ettersom endrede handelsruter og økt proteksjonisme kan føre til redusert etterspørsel etter shippingtjenester. På den andre siden kan omfordeling av handelsruter og regionale handelsavtaler også skape nye muligheter for industrien. Skiftende økonomiske forhold og markedsdynamikk har også ført til konsolidering og restrukturering i shippingindustrien. Mange selskaper har slått seg sammen, inngått strategiske allianser eller solgt eiendeler for å redusere kostnadene og styrke sin konkurranseposisjon (Unctad.org, 2022). Dette har ført til en konsentrasjon av markedsmakt hos noen få store aktører, noe som kan ha innvirkning på industrien som helhet.

I 2023 fortsetter shippingindustrien å tilpasse seg i møte med utfordringer som pandemiens innvirkning, miljøkrav og geopolitiske spenninger. For å lykkes i dette komplekse landskapet må selskaper innen shipping fokusere på å investere i nye teknologier og bærekraftige løsninger, samtidig som de styrker sin finansielle og operasjonelle motstandskraft. Gitt

shippingindustriens kritiske rolle i global handel og økonomi, vil det være avgjørende for industrien å fortsette å innovere og tilpasse seg for å sikre sin langsiktige suksess.

Til tross for de utfordringene som shippingindustrien har møtt, er det viktig å merke seg den kontinuerlige tilpasningsevnen til selskapene innen dette feltet. Rederier har demonstrert motstandskraft i møte med endrede markedsforhold og eksterne påvirkninger, og har vist en vilje til å innovere og investere i fremtiden. Sammenhengen mellom shippingindustrien og den globale økonomien kan ikke undervurderes. Som en viktig driver for internasjonal handel og utvikling vil industrien fortsette å spille en sentral rolle i verdens økonomiske vekst. Ved å møte de pågående utfordringene med innovasjon og motstandsdyktighet, kan shippingindustrien fortsette å levere verdi og støtte den globale økonomien i årene som kommer.

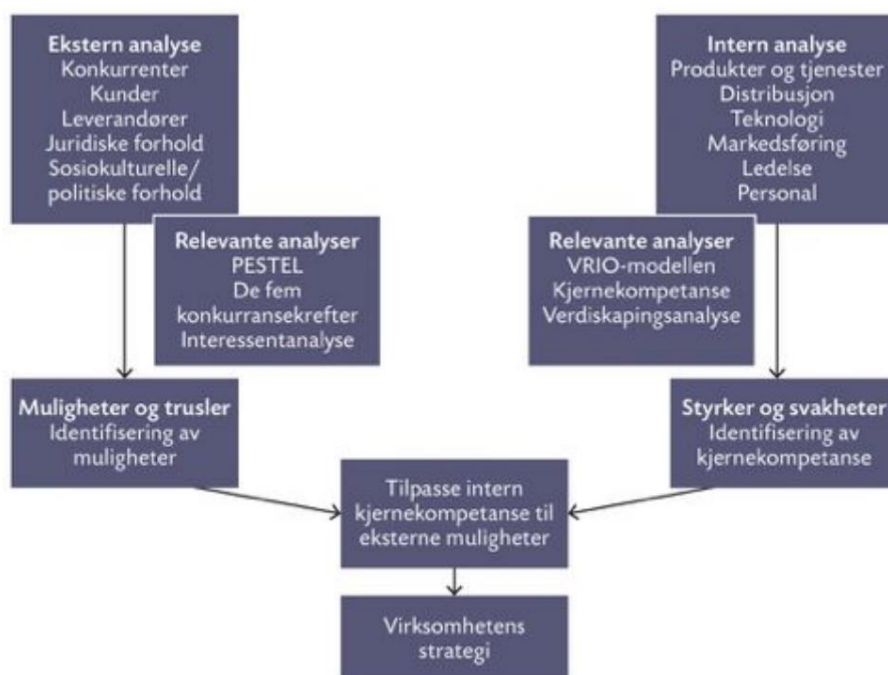
For å håndtere de mange utfordringene og mulighetene som ligger foran shippingindustrien, må aktørene holde seg oppdatert og proaktivt ta del i utviklingen av nye teknologier og løsninger. Dette inkluderer å arbeide tett med myndigheter, internasjonale organisasjoner og andre relevante aktører for å utvikle og implementere standarder som fremmer bærekraftig vekst og styrker industrien som helhet.

3. Strategisk Analyse

Formålet med en strategisk analyse som inkluderer både interne analyser ved bruk av VRIO og eksterne analyser ved bruk av PESTEL og Porters Five Forces, er å få en helhetlig forståelse av en organisasjons nåværende posisjon i markedet, samt identifisere muligheter og trusler som kan påvirke dens fremtidige suksess.

VRIO-analyse fokuserer på organisasjonens interne ressurser og kapabiliteter, og hjelper til med å identifisere hva som gir organisasjonen en konkurransefordel. PESTEL-analyse ser på de eksterne faktorene som påvirker organisasjonens omgivelser, som politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige faktorer. Porters femkraftsmodell fokuserer på konkurransesituasjonen i markedet, og identifiserer trusler og muligheter fra både eksisterende og potensielle konkurrenter.

Sammen gir disse analysemetodene en komplett oversikt over organisasjonens nåværende posisjon og omgivelser, og hjelper til med å identifisere strategiske muligheter og utfordringer som organisasjonen kan møte i fremtiden. Gjennom å bruke disse verktøyene kan organisasjonen utvikle og implementere en mer effektiv og målrettet strategi for å oppnå suksess. Analysene blir oppsummert i en SWOT-analyse, også kjent som situasjonsanalyse. Bildet under illustrerer hvordan dette henger sammen.



Figur 1: En utvidet SWOT-modell (Erichsen, mfl. 2018, s.267)

3.1. Eksternanalyse

3.1.1. PESTEL-analyse

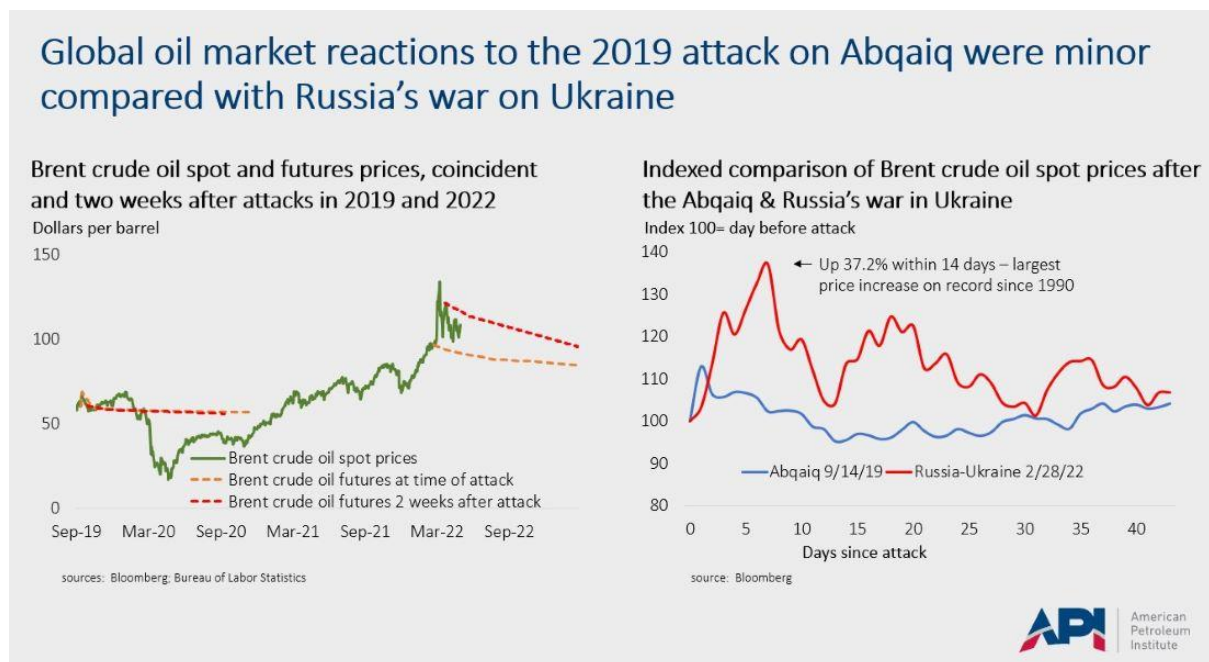
PESTEL-analyse er en effektiv metode for å evaluere de eksterne faktorene som kan påvirke virksomheten til Frontline. Gjennom å bruke PESTEL-analysen vil vi kunne få en oversikt over politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, økologiske og juridiske faktorer som kan påvirke virksomheten. Politiske faktorer kan inkludere lover og reguleringer som kan påvirke hvordan Frontline driver virksomheten. Økonomiske faktorer kan påvirke markedet og økonomiske forhold som kan påvirke selskapets inntjening. Sosiokulturelle faktorer kan påvirke kundenes preferanser og holdninger til produktene og tjenestene som tilbys. Teknologiske faktorer kan påvirke hvordan Frontline bruker teknologi for å forbedre sine produkter og tjenester. Økologiske faktorer kan påvirke hvordan Frontline opererer på en bærekraftig måte. Juridiske faktorer kan inkludere lover og reguleringer som påvirker selskapets forhold til kunder og leverandører. Gjennom å bruke PESTEL-analysen vil Frontline kunne identifisere muligheter og utfordringer og utvikle en strategi som tar hensyn til de eksterne faktorene som påvirker virksomheten.

Politiske forhold	Økonomiske forhold	Miljømessige forhold
<ul style="list-style-type: none">- skattepolitikk- privatiseringspolitikk- valutapolitikk- stabilitet hos myndigheter	<ul style="list-style-type: none">- sykluser- trender i BNP- rentenivå- inflasjon- valutafluktueringer- disponibel inntekt- energitilgang og -kostnad	<ul style="list-style-type: none">- forurensnings- og utslippskvoter- påvirkning på naturen- gjenvinningsmulighet- ressursmangel- økte energikostnader- kundenes holdninger til miljøvern
Sosiokulturelle forhold	Teknologiske forhold	Juridiske forhold
<ul style="list-style-type: none">- demografi- inntektsfordeling- sosial mobilitet- holdninger til arbeid- konsum- utdanningsnivå	<ul style="list-style-type: none">- offentlig forskning- fokus på teknologi- nye oppdagelser- teknologioverføring- mislykkede prosjekter	<ul style="list-style-type: none">- monopollovgivning- miljøvernlovgivning- handelsreguleringer- arbeidsreguleringer

Figur 2 : Pestel (Erichsen, mfl. 2018, s.268)

3.1.1.1. Politiske forhold

Shippingbransjen er påvirket av internasjonale lover og reguleringer som regulerer sjøtransport av varer. Internasjonale handelsavtaler og sanksjoner kan også påvirke bransjen. Politisk uro og konflikter i ulike deler av verden kan påvirke frakt og handel. Politisk uro trenger dog ikke nødvendigvis alltid å være dårlige nyheter for shippingbransjen. Krigen i Ukraina medførte en økning i oljeprisen som økte fraktkostnader, men samtidig en økt etterspørsel etter frakttjenester. Økt usikkerhet forårsaker likevel at flere i bransjen vil vente med å gjøre nye investeringer til de har observert hvordan usikkerhetsmomentene påvirker bransjen. Geopolitisk ustabilitet er en stor politisk utfordring som påvirker tankmarkedet. Konflikter mellom land og internasjonale organisasjoner kan føre til økt risiko for skip som opererer i disse områdene. Sanksjoner og politisk ustabilitet kan også føre til økte forsikringskostnader og høyere risikopremier. For eksempel, i kjølvannet av konflikten mellom USA og Iran, har tankskip som opererer i området blitt utsatt for økt risiko, og forsikringspremiene har økt. Handelssanksjoner er en annen politisk utfordring som påvirker tankmarkedet. Sanksjoner som er innført av land som USA og EU, har begrenset handel og transport av råvarer og produkter fra visse land som Russland, Iran og Venezuela. Dette begrenser tilgangen til markedene for tankskipene og kan føre til redusert etterspørsel etter skip. Økte spenninger med f.eks Kina i deres konflikt med Taiwan kan videre øke spenningen og være en utfordring for bransjen.



Figur 3: (Api.org,2022)

3.1.1.2. Økonomiske forhold

Shipping-bransjen er avhengig av økonomisk vekst og handel, da den er en av de viktigste måtene for å transportere varer over hele verden. Lavkonjunkturer kan redusere etterspørselen etter sjøtransport og dermed påvirke bransjen negativt. Valutakursendringer kan også påvirke kostnadene ved å drive skip. En høy oljepris vil øke drivstoffkostnader for bransjen og redusere etterspørsel på sikt. En krigssituasjon som f.eks invasjonen av Ukraina kan medføre en umiddelbar økning i både oljepris og tankrater, men historien viser at oppgangen er kortvarig. OPEC sine beslutninger vil også være svært avgjørende. 2 april besluttet de å kutte produksjonen med 1.16 millioner fat per dag. Dette medførte at Frontlines kurs raste med 8.7% på nyheten (Surrán, 2023), da dette resulterer i en økt oljepris som betyr økte fraktkostnader for Frontline.

Et annet element er Den Baltiske Tørrlastindeksen (BDI). Dette er en økonomisk indikator som gir en vurdering av gjennomsnittskostnaden for å frakte råvarer, som metaller, korn og fossile brensler, til sjøs. BDI beregnes av det London-baserte Baltic Exchange, som samler inn data daglig fra et panel av internasjonale skipsmeglere. Indeksen er basert på ratene som belastes for frakt på forskjellige ruter og fartøystørrelser, spesielt Capesize, Panamax og Supramax.

BDI anses som en viktig indikator fordi den gjenspeiler etterspørselen etter og tilbudet av råvarer, som er viktige komponenter i global økonomisk aktivitet. Det er også en nyttig målestokk for tilstanden til den globale økonomien, da den måler kostnadene ved å flytte råvarer over verdens hav. En økning i BDI antyder at etterspørselen etter råvarer øker, noe som kan tyde på økende global økonomisk aktivitet. Omvendt kan en nedgang i BDI tyde på at etterspørselen etter råvarer avtar, noe som kan signalisere en nedgang i global økonomisk aktivitet. Tidligere har korrelasjonen mellom BDI og Frontline aksjekurs vært meget klar, mens den har blitt mer ukorrelert de siste årene, trolig på grunn av annet eksternt støy som Covid.



Figur 4: BDI er den oransje grafen

Kronesvekkelsen kan sannsynligvis ha vært meget positiv for Frontline. Dette er fordi de opererer hovedsakelig i dollar, men har samtlige kostnader i NOK. USDNOK styrket seg i underkant av 20% det siste året, som kan bidra til reduserte kostnader for Frontline.

USDNOK chart >



Figur 5: (TradingView, 2023)

3.1.1.3. Sosiokulturelle forhold

Endringer i forbrukeratferd og kjøpsvaner kan påvirke etterspørselen etter sjøtransport av varer. Klimaendringer og økende bekymring for bærekraft kan også påvirke bransjen, da det kan være økt press for å redusere utslippene fra skip. Bransjen har også forårsaket store miljøkatastrofer i form av oljesøl flere ganger. Deepwater skandalen i 2010 medførte store ødeleggelse av Mexicogulven, samt tap av 11 menneskeliv (US EPA, 2013). Hele 4 millioner fat ble sluppet ut over 87 dager, og det er dermed den største miljøkatastrofen bransjen har forårsaket hittil. Dette skader bransjen sitt omdømme som helhet og har vært med på å bidra til at spesielt yngre generasjoner er mer kritiske til driften. Bedre sikkerhetstiltak burde implementeres for å minimere risikoen for fremtidige søl. Sosiokulturelle forhold som er positivt for bransjen er at økt populasjonsvekst i verden også betyr økt energikonsum, som vil øke etterspørselen etter olje. Det samme gjelder for økende levestandard i fremvoksende markeder som f.eks. India.

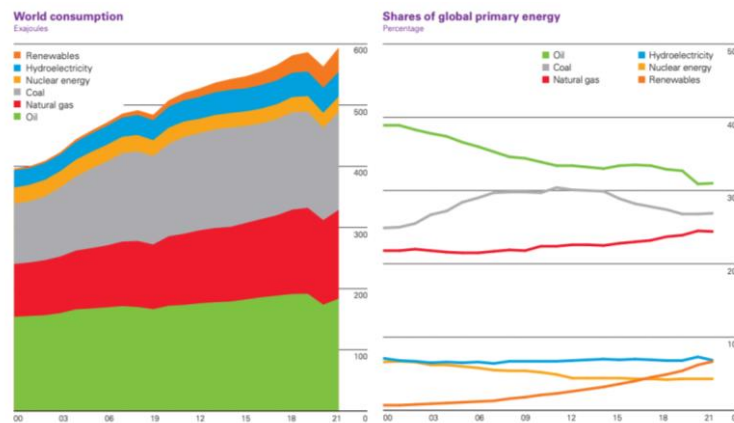
3.1.1.4. Teknologiske forhold

Teknologiske fremskritt i skip og utstyr kan øke effektiviteten og redusere kostnadene ved å drive skip. Automatisering og digitalisering av bransjen kan også ha en innvirkning på måten frakt administreres og transporteres på. Den internasjonale skipsfartsorganisasjonen (IMO) innførte kravet om svovelreduksjon i drivstoffet som benyttes av skipene 1. januar 2020. Dette kravet går under navnet "MARPOL Annex VI", og regulerer utslipp av svoveloksid (SOx) og nitrogenoksid (NOx) fra skip. Kravet innebærer en reduksjon av svovelinnholdet i drivstoff fra 3,5 % til 0,5 % globalt (Imo.org, 2020). I Frontlines egen ESG rapport fra 2021 (ESG,2021,s.6) kommer det fram at de har en gjennomsnittlig flåtealder på fem år, noe som betyr at de er godt rustet for omstillingen til disse nye kravene.

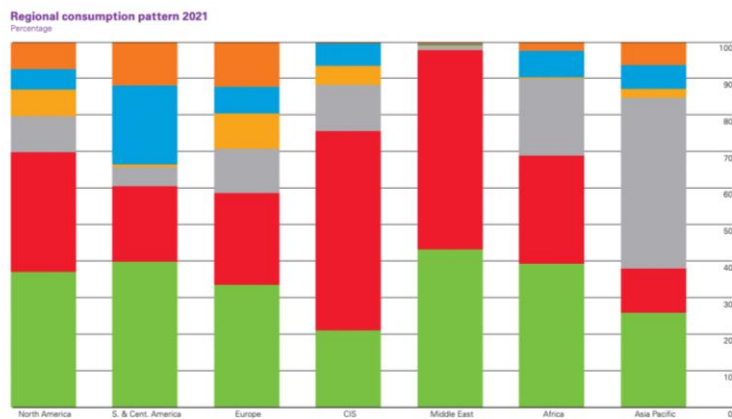
3.1.1.5. Økologisk (miljømessige forhold)

Shippingbransjen kan påvirke miljøet og økosystemene gjennom utslipp av avgasser og oljeutslipp. Økt fokus på bærekraft og miljøansvar kan føre til strengere reguleringer og påvirke kostnadene ved å drive skip. Samtidig, som nevnt ovenfor, vil både befolkningen og

levestandarden øke globalt, noe som vil medføre at omstillingen vil ta lengre tid enn mange antar.



Figur 6: Globalt energikonsum (BP, 2022)



Figur 7: Regionfordelt energikonsum (BP, 2022)

Som observert i BP sin energirapport fra 2022, så er konsumet av alle energikilder i en opptrend, til tross for et lite dropp på rundt 5% (Ambrose, 2020) under pandemien. På lang sikt vil Frontline måtte omstille seg det grønne skiftet på lik linje med andre bransjer, men man kan forvente en betydelig etterspørsel etter deres tjenester i hvert fall fram til 2050. Dette er året ulike internasjonale organer som FN ønsker at verden skal være helt uavhengig av CO₂-utslipp (United Nations, 2022), men det gjenstår å se om dette er realistisk i praksis.

3.1.1.6. Juridiske forhold

Shipping-bransjen er underlagt internasjonale og nasjonale lover og reguleringer som regulerer skipssikkerhet, arbeidsforhold, toll og avgifter. Endringer i lovgivningen kan påvirke bransjen og påvirke kostnader og lønnsomhet. Regulering av utslipp er en av de største utfordringene som tankmarkedet står overfor. Land over hele verden har innført strenge krav til utslippskontroll som kan føre til høye driftskostnader for tankskipene. Dette kan føre til at noen mindre og mindre effektive tankskip går ut av drift, mens større og mer moderne skip fortsetter å operere.

Skattlegging er også en utfordring som kan påvirke tankmarkedet. Flere land har innført skatter på CO₂-utslipp fra skip, og noen land vurderer også å innføre karbonskatt. For å møte utfordringene, må tankmarkedet tilpasse seg endringene i regelverket og øke investeringene i teknologi for å redusere utslippene og forbedre sikkerheten. Rederiene kan også vurdere alternative forretningsmodeller, som å flytte fokus fra oljetransport til transport av flytende naturgass (LNG), som har lavere utslipp.

3.1.2. Porters femfaktormodell

Porters femfaktormodell er en strategisk analysemodell som hjelper bedrifter med å identifisere og forstå de viktigste faktorene som påvirker konkurransevnen i en bransje. Modellen består av fem faktorer: trussel fra nye konkurrenter, trussel fra substitutter, forhandlingsmakt fra leverandører, forhandlingsmakt fra kunder, og grad av konkurranse blant eksisterende konkurrenter. Ved å analysere hver av disse faktorene, kan bedrifter identifisere muligheter og trusler i markedet, og utvikle en strategi som kan gi dem en konkurransefordel. Vi kan bruke denne modellen for å hjelpe Frontline med å forstå den generelle konkurransesituasjonen i deres bransje og identifisere potensielle trusler og muligheter for bedriften.

3.1.2.1. Trussel fra nye konkurrenter

Shipping-bransjen har en høy inngangsterskel på grunn av de store investeringene som kreves for å kjøpe og drive skip. Det er derfor vanskelig for nye aktører å komme inn i bransjen, og de eksisterende konkurrentene, inkludert Frontline, har etablert seg godt i markedet.

Frontline er en prioritert aktør for skipsverft på grunn av deres langsiktige relasjoner med samarbeidspartnere og sin relative markedsrett. Per Q3 2022 kostet et helt nytt skip 118 millioner dollar, og videresalg var bare 5 millioner dollar billigere (Thesignalgroup.com, 2022).

Benchmark Values							SIGNAL™						
Current Valuation in Millions							Monthly Difference in Millions						
VESSELCLASS	NEW BUILD	NEW RESALE	5 YEAR OLD	10 YEAR OLD	15 YEAR OLD	20 YEAR OLD	VESSELCLASS	NEW BUILD	NEW RESALE	5 YEAR OLD	10 YEAR OLD	15 YEAR OLD	20 YEAR OLD
VLCC	118.0	113.0	86.3	62.7	44.0	34.0	VLCC	-0.8	2.7	1.5	-4.7	3.3	3.0

Figur 8: VLCC priser fordelt på alder (Thesignalgroup.com, 2022)

Dette illustrerer det høye kapitalbehovet som trengs for å lykkes i bransjen. Samtidig må det understrekes at selv hvis noen aktører har kapitalbehovet som trengs, vil de fortsatt en ulempe når det kommer til kunderelasjoner, da dette tar tid og ressurser å opprette. Dermed vil ikke trusselen fra nye aktører være særlig av betydning.

3.1.2.2. Trussel fra substitutter

Shipping-bransjen er en viktig del av den globale handelen, og det finnes få reelle substitutter for sjøtransport av store mengder gods. Andre transportmidler som tog og fly er ikke sammenlignbare med sjøtransport. Et av de største containerskipene, kjent som Ultra Large Container Vessels (ULCV), kan transportere opptil 24 000 TEU (Twenty-foot Equivalent Unit) (MI News Network, 2021). En TEU er en standard måleenhet som representerer kapasiteten til en 20-fots container. Et intermodal-tog i USA transportere rundt 200-250 TEU (hver vogn bærer to 20-fots containere) eller mer, avhengig av togstørrelsen. Fraktfly har egne spesifikke lasteenheter, kjent som Unit Load Devices (ULD), som kommer i forskjellige

former og størrelser tilpasset flyets lasterom. Et av de største fraktflyene, Boeing 747-8F, kan transportere omtrent 30 000 kubikkfot (850 kubikkmeter) last (Baciu, 2010). Dette tilsvarer omtrent 16-17 TEU i volum. Det er dermed klart at disse ikke kan regnes som substitutter. Transport av olje og gass med rørledninger er et mer aktuelt alternativ og har blitt mer og mer utbredt siden de første ledningene ble lagt på 70-tallet (Norskpetroleum.no, 2023). Det er hovedsakelig gass som fraktes i rørene, selv om rørtransport av olje også forekommer. Rørledninger og shipping er ikke nødvendigvis rene substitutter for hverandre, men heller komplementære metoder for transport av naturgass. Begge transportmetodene har sine fordeler og ulemper, og valget mellom dem avhenger av en rekke faktorer, inkludert avstand, infrastruktur, kostnader og fleksibilitet. Rørledninger er ofte mer egnet for kontinuerlig og stabil forsyning av gass over lange avstander, spesielt mellom land som er nære naboer eller deler kontinentale grenser. Rørledninger har generelt lavere driftskostnader og mindre miljøpåvirkning sammenlignet med shipping, men de krever betydelige investeringer i infrastruktur og kan være politisk komplekse. Når rørledninger krysser landegrenser, involverer det flere land og regjeringer, noe som kan skape komplekse forhandlinger og juridiske spørsmål. Hvert land har sine egne interesser og reguleringer, og kan kreve ulike tillatelser og godkjenninger før prosjektet kan gå videre.

På den andre siden tilbyr shipping, spesielt i form av flytende naturgass (LNG), mer fleksibilitet og muligheten til å transportere gass til avsidesliggende områder som ikke er tjent med rørledninger. LNG-skip kan laste og losse gass på ulike steder, og gir dermed mottakerlandene muligheten til å diversifisere sine leverandører og raskt tilpasse seg endringer i markedsforholdene. Mens rørledninger og shipping kan konkurrere i enkelte markedssegmenter, er de generelt sett komplementære løsninger som til sammen dekker et bredt spekter av transportbehov. I fremtiden vil både rørledninger og shipping trolig fortsette å spille viktige roller i den globale energimiksen

3.1.2.3. Forhandlingsmakt til leverandører

Leverandørene i shipping-bransjen inkluderer skipsbyggere og utstyrsleverandører. De store aktørene i bransjen, inkludert Frontline LTD, har sterk forhandlingsmakt på grunn av sin størrelse og innkjøpsvolum. Noen av de største produsentene av VLCCer inkluderer selskaper som Hyundai Heavy Industries, Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering, Samsung

Heavy Industries og China Shipbuilding Industry Corporation. Det finnes også andre mindre selskaper som produserer disse skipene. Når det gjelder makten disse produsentene har, avhenger det av flere faktorer, som tilbud og etterspørsel i markedet, teknologisk ledelse og evnen til å tilby konkurransedyktige priser og pålitelige leveranser. I tillegg kan disse produsentene også ha en viss innflytelse på internasjonale sjøfartsreguleringer og standarder, ettersom de kan påvirke utviklingen av teknologi og sikkerhetsstandarder som brukes av hele industrien.

Som en stor kjøper av VLCC-skip vil Frontline ha en viss innflytelse over leverandørene som produserer disse skipene. Imidlertid vil makten til leverandørene avhenge av en rekke faktorer, inkludert tilbud og etterspørsel i markedet, deres tekniske kompetanse og kvaliteten på produktene de tilbyr. Selv om Frontline Ltd er en stor kjøper av VLCC-skip, er det fortsatt mange andre kjøpere i markedet som kan kjøpe skip fra leverandørene. Derfor vil leverandørene sannsynligvis ikke ha all makt til å diktere betingelsene i forholdet til Frontline.

Likevel kan Frontline Ltd ha noe forhandlingsstyrke, spesielt hvis selskapet er en viktig og langsiktig kunde for leverandørene. I slike tilfeller kan leverandørene være villige til å gi noen fordeler for å beholde Frontline som kunde. Forholdet mellom kjøper og leverandør vil være et resultat av forhandling og samarbeid for å oppnå gjensidige fordelaktige vilkår.

3.1.2.4. Forhandlingsmakt til kjøpere

Kundene er stort sett rederier og tradere, det vil si hovedsakelig nasjonale og kommersielle oljeselskaper. Først og fremst er det en begrenset kundebase for transport av råolje over havet, og dette kan gi kundene en viss grad av makt når det gjelder å velge mellom leverandører, da det er en mindre kundebase enn i andre bransjer. Dette kan føre til at kundene har en forhandlingsstyrke når det gjelder pris, kvalitet og leveringstidspunkt. I tillegg kjøper kundene vanligvis store kvanta av tjenestene som selskapet tilbyr. Dette kan også gi dem en viss innflytelse i forholdet, da selskapet vil være avhengig av deres forretning for å opprettholde en sunn økonomisk situasjon. Konkurransen i markedet for transport av råolje kan også være høy, som innebærer at mange andre leverandører kan velges mellom. Dette gir kundene en viss frihet til å handle med andre leverandører hvis de ikke er fornøyde med de betingelsene som Frontline tilbyr.

Av disse grunnene kan kundene til Frontline Ltd ha en viss grad av makt i forholdet, selv om Frontline fortsatt vil ha betydelig innflytelse grunnet deres kompetanse og tilbud i markedet.

3.1.2.5. Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter

Shipping-bransjen er preget av intens konkurranse mellom eksisterende aktører, og dette gjelder også for Frontline. Konkurransen er preget av priskrig da tjenestene er relativt homogene. De ulike aktørene må da forsøke å skille seg ut ved hjelp av innovative løsninger, god service og økt effektivitet. Det er flere faktorer som bidrar til konkurransen i bransjen. Som nevnt er det et begrenset antall kjøpere av råolje-transporttjenester, og dette medfører at selskapene konkurrerer om mange av de samme kundene. Videre er prisen på olje en viktig faktor som påvirker etterspørselen etter transporttjenester, og dette kan føre til prispress og økt konkurranse mellom selskapene. Når prisen på olje er høy, vil det ofte være økt etterspørsel etter transporttjenester for å frakte større mengder olje til markedet. Dette kan føre til økt konkurranse mellom selskaper som tilbyr disse tjenestene, da de vil alle ønske å kapitalisere på den økte etterspørselen.

Når oljeprisen derimot er lav, vil det som regel være en reduksjon i etterspørselen etter transporttjenester, ettersom det kan være mindre olje å frakte til markedet. Dette kan føre til at selskapene som tilbyr transporttjenester konkurrerer om færre kunder og dermed kan oppleve prispress.

De høye investeringskostnadene medfører at det er få selskaper som er i stand til å konkurrere på like vilkår. Selskapene i bransjen konkurrerer om teknologi og innovasjon for å tilby mer effektive og pålitelige transporttjenester. De forsøker å oppnå stordriftsfordeler ved å øke skipenes størrelse og kapasitet for å redusere kostnadene og øke lønnsomheten. Generelt sett er rivaliseringen mellom bedrifter i bransjen høy på grunn av et begrenset marked og høye investeringskostnader.

3.2. Internanalyse

3.2.1. VRIO

VRIO-analysen er en strategisk analysemodell som brukes til å evaluere en bedrifts interne ressurser og kapabiliteter. VRIO står for Value, Rarity, Imitability og Organization, og analysen utføres ved å vurdere hvorvidt en ressurs eller kapabilitet gir verdi, er sjelden, er vanskelig å imitere og om bedriften har organisatoriske strukturer og prosesser på plass for å dra nytte av denne ressursen eller kapabiliteten. Ved å gjennomføre en VRIO-analyse, kan Frontline identifisere sine styrker og svakheter og bruke denne innsikten til å utvikle en strategi som kan gi dem en konkurransefordel og bedre ytelse i markedet.

3.2.1.1. Verdi (Value):

Markedsposisjon og anerkjennelse: Frontlines sterke markedsposisjon og anerkjennelse gir selskapet en fordel som gir verdi ved å tiltrekke seg kunder og opprettholde gode forretningsforbindelser.

Stor og moderne flåte: Selskapets omfattende flåte gir fleksibilitet og effektivitet i transport av råolje og oljeprodukter, noe som skaper verdi for kundene og selskapet.

Erfaren ledelse: Frontlines erfarne ledelse skaper verdi ved å navigere i et krevende og konkurranseutsatt marked og ta strategiske beslutninger for å opprettholde selskapets suksess.

3.2.1.2. Sjeldenhet (Rarity):

Ledelsens erfaring og ekspertise: Selskapets ledelsesteam har unik og dybdekunnskap om shippingindustrien, noe som er en sjelden ressurs og gir Frontline Ltd. en fordel sammenlignet med konkurrenter.

3.2.1.3. Imiterbarhet (Imitability):

Moderne flåte: Mens Frontline har en moderne flåte, kan konkurrenter også investere i nyere og mer effektive skip, noe som reduserer imiterbarheten som en konkurransefordel.

Markedsledelse og anerkjennelse: Selv om det er vanskelig å raskt oppnå samme markedsposisjon og anerkjennelse som Frontline er dette ikke umulig for konkurrenter, spesielt hvis de har betydelige ressurser og effektive strategier.

3.2.1.4. Organisasjon (Organization):

Effektiv drift: Frontlines organisasjon og prosesser er strukturert for å maksimere effektiviteten og redusere kostnadene, noe som gir selskapet en fordel i markedet.

Kostnadseffektiv driftsmodell: Frontline har en velorganisert og kostnadseffektiv driftsmodell som bidrar til å minimere unødvendige utgifter og opprettholde lønnsomheten. Dette gir dem en konkurransefordel sammenlignet med andre aktører i bransjen som potensielt ikke har like effektive operasjonelle prosesser.

Organisasjonskultur og ledelse: Selskapet har en sterk organisasjonskultur og ledelsesstruktur som fremmer samarbeid, innovasjon og fokus på kvalitet. Dette bidrar til å opprettholde et høyt nivå av ytelse og engasjement blant de ansatte, og gir Frontline en fordel i markedet.

Risikostyring og beredskap: Frontline har utviklet robuste systemer for risikostyring og beredskap som gjør selskapet i stand til å håndtere usikkerhet og potensielle utfordringer på en proaktiv og effektiv måte. Dette bidrar til å redusere selskapets eksponering for risiko og styrker dets konkurranseposisjon i shippingindustrien.

3.2.1.5. Oppsummering fra VRIO analysen

Markedsposisjon og anerkjennelse kan være et potensielt fortrinn. Frontline har en sterk markedsposisjon og anerkjennelse som gir selskapet en konkurransefordel. Imidlertid kan

konkurrenter med betydelige ressurser og effektive strategier også oppnå lignende markedsposisjon og anerkjennelse over tid, noe som begrenser varigheten til dette fortrinnet.

Den store og moderne flåten kan gi dem et midlertidig fortrinn. Selv om Frontline har en moderne flåte som gir dem en konkurransefordel, kan konkurrenter også investere i nyere og mer effektive skip. Dette reduserer varigheten av dette fortrinnet, ettersom det er mulig for andre aktører å imitere og oppnå lignende effektivitet.

Deres erfarne ledelse vil vi argumentere for er det eneste som gir dem et varig konkurransefortrinn. Deres unike dybdekunnskap om shippingindustrien er vanskelig for konkurrenter å erstatte eller kopiere, og det gir selskapet en betydelig fordel i et krevende og konkurranseutsatt marked.

En effektiv drift og kostnadseffektiv driftsmodell gir dem paritet. Det er mulig for andre aktører i bransjen å ha eller implementere lignende prosesser og strukturer.

Organisasjonskultur og ledelse vil vi påstå gir et trivielt fortrinn. Deres sterke organisasjonskultur og ledelsesstruktur fremmer samarbeid, innovasjon og fokus på kvalitet. Selv om dette gir dem en konkurransefordel, er det også mulig for andre aktører i bransjen å utvikle lignende kulturer og ledelsesstrukturer, noe som begrenser fortrinnets unikheter og varighet.

Deres risikostyring og beredskap gir dem et midlertidig fortrinn. Frontlines robuste systemer for risikostyring og beredskap gir dem en konkurransefordel i shippingindustrien. Imidlertid kan endringer i markedsforholdene, teknologi og regulatoriske krav føre til at disse systemene blir utdaterte eller mindre effektive over tid. Selv om selskapet har et fortrinn i dette området nå, er det mulig at det kan bli redusert eller eliminert i fremtiden hvis de ikke kontinuerlig oppdaterer og tilpasser sine risikostyrings- og beredskapsstrategier for å møte nye utfordringer og krav.

3.2.2. SWOT

Avslutningsvis oppsummerer vi den strategiske analysen ved bruk av en SWOT-analyse. Med denne modellen kan vi identifisere og forstå hva som er Frontline sine muligheter og trusler, samt sterke og svake sider. Modellen stammer fra en engelsk forkortelse av strengths, weaknesses, opportunities og threats. De sterke og svake forholdene omhandler Frontlines interne forhold i bedriften, mens muligheter og trusler omhandler de eksterne forholdene.

3.2.2.1. Styrker:

Markedsledelse: Frontline Ltd. har en fremtredende posisjon i shippingbransjen, noe som gjør at de kan utnytte stordriftsfordeler og opprettholde sterke relasjoner med sentrale aktører.

Stor og moderne flåte: Selskapet har en betydelig flåte av moderne skip, noe som gir fleksibilitet og konkurransefortrinn når det gjelder kapasitet og effektivitet.

Effektiv drift: Frontline Ltd. er kjent for å ha en effektiv og kostnadsbevisst drift, noe som gir selskapet et fortrinn når det gjelder å tilpasse seg endringer i markedet og å oppnå gode økonomiske resultater.

Erfaren ledelse: Selskapets ledelse har lang erfaring og kunnskap innen shippingbransjen, noe som er avgjørende for å navigere i et krevende og konkurranseutsatt marked.

Reduserte skattekostnader: Ved å ha hovedbedriften i Bermuda har Frontline et lavt skattepress, noe som gir dem en fordel overfor shippingselskaper som ikke er registrert i skatteparadiser.

3.2.2.2. Svakheter:

Avhengighet av råolje og oljeprodukter: Frontline Ltd. er i stor grad avhengig av transport av råolje og oljeprodukter, noe som gjør selskapet sårbart for svingninger i oljeprisene og endringer i etterspørselen etter olje. Etterspørselen er til en viss grad sesongbasert, som gjør at selskapet blir påvirket av endringer i temperatur. Milde vintre vil medføre redusert etterspørsel etter olje, som er et element Frontline ikke kan kontrollere og må potensielt sikre seg mot i form av mer charteravtaler.

Geopolitiske spenninger: Selskapet er utsatt for geopolitiske spenninger og konflikter som kan påvirke handelsruter og generell etterspørsel etter shippingtjenester.

Miljøreguleringer: Strengere miljøreguleringer kan føre til økte kostnader og nødvendige investeringer for å opprettholde en moderne og miljøvennlig flåte.

Operasjon i spotmarkedet: Frontlines operasjon er hovedsakelig i spotmarkedet, noe som betyr at de er betydelig eksponert for det volatile markedet. Økt risiko gir også naturligvis økt sjanse for gevinst, men også en sjanse for store tap slik man så under pandemien. Ved å føre en mer forutsigbar charter-strategi, vil de være mindre eksponert for volatiliteten, men også mindre lønnsomme i et sterkt marked.

3.2.2.3. Muligheter:

Diversifisering: Frontline Ltd. kan vurdere å diversifisere sin virksomhet ved å inkludere transport av andre varer som LNG eller tørrlast for å redusere avhengigheten av oljemarkedet.

Teknologiske fremskritt: Selskapet kan investere i ny teknologi og innovasjon for å øke effektiviteten, redusere kostnadene og redusere miljøpåvirkningen.

Bærekraftig vekst: Ved å fokusere på miljøvennlige løsninger, kan Frontline Ltd. styrke sitt omdømme og tiltrekke seg kunder som verdsetter grønn shipping, samtidig som at de møter de kravene som eksisterende og fremtidige reguleringer vil kreve.

Enda mer effektiv drift: Returfrakt og krysshandel er vanlige praksiser i shippingindustrien. returfrakt refererer til transport av varer eller last på en returreise etter at et skip har utført en levering. Dette betyr at skipet frakter en last til en destinasjon og deretter fyller opp lasterommet med en annen last på returreisen. Cross-trading tilsvarende refererer til transport av varer eller last mellom to destinasjoner, men uten at skipet nødvendigvis returnerer til opprinnelsesstedet. Med cross-trading kan selskaper utnytte ledig kapasitet og optimalisere utnyttelsen av skipene på en mer fleksibel måte. Ved å ha god kommunikasjon med kunder og logistikk kan Frontline minimere antall turer båter kjører tomme, som er både kostnadseffektivt og miljøvennlig.

3.2.2.4. Trusler:

Global økonomisk usikkerhet: Usikkerhet i den globale økonomien kan påvirke etterspørselen etter shippingtjenester. Russlands invasjon av Ukraina og Kinas anspente forhold til Taiwan kan by på usikkerhetsmomenter det kan ta tid for bransjen å tilpasse seg til. Økt usikkerhet tilsier at mange investorer vil avvende investeringer til utfallet er mer avklart.

Strammere miljøkrav og reguleringer: Nye og strengere miljøkrav kan påføre selskapet betydelige kostnader knyttet til oppgradering av flåten, samtidig har de en ung flåte som kan gi dem et fortrinn her i forhold til konkurrenter.

Endringer i handelspolitikk: Økte proteksjonistiske tiltak og handelsbarrierer kan påvirke handelsruter og etterspørselen etter shippingtjenester, og dermed ha en negativ innvirkning på driften

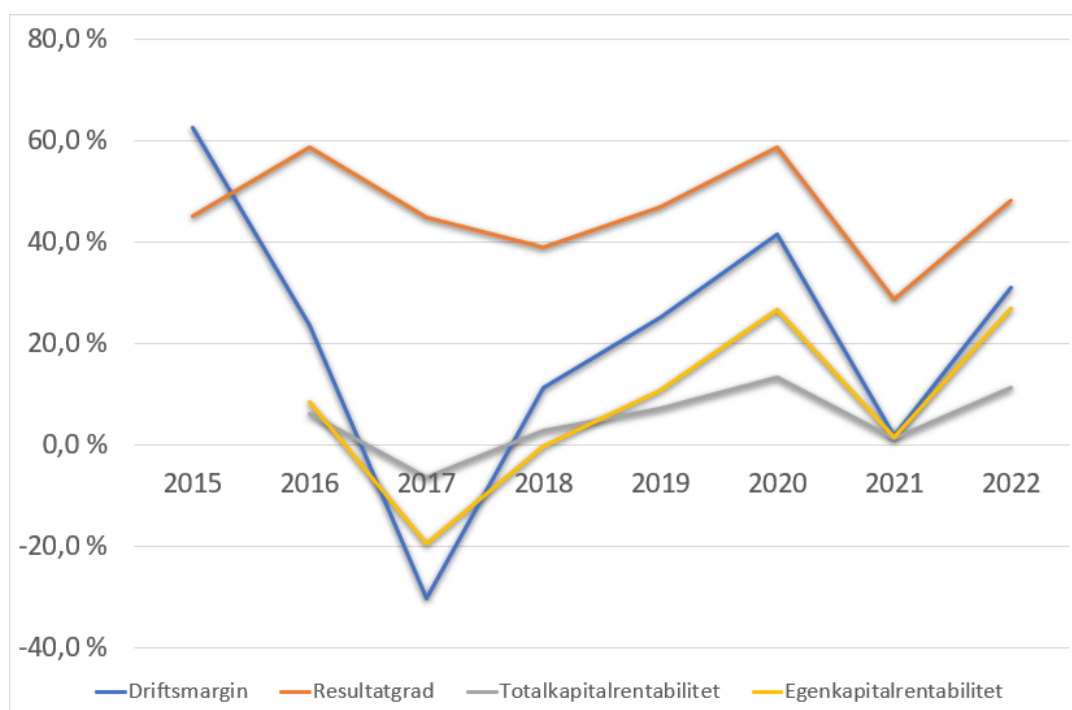
4. Regnskapsanalyse/Analyse av risiko og lønnsomhet

I regnskapsanalysen ønsker vi å skape et oversiktlig bilde over den økonomiske utviklingen til Frontline over en periode som strekker seg fra 2015 til 2021. Ved å se på dette kan vi observere og kommentere eventuelle store avvik eller trender. Dette vil hjelpe oss å vurdere om Frontline er i en økonomisk situasjon som gjør det hensiktsmessig å investere.

Nøkkeltallene vi vil beregne går under kategoriene finansiering, lønnsomhet, soliditet og likviditet. Tallene som er brukt er hentet fra Frontlines egne offisielle nettside hvor de holder sine investorer oppdatert med kvartalsrapporter, årsrapporter og eventuelle pressemeldinger. Rapportene vi har brukt stammer fra årsrapportene fra 2015 frem til 2021. Alle tallene som er brukt er i tusen dollar.

4.1. Lønnsomhetsanalyse

Til grunn for lønnsomhetsanalysen legger vi rentabilitet, samt driftsmargin og resultatgrad. Som observert hadde Frontline en markant nedside i lønnsomhet i 2017 til tross for en økning i oljeprisen fra 2016. Dette bidro til at aksjeprisen gradvis sank med 35% fra januar til desember. Sammenlignet med 2016 økte driftskostnadene med 100 MUSD og driftsinntektene økte med omtrent det samme. Frontline forteller selv at grunnen til dette var i forbindelse med leveringen av fire VLCC-skip, 12 LR2/Aframax tankere og 8 Suezmax tankere mellom januar 2016 og desember 2017. Frontline nedskrev 112 MUSD i goodwill ettersom de så det som hensiktsmessig. Etter dette tunge året har Frontline stort sett vært i en oppadgående trend.



Figur 9: Lønnsomhetanalyse

4.1.1. Resultatgrad

Resultatgrad i et finansregnskap viser til hvor effektivt en virksomhet bruker sine ressurser til å generere overskudd. Det kan beregnes ved å ta omsetningen før skatt, renter, ned- eller avskrivninger, samt finanskostnader dividert med driftsinntektene. En høy resultatgrad indikerer at virksomheten er vellykket i å omsette inntektene til et stort overskudd, mens en

lav resultatgrad kan tyde på at virksomheten har høye kostnader eller lav inntjening. Resultatgraden kan brukes til å sammenligne virksomheters ytelse innenfor samme bransje eller til å sammenligne en virksomhet over tid.

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{EBITDA} + \text{finanskostnader}}{\text{Driftsinntekter}}$$

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Total operating revenue	458 934	754 306	646 326	742 266	957 322	1 221 187	749 381	1 430 208
Endring i prosent		1	0	0	0	0	0	1
Other operating gain							5 893	9 477
Contigent rental income/expense	0	18 621	26 148	19 738	2 607	14 568	-3 606	-623
Voyage expenses	-109 706	-161 641	-259 334	-377 772	-395 482	-353 098	-392 697	-605 544
Ship operating expenses	-64 357	-119 515	-135 728	-130 623	-157 007	-183 063	-175 607	-193 014
Charter hire expenses	-43 387	-67 846	-19 705	-21 244	-8 471	-9 557	-2 695	0
Administrative expenses	-52 607	-37 026	-37 603	-37 294	-45 019	-44 238	-27 891	-48 300
EBITDA	188 877	386 899	220 104	195 071	353 950	645 799	152 778	592 204
Endring		104,8 %	-43,1 %	-11,4 %	81,4 %	82,5 %	-76,3 %	287,6 %

Tabell 1: Utregning av EBITDA

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	188 877	386 899	220 104	195 071	353 950	645 799	152 778	592 204
Finanskostnader	17 621	56 687	69 815	93 275	94 461	72 160	61 435	98 712
Driftsinntekter	458 934	754 306	646 326	742 266	957 322	1 221 187	749 381	1 430 208
Resultatgrad	45,0 %	58,8 %	44,9 %	38,8 %	46,8 %	58,8 %	28,6 %	48,3 %

Tabell 2: Utregning av resultatgrad

Her ser man at resultatgraden er på en nedadgående trend. Marginene mellom driftsinntektene og driftskostnadene blir tidvis innstrammet, som gjør at Frontline sitter med mindre inntekter igjen for nyinvesteringer. Dette er ikke nødvendigvis et stort rødt flagg da Frontline har en av bransjens største flåter og omsetningen er ikke avhengig av investeringer i nye skip. Det som styrer omsetningen er fraktratene, ikke hvorvidt Frontline investerer i en større flåte.

4.1.2. Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet (Return on Capital Employed, ROCE) er en nøkkelstørrelse som måler selskapets evne til å generere overskudd i forhold til den totale kapitalen som er investert i selskapet. Det beregnes ved å dele årlig driftsresultat etter skatt med gjennomsnittet av totalt egenkapital og langfristige gjeldsforpliktelser. En høy ROCE indikerer at selskapet er effektivt i å generere overskudd fra investert kapital, mens en lav ROCE kan indikere ineffektivitet eller dårlig styring av kapitalen. I perioder med lav prisstigning burde en totalkapitalrentabilitet være over 10 % for at den skal regnes som god. En avkastning på over 10 % regnes som god (Kristoffersen, 2019, s. 452). Dette varierer selvfølgelig etter bransje og det er viktig å sammenligne nøkkeltallet med andre konkurrenter.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter})}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsresultat	287 218	177 481	-196 271	82 711	239 522	507 795	12 216	442 800
Finansinntekter	3 228	4 298	2 862	5 851	3 590	2 849	35 867	56 424
Gj.snittlig total kapital	-	2926485,5	3050022,5	3105784,5	3387829,5	3808019,5	4017659,5	4446611,5
Totalkapitalrentabilitet		6,2 %	-6,3 %	2,9 %	7,2 %	13,4 %	1,2 %	11,2 %

Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet

4.1.3. Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet (Return on Equity, ROE) er en nøkkelstørrelse som måler selskapets evne til å generere overskudd i forhold til egenkapitalen. Det beregnes ved å dele årlig driftsresultat etter skatt med gjennomsnittet av egenkapitalen for inneværende periode. En høy ROE indikerer at selskapet er effektivt i å generere overskudd fra egenkapitalen, mens en lav ROE kan indikere ineffektivitet eller dårlig styring av egenkapitalen (Kristoffersen, 2019, s. 454). Dette vil naturligvis være av interesse for investorer med deres innskutte kapital.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat før skatt	255 536	117 859	-264 322	-8 398	139 986	413 006	-11 148	473 130
Finansinntekter	3 228	4 298	2 862	5 851	3 590	2 849	35 867	56 424
Gj.snittlig egenkapital		1473056	1343699	1175923	1337212,5	1560880,5	1632283,5	1960297,5
Egenkapitalrentabilitet		8,3 %	-19,5 %	-0,2 %	10,7 %	26,6 %	1,5 %	27,0 %

Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet

4.1.4. Driftsmargin

Driftsmarginen angir hvor mye bedriften har tjent på driften før det tas hensyn til de finansielle inntektene og kostnader. Vesentlige endringer i bedrifters finansielle inntekter og finansielle kostnader påvirker bedriftens ordinære resultat. En analyse av resultatet etter finansposter kan derfor gi nyttig informasjon til en investor. (Kristoffersen, 2019, s. 449).

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsresultat	287 218	177 481	-196 271	82 711	239 522	507 795	12 216	442 800
Driftsinntekter	458 934	754 306	646 326	742 266	957 322	1 221 187	749 381	1 430 208
Driftsmargin	62,6 %	23,5 %	-30,4 %	11,1 %	25,0 %	41,6 %	1,6 %	31,0 %

Tabell 5: Driftsmargin

4.2. Likviditet og soliditet

4.2.1. Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 (også kjent som omgående likviditet eller kortsiktig likviditet) måler selskapets evne til å betjene kortsiktige gjeldsforpliktelser ved å bruke sine omgående tilgjengelige eiendeler. Dette kan inkludere kontanter og kontantekvivalenter, som bankinnskudd og korte obligasjoner. Likviditetsgrad 1 beregnes ved å dividere omgående eiendeler (kontanter og kontantekvivalenter) med kortsiktig gjeld. En høyere ratio indikerer at selskapet har et større antall omgående eiendeler tilgjengelig for å dekke kortsiktig gjeld, noe som kan være positivt for selskapets finansielle stabilitet. I tillegg beregnes arbeidskapitalen som forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og denne er positiv når likviditetsgraden er 1 (Kristoffersen, 2019, s. 460). I en kapitalkrevende sektor som shipping er det interessant å se om selskapet har en positiv arbeidskapital.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Omløpsmidler	467 465	383626	321614	308245	448488	321614	308245	881050
Kortsiktig gjeld	242 037	182749	222000	214218	848123	222000	214218	391659
Likviditetsgrad 1	1,9	2,1	1,4	1,4	0,5	1,4	1,4	2,2

Tabell 6: Likviditetsgrad

4.2.2. Gjeldsgrad

Gjeldsgrad er et mål på selskapets gjeldsbelastning i forhold til egenkapitalen. Dette gir en indikasjon på selskapets evne til å betjene gjelden ved å bruke egenkapitalen. Gjeldsgraden beregnes ved å dividere total gjeld med total egenkapital. Jo høyere gjeldsgraden er, jo mer gjeld har selskapet i forhold til egenkapitalen, og jo mer risikabelt kan selskapet være sett fra et kredittperspektiv. En lavere gjeldsgrad kan indikere at selskapet har et solid egenkapitalgrunnlag og en god evne til å betjene gjelden. Det er viktig å merke seg at det ikke

finnes en fastsatt regel for hva som er en akseptabel gjeldsgrad, og det kan variere avhengig av bransje og type selskap.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Gjeld	1 437 125	1 446 548	1 946 099	1 913 624	2 187 610	2 306 668	2 464 556	2 622 444
Egenkapital	1 446 343	1 499 769	1 187 629	1 164 217	1 510 208	1 611 553	1 653 014	1 694 475
Gjeldsgrad	0,99	0,96	1,64	1,64	1,45	1,43	1,49	1,55

Tabell 7: Gjeldsgrad

4.2.3. Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er et mål på forholdet mellom egenkapitalen i et selskap og totalt eiendeler. Det gir en indikasjon på hvor mye egenkapital som finansierer selskapets aktiviteter og hvor mye som finansieres av gjeld eller andre kilder. Egenkapitalandelen beregnes ved å dividere egenkapitalen med totalt eiendeler. Jo høyere egenkapitalandelen er, jo mer egenkapital er tilgjengelig for å finansiere selskapets aktiviteter og jo mer robust kan selskapet være sett fra et kredittperspektiv. Egenkapitalandelen kan også brukes til å sammenligne forskjellige selskaper i en bransje for å se hvem som har den største egenkapitalen i forhold til eiendelene. På samme måte som gjeldsgraden, finnes det ikke en fastsatt regel for hva som er en akseptabel egenkapitalandel, og det kan variere avhengig av bransje og type selskap.

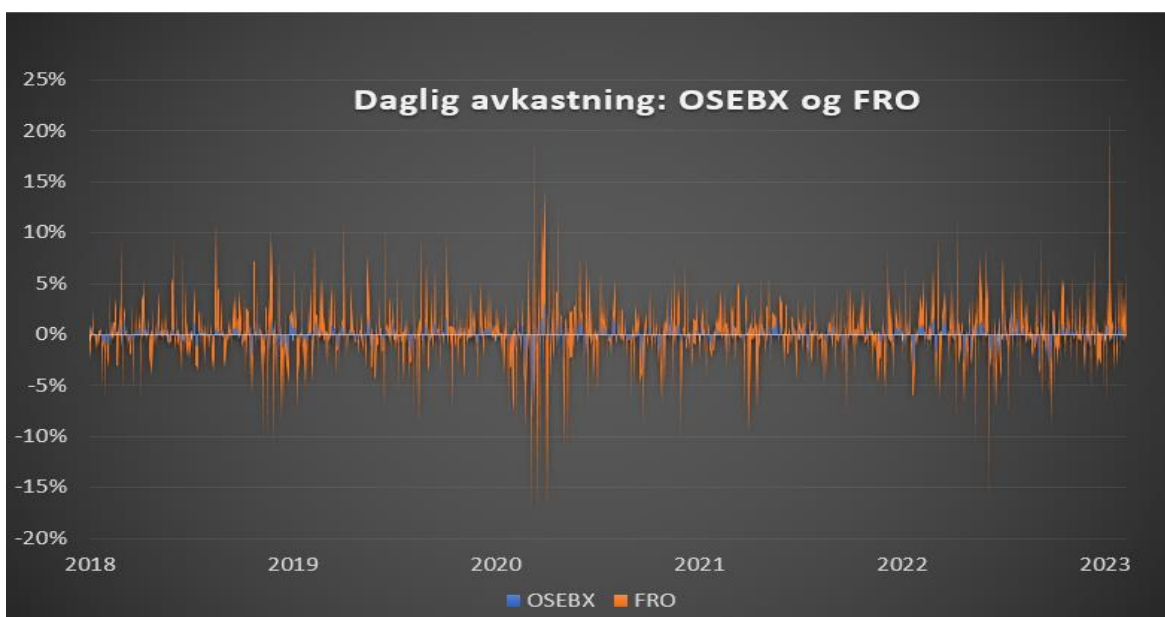
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EK	1 446 343	1 499 769	1 187 629	1 164 217	1 510 208	1 611 553	1 653 014	2 267 581
TK	2 886 654	2 966 317	3 133 728	3 077 841	3 697 818	3 918 221	4 117 098	4 776 125
Egenkapitalandel	50 %	51 %	38 %	38 %	41 %	41 %	40 %	47 %

Tabell 8: Egenkapitalandel

5. Avkastningskrav

For at vi skal komme frem til en rimelig verdsettelse av foretaket, må vi basert på finansiell teori ha et avkastningskrav lagt til grunn. Avkastningskrav er den minst forventede prosentvise avkastningen en aksjonær forventer å få fra en investering. Det brukes som en benchmark for å vurdere om en investering er attraktiv eller ikke. Et høyt avkastningskrav betyr at investoren krever høyere avkastning. Høyere avkastningskrav kommer av investeringer som anses som mer risikable. Et lavt avkastningskrav betyr at investoren er villig til å akseptere en lavere avkastning på investeringen da sannsynligheten for at avkastningen oppnås er høy. Den vanligste metoden på å finne et riktig avkastningskrav er ved å beregne egenkapitalkostnadene ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM). Egenkapitalkostnaden slår man dermed sammen med gjeldskostnaden og skattesatsen i en formel for de totale kapitalkostnadene (WACC). Bruken av denne formelen er omstridt da den er på ingen måte en sikker metode å verdsette investeringer på, men med et godt risikobilde for investeringen kan formelen bidra til å velge riktige investeringer (Brealey R. m. fl. 2017, s 279).

I den fundamentale verdsettelsen har vi besluttet å lage tre scenarioer: Bullish, Basis og Bearish. Vi vil derfor drøfte for hvert enkelt element i analysen hvordan tallene vil variere ut ifra scenario.



Figur 10: Daglig avkastning januar 2018-2023

5.1. Risikofri rente

Risikofri rente er den renten som anses som sikker og unntatt fra risiko. Risikofri rente kan beregnes på ulike måter, men ofte er den basert på statsobligasjoner med høy kredittverdighet, som for eksempel Norges statsobligasjoner. Pengepolitikken Norges Bank har ført de siste årene etter finanskrisen i 2008 har generelt presset den risikofrie renten ned. Dette har ført til høyere interesse for andre aktiviteter som vanligvis innebærer høyere risiko og avkastning. Dog har pengepolitikken fra 2021 til nå gjort en helomvending på markedet og ført til en helt annen prissetting i aktiva som bærer et snev av risiko. Den norske 10-årige statsobligasjonen er per 28.02.2023 priset med en rente på 3,56% (Norges-bank.no, 2020).

5.2. Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom den gjennomsnittlige avkastningen på det som ansees som en rasjonell og godt diversifisert portefølje og en risikofri rente. Forventet avkastning på en diversifisert portefølje kan variere mellom de ulike børsene Frontline er notert på, men i denne oppgaven forholder vi oss til det norske markedet. PWCs markedsrapport for 2022 forteller at markedets risikopremie var på 5% (PricewaterhouseCoopers, 2022). I 2023 vil trolig risikopremien bli mindre da den risikofrie renta vil sammen med styringsrenten øke samtidig som avkastningen fra markedet vil synke.

5.3. Beta

Beta er en måling av en aksjes volatilitet i forhold til et marked som helhet. Det gir en indikasjon på hvor mye en aksje beveger seg i forhold til det bredere markedet. En beta på 1 betyr at aksjens pris beveger seg i takt med markedet, mens en beta under 1 indikerer at aksjens pris beveger seg mindre enn markedet. En høy beta kan indikere en høyere risiko, men også muligheter for høyere avkastning. Den matematiske sammensetningen av en beta er beregnet med kovariansen mellom aksjens avkastning og markedets avkastning, dividert med variansen av avkastningen i markedet.

	Expected return		St.dev		Variance	
	OSEBX	FRO	OSEBX	FRO	OSEBX	FRO
2018-2023	0,04 %	0,16 %	1,16 %	3,64 %	0,013 %	0,13 %
2018-2022	0,04 %	0,11 %	1,14 %	3,61 %	0,013 %	0,13 %
2018-2021	0,03 %	0,14 %	1,22 %	3,84 %	0,015 %	0,15 %
2018-2020	0,03 %	0,22 %	0,89 %	3,25 %	0,008 %	0,11 %
2018-2019	0,01 %	0,11 %	0,91 %	3,18 %	0,008 %	0,10 %

	2018 -2023	2018 -2022	2018 -2021	2018 - 2020	2018 - 2019
Covariances	1,02E-05	5,80E-06	1,22E-05	2,60E-05	2,68E-05
Beta	0,08	0,04	0,08	0,33	0,32

Tabell 9: Historisk beta

Gjennomsnittlig beta for tankmarkedet

Tankrederi	Beta
Mitsui OSL Lines	1,61
Teekay Corp	0,79
Euronav	-0,05
Scorpio Tankers	0,37
Frontline	0,26
DHT Holdings	-0,21
Tsakos E. N	0,09
Navios Maritim Holding	1,63
SFL Corp	0,83
International Seaways	0,03
Gjennomsnitt	0,535

Tabell 10: Bransjens beta

På grunnlag av de beregningene vi har foretatt ser vi på det som hensiktsmessig å ikke ta beta som gitt i dette tilfellet. Betaen mellom markedet og Frontline ser ut til å ha blitt påvirket på grunn av korona-krisen og dermed justert seg nærmere 0. Dette gjelder også flere tankrederier i bransjen. Et selskap som Frontline er åpenbart mer volatil enn markedet og man skulle tro aksjen har en betraktelig høyere beta enn 0 - 0,5. Imidlertid, ettersom vi ikke kan beregne en mer passende verdi, vil vi benytte en egendefinert beta for dette formålet. Vi bruker dermed en beta på 1,5 både fordi det er mer logisk og at det forsterker en konservativ tilnærming.

5.4. Skattesats

Frontline er basert i Bermuda som gjør at de får fritatt skatt på selskapet. Denne avtalen med Bermuda gjelder i hvert fall til 2035 (Sec.gov, 2015). Dette gjør også at skatte-elementet for beregning av avkastningskrav i kapitalverdimodellen blir ekskludert for Frontline.

5.5. Gjeldsrente

Kostnaden på gjelden til Frontline vil trolig øke i takt med de nye rentehevingene. I et marked som Frontline opererer i ville en fastrente trolig hjulpet med forutsigbarheten til selskapet. Frontline forteller i sin årsrapport 2021 at de betaler sine lån med en rente som tilsvarer LIBOR i tillegg til en margin på 190 basispoeng. Dette vil per i dag tilsvare en rente på 5.13% pluss en margin på 1,9% som gjør det til 7,03% (Bankrate, 2023). LIBOR, eller London Interbank Offering Rate, er en av de viktigste rentene i global finans (News, 2012). Frontline har selv påpekt i flere kvartalsrapporter at usikkerheten rundt rentehevingene vil påvirke selskapet.

LIBOR	5 %
Margin	1,90 %
FRO rD	7,03 %

Tabell 11: Gjeldsrente

5.6 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Ved hjelp av beta, markedets risikopremie og risikofri rente finner vi et forslag til forventet avkastning på egenkapitalen for Frontline. Risikopremien kan som sagt synke når differansen mellom forventet avkastning i markedet synker og risikofri rente øker. Vi ser på det som hensiktsmessig å endre på betaen da det ikke gir helt mening å ha en beta som tilsier at aksjen skal bevege seg mindre enn markedet.

Risikofri r	3,6 %
Beta	1,5
Risikopremie	5,0 %
CAPM	11,1 %

Tabell 12: CAPM

5.6. WACC

Denne modellen tar hensyn til grad av gjeld og egenkapital, samt rentene disse bærer. I tillegg kan skatt inkluderes i modellen, men ettersom Frontline er basert på Bermuda er det ingen skatt å inkludere. Uten skatt vil modellen regne ut selskapets “Opportunity cost of capital”, eller kapitalens alternativkostnad på norsk. I ettertanke ser vi at de ulike WACC’ene vi kom frem til var ganske høye ettersom gjeldsrenten er høy. En investor med dette avkastningskravet vil kreve en høy vekst av inntektene til Frontline for at det skal være verdt å investere. Dette kan gjøre det utfordrende å komme frem til en rimelig aksjepris.

Total gjeld	2 508 544
Total EK	2 268 053
Totalkapital	4 776 597

CAPM	11,1 %
Gjeldskostnad	7,03 %
Skatt	0,0 %
WACC	8,94 %

Tabell 13: WACC

6. Kontantstrømbasert analyse

6.1. Fremtidsprognoser

Predikering er naturligvis utfordrende og ingen eksakt vitenskap. Frontline opererer mye i spot-markedet som øker både usikkerheten i tillegg til potensiell avkastning. Drøftelsen fra den strategiske analysen viser til at Frontline er generelt bra posisjonert til å dra nytte til en økende etterspørsel av oljeprodukter, men usikkerhet i det makroøkonomiske verdensbildet gjør at vi må være påpasselige.

Verdensøkonomien er trolig over de neste årene tuftet på en kortsiktig høy etterspørsel etter energi samtidig som den forsøker å bekjempe inflasjon. Frontline kommer til å tjene på at etterspørselen etter olje er høy, men etter noen år vil denne trolig avta etter at inflasjonen er under kontroll og fokuset på bærekraftig energi stiger.

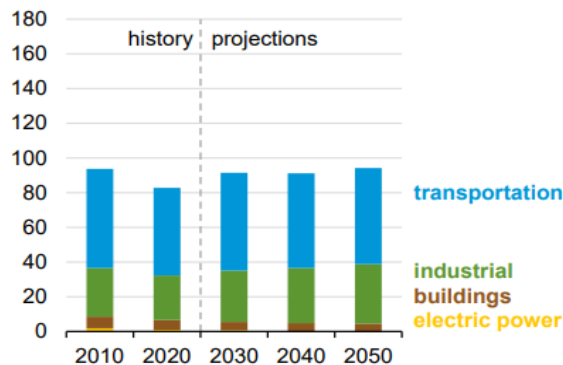
Frontlines suksess er avhengig av etterspørselen etter deres tankskip generelt. Det som driver prognosene til Frontline er hovedsakelig;

- Etterspørsel etter olje og oljerelaterte produkter
- Flåteproduktivitet og å bistå på tilbudssiden
- Flåtekapasiteten opp mot den globale flåtekapasiteten.

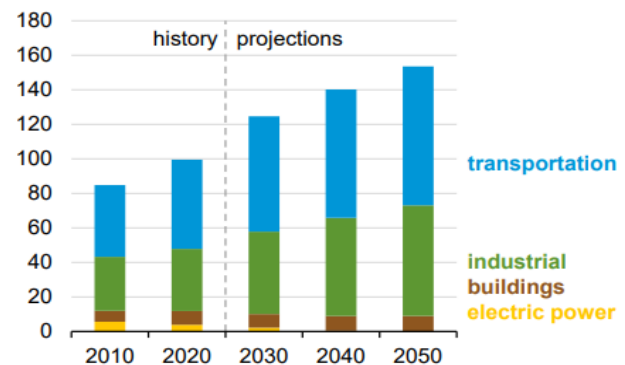
For å få en pekepinn på etterspørselen av olje har vi hentet data fra Energy Information Administration. Denne statlige organisasjonen er sett på som en uavhengig spiller som stadig lager prognoser for hvordan etterspørselen av energi vil bli fremover og er mye brukt av fraktselskaper av energi-relaterte produkter for å lage egne estimater.

OECD and non-OECD liquid fuels consumption by sector

Refined petroleum and other liquids consumption by sector, OECD
quadrillion British thermal units

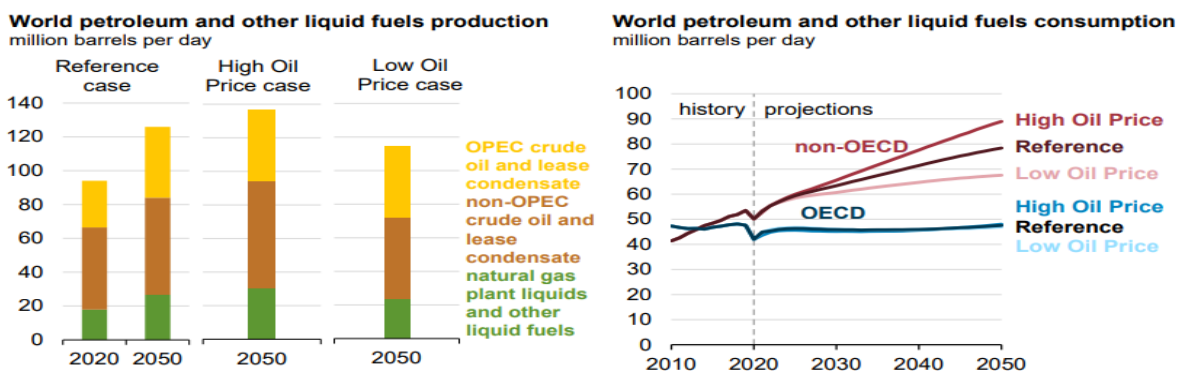


Refined petroleum and other liquids consumption by sector, non-OECD
quadrillion British thermal units



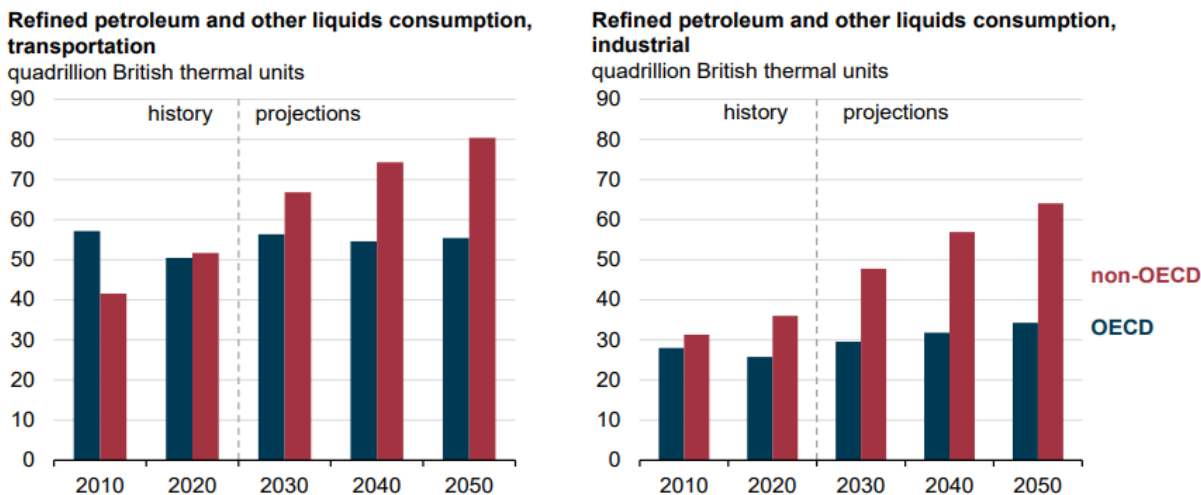
Figur 11: Konsum av raffinert petroleum per sektor (Eia.gov, 2023)

World petroleum and other liquid fuels production and consumption



Figur 12: Verdens petroleum-konsum etter oljeprisnivå (Eia.gov, 2023)

OECD and non-OECD liquid fuels consumption in the transportation and industrial sectors



Figur 13: Oljekonsum i transport og industrisektorer (Eia.gov, 2023)

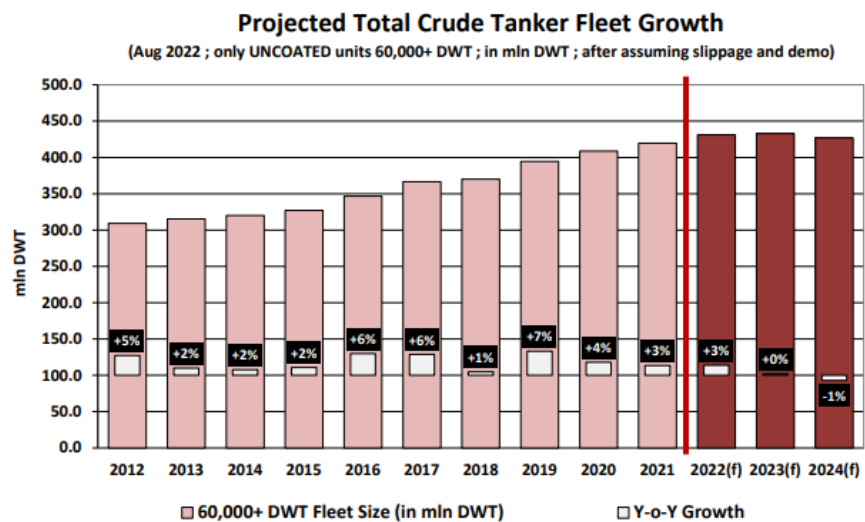
Som vi ser på disse fremstillingene så har det globale oljeforbruket gått opp og er i ferd med å fortsette å stige. Ifølge EIA's rapport om energikonsum og oljeetterspørsel vil både pris og konsum stige jevnt de neste tiårene. EIA forventer at den globale oljeetterspørselen vil øke med 5,9 millioner fat per dag frem til 2024 (Frontline Q4, 2022). Mye er ved hjelp av utviklingen i ikke-OECD land som stadig vokser i produktivitet. Oljepris har falt gradvis og oljeforbruk har økt. Ikke-OECD land kommer til å øke forbruket sitt jevnt over de neste tiårene. OECD-land kommer til å redusere sitt forbruk marginalt over de neste tiårene og vil trolig gjøre seg mer avhengig av fornybar energi.

6.1.1. Flåtekapasitet

Tankmarkedet er styrt av tilbud og etterspørsel etter tankskip. Til nå har vi konstatert at etterspørselen av tankskip er på vei opp. Rederiene vil naturligvis betjene markedet så mye som mulig, men blir den globale flåtekapasiteten mettet vil dette gå direkte utover charter-ratene. Hvis en skipsreder da bestiller en større flåte i oppgangstider som ikke er på plass før om noen år, kan dette gå hardt utover rederen når charter-rater går ned igjen.

CRUDE TANKER – FLEET GROWTH

- In 2021, net fleet growth for uncoated tankers of over 60,000 DWT was +3% y-o-y
- Net fleet growth is expected to continue at around +3% in 2022 and then slow to around +0% in 2023
- Our fleet growth forecast for 2022-2024 is based on the current orderbook after assuming slippage and expected demolition



Figur 14: Fremtidig vekst av tankflåten (Crude Tanker Market Outlook, 2022)

Etter flere år med vekst i den globale tankflåten er det nå estimert fra flere hold at veksten skal avta. Frontline beskriver dette som en nøkkelfaktor for årene som kommer. Etterspørsel vil vokse og tilbudet vil være begrenset. Dermed er charter-ratene også estimert å øke betraktelig, noe vi vil se nærmere på i den kontantstrømbaserte analysen. Markedet har naturligvis skapt medvind av denne nyheten og bidro blant annet til å prise Frontline til 201 NOK den 9. Mars. I ettertid har Frontline blitt priset mye lavere ettersom det har vært uro rundt oljeprisen som igjen indikerer den kortsiktige etterspørselen etter olje. Frontline har påpekt hvor bemerkelsesverdig det er at det kommer til å bli færre skip i den globale flåten, og at dette ikke har skjedd siden 2002.

6.1.2. Flåteproduktivitet

Optimal produktivitet for Frontline handler om å betjene etterspørselen med en effektiv tilbudsside. Det som kan være utfordrende med effektiviteten når majoriteten av flåten er konvensjonelle oljetankere er å effektivisere rutene. Frontline planlegger å øke muligheten for cross-trading. Det vil si at de vil fokusere på å minimere tid seilt med ballast, for eksempel ved at de leverer til Midtøsten på et oppdrag og deretter starter på et transatlantisk seilas uten ballast. Dermed får de effektivisert driften ved at de sparer kostnader på eventuell retur med ballast.

I tillegg er det et vesentlig element for Frontline at de opererer med så mange skip som mulig som er installert med rensesystemet skrubber. Dette er på grunn av det regulatoriske tiltaket fra den internasjonale skipsfartsorganisasjonen (IMO) som har innført et krav om at svovelinnholdet i drivstoffet skipene bruker må reduseres betydelig. Rensesystemet er svært dyrt og installering av en skrubber på en eksisterende VLCC kan koste Frontline opptil 4 - 4,5 millioner dollar per skip. Dette kan ha en Payback-periode på et par år i noen tilfeller (Mfame Editor, 2019). Frontline har selv sagt at uten rensesystemet vil en VLCC uten skrubber tjene $\frac{2}{3}$ av inntektene til en med (Q, 2019). Dette er da på grunn av at skip uten skrubber bruker dyrere drivstoff og må dermed seile saktere. Frontline har vært proaktive og har nå 64% av flåten sin med skrubbere (Frontline Q4, 2022). Til sammenligning hadde de før bare 54% av flåten med skrubbere. Som en av industriens yngste og mest energieffektive flåte vil Frontline kunne møte den store etterspørselen etter olje til tross for reduksjon av den globale flåten.

6.2. Prognose i finansregnskapet

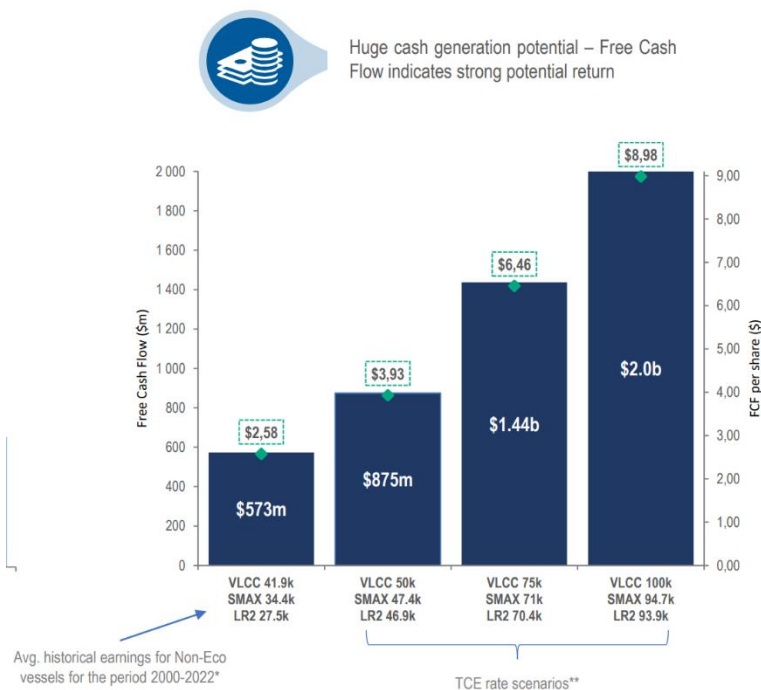
6.2.1. Inntekter

Frontlines egne estimat for inntekt og historisk inntekt vil være sentralt for å estimere videre vekst av inntektene. I tillegg vil vi bruke estimater fra andre analyser for å kunne estimere fremtidige inntekter. Når Frontline opererer nesten utelukkende i spotmarkedene vil det være vanskelig å anslå hvor mye de tjener de neste årene. De historiske inntektsårene har vært som følger:

	2018	2019	2020	2021	2022
Voyage charter	690901	887495	1013068	663995	-
Time charter	26067	35433	185788	71236	-
Lease renter	1293	690	0	0	-
Øvrige inntekter	24005	33704	22331	14150	-
Driftsinntekter	742266	957322	1221187	749381	1 430 208
Endring i prosent		29,0 %	27,6 %	-38,6 %	90,9 %
				AVG	27,2 %

Tabell 14: Driftsinntekter

Frontline estimerer i sitt eget bullish scenario at de har en fri kontantstrøm på 2 milliarder dollar i løpet av 2023. På samme presentasjon viser de at i noen andre scenario med lavere spotrater kan de generere en fri kontantstrøm på 1,44 milliarder, og 875 millioner i et mer bearish scenario. Dette tilsvarer en vekst på henholdsvis 211,4%, 132,1% og 52,2%. Vi tilpasser estimatet for 2023 basert på disse utsiktene og bruker Frontlines basis-scenario med FCF på 1,44 milliarder som utgangspunkt.



Figur 15: Fri kontantstrøm estimat (Frontline Q4, 2022)

De mener de lukter på 2008 tilstander hvor Frontline møtte en enorm oppside av inntektsveksten på grunn av den plutselige høye etterspørselen etter olje. For at vi skal estimere videre vekst har vi undersøkt estimater fra blant annet Securities Cleaves, som er en norsk investeringsbank som også spesialiserte seg på shipping. Fra de har vi hentet data som estimerer spotratene til de ulike tankskipene i sektoren frem til 2026. Vi har lagt dette inn i et regneark for å gjøre det mer oversiktlig.

Spot/TCE average	Securities cleaves estimat, uke 9 2023				
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
VLCC	31 300	61 096	75 073	69 597	57 798
Vekst		95,2 %	22,9 %	-7,3 %	-17,0 %
Suezmax tankers	37 100	58 080	57 584	53 463	44 582
Vekst		56,5 %	-0,9 %	-7,2 %	-16,6 %
LR2/Aframax	38 500	52 574	43 394	40 492	34 237
Vekst		36,6 %	-17,5 %	-6,7 %	-15,4 %
Vekst i forhold til flåte		62,4 %	1,5 %	-7,1 %	-16,4 %
Gjennomsnitt					10,1 %

Tabell 15: Vekstestimat (Securities Cleaves, 2023)

I tillegg til en stor økning i inntekter allerede fra 2022 kan man se at Cleaves Securities har estimert at spotratene vil holde seg høye fra 2023 og utover. Selv om det er eventyrlig vekst nå på kort sikt så betyr det ikke at veksten fortsetter, som man kan se på regnearket over. Spotratene vil etter hvert som markedet metter seg stagnere ned mot normale nivåer igjen. I vår kontantstrømsbaserte analyse vil vi bruke estimatene Securities Cleaves har for årene etter 2023. Bruk av analytikerestimer kan være spesielt viktig på grunn av volatiliteten i shippingbransjen og mange faktorer som kan påvirke selskapets resultater. Ved å bruke estimater fra anerkjente analyseselskaper kan investorer få en mer pålitelig og objektiv vurdering av Frontlines fremtidige inntekter. Dette kan bidra til å redusere usikkerheten rundt

investeringsbeslutninger og gi investorer et bedre grunnlag for å estimere aksjens verdi. Det er imidlertid viktig å huske at analytikerestimerer ikke alltid er nøyaktige, og de kan endres når ny data og informasjon kommer til syne. Siden vi mangler et estimat for det siste året 2027e har vi brukt gjennomsnittet av det vi beregnet som Frontlines bærekraftige vekstrate basert på corporate finance teori (Brealey R. m. fl. 2017, s 821):

Antall aksjer	196894321	196894321	197692321	203530979	222622889
Gjennomsnitt					203526966,2
EPS	0,89	1,78	3,19	0,74	2,62
Utbytte per aksje	0,002	0,10	1,60	0	0,15
Dividend payout ratio	0,22 %	5,65 %	50,11 %	0,00 %	5,72 %
Plowback-ratio	99,78 %	94,35 %	49,89 %	100,00 %	94,28 %
ROE/EK-rentabilitet	2,85 %	7,18 %	13,41 %	1,20 %	11,23 %
Sustainable growth rate	2,85 %	6,77 %	6,69 %	1,20 %	10,58 %
Gjennomsnitt					5,62 %

Tabell 16: Sustainable growth rate

6.2.2. Kostnader

Med inflasjon i bildet er det enkelt å anta at å drive et selskap vil generelt være mer kostbart nå for tiden, kontra i tider med lav inflasjon. Frontline er ikke unntatt denne byrden og dette må vi naturligvis prise inn på et vis.

Historiske daglige break-even estimater som dekker alle driftskostnader har de siste fem årene vært rundt:

- **VLCC** = 21 600 - 24 400 USD
- **Suezmax** = 18 200 - 19 900 USD
- **LR2/Aframax** = 15 600 - 16 700 USD

Estimerte daglige break even rater for 2023 er i følge siste kvartalsrapport i 2022:

- **VLCC** = 27 000 USD
- **Suezmax** = 21 500 USD
- **LR2/Aframax** = 17 600 USD

Det vil si det er estimert at det skal være en økning i driftskostnadene på kort sikt. Fra de høyeste break-even-ratene til de estimerte ratene er det en justert økning på 8,1% i forhold til

flåte. I vår verdsettelse ser vi på det som rimelig å anta at driftskostnadene vil følge et historisk gjennomsnitt av forholdet mellom driftskostnadene og driftsinntektene. De historiske kostnadene har de siste fem årene vært som følger:

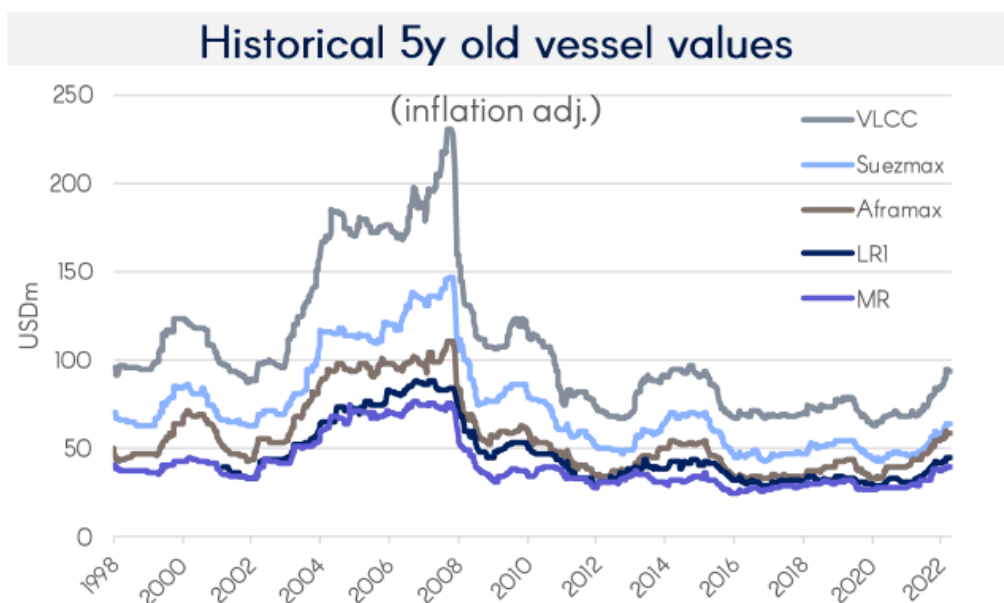
	2018	2019	2020	2021	2022
Fraktkostnader	377 772	395 482	353 098	392 697	605 544
Operative driftskostnader	130 623	157 007	183 063	175 607	193 014
Administrative kostnader	37 294	45 019	44 238	27 891	48 300
Leiekostnader	21 244	8 471	9 557	2 695	0
Totale driftskostnader	566 933	605 979	589 956	598 890	846 858
% av driftsinntekt		63,3 %	48,3 %	79,9 %	59,2 %
Gjennomsnitt					62,7 %

Tabell 17: Driftskostnader

6.3. Prognose i balansen

6.3.1. Investeringer

“Despite improving fundamentals and strong tanker markets in the second half of 2022, new ordering of tanker tonnage in dwt terms was the lowest reported in 27 years.” (Frontline Q4, 2022). Med andre ord er resultatene ekstremt gode for Frontline, men de og markedet har rekordtynne ordrebøker i forhold til nybygging av skip. Dette underbygger bare den generelle forventningen til markedet om at det vil bli en reduksjon av flåten på kort sikt. Siden mesteparten av investeringene går til “Additions to newbuildings, vessels and equipment”, eller investeringer i nybygg, skip og utstyr på norsk, og ordreboken til Frontline er på rekordlave nivåer er det rimelig å anta at de er sparsomme med å investere i nye skip.



Figur 16: Historisk femårig skipsverdi

Som man kan se på grafen over fremstilt av Cleaves Securities kan man se at skip kan bli veldig dyre i tider med usikkerhet. Man kan merke seg at det toppe seg blant annet rundt Dotcom-boblen i 2000, finanskrisen i 2008 og oljekrisen i 2014. Dess mer man studerer tankemarkedet merker man at mange tror trenden fremover kan ligne slik tilstandene var mellom 2001-2008 med tanke på små ordrebøker og høy etterspørsel etter olje. Det var i denne perioden Frontline opplevde en markant økning i inntekter siden den høye etterspørselen etter en begrenset flåte økte spotratene. Dette var også en tid hvor det ble satt av lite midler til å investere i selskapet. Når man ser på tidligere kvartalsrapporter kan man se i perioden 2004 til 2008 at det ikke ble satt av så mye penger til investeringer. Kontanter brukt på investeringsaktiviteter varierte mellom 365 MUSD og 164 MUSD. I flere av årene i denne perioden gikk de i pluss i investeringsaktivitetene når de solgte skip. Vi ser det derfor rimelig å anta at Frontline ikke bruker mer enn 200 MUSD i 2023. Videre bruker vi et gjennomsnitt av hvor mye investeringer/vedlikehold har vært i forhold til driftsinntektene

	2018	2019	2020	2021	2022
Investeringer/vedlikehold	199 217	190 571	715 968	363 058	239 470
% av DI	27 %	20 %	59 %	48 %	17 %
Gjennomsnitt					34 %

Tabell 18: Investeringer

6.3.2. Avskrivninger

Vi forholder oss til historisk gjennomsnitt av forholdet mellom avskrivninger og driftsinntekter når vi estimerer fremtidige avskrivninger.

6.3.3. Arbeidskapital

Frontlines arbeidskapital har som vi merket i likviditetsgrad 1 vært ganske varierende de siste årene. Det gjennomsnittlige forholdet mellom driftsinntekter og arbeidskapital har vært på 5%, noe vi vil benytte i vår analyse.

	2018	2019	2020	2021	2022
Omløpsmidler	308 245	448 488	321 614	308 245	881050
Kortsiktig gjeld	214 218	848 123	222 000	214 218	391659
Arbeidskapital	94 027	-399 635	99 614	94 027	489 391

I forhold til driftsinntekter

Omløpsmidler	42 %	47 %	26 %	41 %	62 %
Kortsiktig gjeld	29 %	89 %	18 %	29 %	27 %
Arbeidskapital	13 %	-42 %	8 %	13 %	34 %
Gjennomsnitt					5 %

Tabell 19: Arbeidskapital

7. Verdsettelse

7.1. Fundamental verdsettelse

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Driftsinntekter	749 381	1 430 208	3 320 163	3 370 644	3 132 547	2 619 390	2 766 532
Vekst	-38,6 %	90,9 %	132,1 %	1,5 %	-7,1 %	-16,4 %	5,6 %
- Driftskostnader	-598 890	-846 858	-2 172 172	-2 205 199	-2 049 427	-1 713 701	-1 809 966
% av DI		59 %	65 %	65 %	65 %	65 %	65 %
EBITDA	150 491	583 350	1 147 991	1 165 445	1 083 120	905 689	956 565
-Avskrivning	-147 774	-150 650	-320 390	-325 261	-302 285	-252 766	-266 965
Skatt	0	0	0	0	0	0	0
+ avskrivninger	147 774	150 650	320 390	325 261	302 285	252 766	266 965
Arbeidskapital	94 027	489 391	171 620	174 229	161 922	135 397	143 002
% av DI	13 %	34 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
CF	392 292	1 223 391	1 640 000	1 664 935	1 547 327	1 293 852	1 366 533
Investeringer	-363 058	-239 470	-200 000	-1 149 835	-1 068 612	-893 558	-943 753
FCF	29 234	983 921	1 440 000	515 101	478 715	400 294	422 781
Nåverdi	26 835	903 177	1 321 829	434 028	370 267	284 204	275 536
Terminal verdi							6 213 778
Terminal rate	2,0 %						

Tabell 21: Frie kontantstrømmer

Sum nåverdi *1000	8 624 105 085
Rentebærende gjeld * 1000	2 508 544 000
Verdi EK	6 115 561 085
Antall aksjer	222 622 889
Verdi per aksje \$	\$ 27,47
Verdi aksje NOK	kr 289,20
Dagens pris 31.03.2023	kr 171,22
Endring %	69 %

Tabell 20: Fundamental verdsettelse

For terminalverdien har vi brukt en rate på 2 prosent. Dette har vi valgt basert på at vi forholder oss til en noenlunde konservativ tilnærming til evig vekst. Gjennomsnittsvækst er ofte tilnærmet inflasjon på rundt 2,5 prosent, så for å ikke være for optimistiske setter vi den til 2 prosent. Terminalverdien er også regnet ut med Gordons Formel for aksjepris med utgangspunkt i fri kontantstrøm: $[FCF \times (1 + g)] / (r - g)$. Som vi ser har vårt scenario priset en aksje i Frontline 69% mer enn markedskursen den 31.03.2023. Vi har prøvd å være ganske konservative med våre antagelser og estimater. Kontantstrømbasert analyse kan være et nyttig verktøy for å evaluere en bedrifts økonomiske helse, men det kan fortsatt være vanskelig å bruke den til å bestemme en aksjepris. Dette skyldes at aksjemarkedet er påvirket av mange faktorer som kan påvirke prisen på en aksje, inkludert investorers følelser og forventninger. I tillegg kan selskapets langsiktige utsikter og andre faktorer som ikke kan kvantifiseres, påvirke aksjens pris. Derfor er det ikke alltid nok å bruke kontantstrømanalyse alene for å bestemme aksjens verdi, og det kan være nødvendig å bruke andre metoder i tillegg. Den høye gjeldskostnaden vi valgte å inkludere i analysens avkastningskrav bidro til å trekke ned aksjeverdien i stor grad. Hvis vi hadde tatt utgangspunkt i alle scenarioene Frontline hadde på sin Q4 presentasjon hadde vi fått mange ulike aksjepriser. I sitt estimat hvor de hadde oppnådd en fri kontantstrøm på 2 milliarder i 2023 hadde de med våre antagelser hatt en aksjepris på 431,43 NOK. Dette tilsvarer en enorm oppside på 152 prosent fra dagens pris. Videre hvis vi hadde antatt at de kom til å oppnå fri kontantstrøm på 875 millioner, får vår modell en aksjepris på 145,71 NOK og en nedside på - 15 prosent. Hadde vi brukt Securities Cleaves sitt estimat for 2023 hadde vi sett på en aksjekurs på 163 NOK og en nedside på bare 4%. Dette kan tilsi at markedet til nå har priset inn en vekst tilnærmet lik Securities Cleaves estimater.

For å oppsummere den kontantstrømbaserte verdsettelsen kan det argumenteres for at Frontline er noe underpriset. Den fundamentale verdsettelsen inneholder mye antagelser og går utelukkende ut ifra vekstrater som er estimert av Frontline selv og Securities Cleaves. Ellers er vi ganske sikre på at vi har beregnet brukt variabler og avkastningskrav på en relativt konservativ måte. Frontline sine estimat for vekst kan være noe partisk siden de naturligvis ønsker mer optimisme for å så mer interesse. Likevel tok vi ikke utgangspunkt i Frontline sitt aller mest bullish-scenario og heller et basisscenario. Dette ga oss en oppside på hele 69 prosent. Hadde vi utelukkende fulgt estimatet for vekst fra Securities Cleaves for alle årene fra 2023 til 2026 hadde vi dog fått en nedside på -4 prosent. Dette kan tilsi at Frontline den dag i dag allerede er godt priset inn.

7.2. Sensitivitetsanalyse

WACC	Vekst				
		0,50 %	1,50 %	2,50 %	3,50 %
2,0 %	836,4	2609,3	-2718,1	-939,5	
5,0 %	249,7	336,6	494,6	860,7	
8,0 %	129,2	158,1	198,1	255,2	
11,0 %	75,7	90,2	108,4	131,2	
14,0 %	44,6	53,4	64,0	76,3	

Tabell 22: Sensitivitetsanalyse

7.3. Komparativ verdsettelse

I motsetning til den fundamentale verdsettelsen går det an å beregne selskapets relative verdi i forhold til bransjen ved hjelp av multippelanalyse. Multippelanalyse er en svært utbredt måte å prisse selskaper på. Å verdsette et selskap utelukkende basert på antagelser av fremtidige kontantstrømmer kan være krevende å gå ut ifra. Informasjonen man får fra multippelanalyse er verdifull i den forstand at man kan se hvordan et selskap er priset i forhold til konkurrentene. Hvis et selskap har gode fremtidsprognoser og er godt posisjonert, men har en lavere pris i forhold til inntektene sammenlignet med konkurrentene, vil dette skape interesse rundt dette selskapet. Man må naturligvis ta forbehold da et selskap kan være priset bra i forhold til bransjen fordi det bokføres på en annen måte slik at det. Man bør derfor se på nøkkeltall som går mest på drift. I denne analysen vil vi også inkludere multiplikator-metoden ved at vi lager et bransjesnitt av et nøkkeltall og bruker det til å beregne Frontlines egenkapital, og til slutt en aksjeverdi.

EPS står for Earnings per Share, eller inntjening per aksje på norsk. Dette tallet viser hvor mye en bedrift tjener per aksje utstedt. Det kan være et nyttig verktøy for investorer som ønsker å vurdere lønnsomheten til en bedrift i forhold til hvor mange aksjer den har, og sammenligne dette med andre selskaper i samme bransje.

P/E-ratio står for Price-to-Earnings ratio, eller Pris/inntjening på norsk. Dette tallet viser hvor mye investorene er villige til å betale per krone i inntjening. En høy P/E-ratio kan indikere at investorene forventer at bedriften vil ha høyere inntjening i fremtiden, mens en lav P/E-ratio kan indikere det motsatte. Dette nøkkeltallet sett opp mot eksempelvis EPS kan være en fin måte å se på relativ verdsettelse.

Sales/EBITDA står for Salg/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization, eller Salg/inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger på norsk. Dette tallet viser hvor mye en bedrift genererer i salg per enhet av inntjening før en rekke utgifter. Dette nøkkeltallet viser hvor mye et selskap tjener i forhold til sitt overskudd fra driften. Dette kan være nyttig for å sammenligne bedrifter og se de ulike kostnadsstrukturene.

EV/EBITDA står for Enterprise Value to Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization, eller Enterprise Value/inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger på norsk. Dette tallet viser hvor mye investorene er villige til å betale for bedriftens samlede verdi i forhold til inntjeningen før en rekke utgifter. Dette kan gi en bedre indikasjon på verdien av en bedrift enn for eksempel P/E-ratioen, da det tar hensyn til bedriftens gjeldsnivå og andre faktorer.

Pris-til-bok (Price-to-Book Ratio) brukes til å sammenligne en aksjes markedsverdi med bokført egenkapital per aksje. Dette forholdet beregnes ved å dividere selskapets aksjekurs med bokført egenkapital per aksje. Bokført egenkapital er verdien av selskapets eiendeler minus gjeld og forpliktelser, som er deres nettoverdi. Pris til bok-forholdet gir investorer en ide om hvor mye de betaler for hver krone i bokført egenkapital, og gir en indikasjon på om en aksje er overpriset eller underpriset. Generelt sett indikerer en høy pris til bok-forhold at investorene er villige til å betale en høy premie for selskapets egenkapital, mens et lavt forhold indikerer at aksjen er undervurdert i forhold til sin bokførte egenkapital. Pris til bok-forholdet varierer fra bransje til bransje og avhenger naturligvis også av selskapets vekstutsikter og risikoprofil. Dette nøkkeltallet kan være veldig interessant å følge med på da veldig mange investorer forventer at eiendelene og skipene til Frontline vil vokse i verdi fremover, som illustrert i figur 16 om skipsverdier.

Konkurrentene vi valgte å sammenligne Frontline med er:

- Scorpio tankers INC.
- Teekay Corp.
- Tsakos Energy Navigation
- SFL Corp Ltd

	FRONTLINE LTD	SCORPIO TANKERS	TEEKAY CORP.	TSAKOS ENERGY	SFL CORP LTD.
Price 31.03.2023	\$ 16,20	\$ 54,87	\$ 42,56	\$ 19,24	\$ 9,42

I tusen \$

Shares	222 623	59 728	98 318	24 566	138 562
Market Cap.	3 606 491	3 277 275	4 184 414	472 650	1 305 254

Sales	1 430 208	1 562 873	1 190 184	729 274	670 393
EBITDA	592 204	1 067 659	333 565	125 159	480 954
Cash	490 806	376 870	180 512	175 162	215 469
Liabilites	2 508 544	2 052 355	713 648	1 785 656	2 770 099
EV	5 624 229	4 952 760	4 717 550	2 083 144	3 859 884
Assets	4 776 125	4 559 163	1 783 654	3 308 575	3 861 330

	Multiplikator					
EPS	2,17	10,00	6,76	6,01	1,53	5,29
P/B	1,59046	1,30735	3,91065	0,31036	1,19613	1,66
P/E	7,47	5,49	6,30	3,20	6,16	5,72
Sales/EBITDA	2,42	1,46	3,57	5,83	1,39	2,93
EV/EBITDA	9,50	4,64	14,14	16,64	8,03	10,59

	EPS	P/E	Sales/EBITDA	EV/EBITDA	P/B
Multiplikator	5,3	5,7	2,9	10,6	1,7
x driftsresultat	442 800	442 800	442 800	442 800	442 800
Verdi egenkapital	2 344 183	2 533 391	1 298 965	4 689 100	736 371
Antall aksjer	222 623	222 623	222 623	222 623	222 623
Aksjeverdi USD	11	11	6	21	3
Aksjeverdi NOK	110	119	61	221	35
Endring fra dagens	-36 %	-30 %	-64 %	29 %	-80 %

Tabell 23: Mutlippelanalyse

Noe man fort legger merke til her er hvor stor grad Frontline er overpriset i dag. Vi har til nå lagt frem hvordan Frontlines utsikter ser veldig gode ut med stigning i oljekonsum og en begrenset flåte som vil øke i verdi. En eventuell stigning i verdien på flåten til Frontline vil naturligvis påvirke prisingen av selskapet positivt. Dette har vi forsøkt å vise med hjelp av nøkkeltallet P/B som viser forholdet mellom pris og bokført egenkapital. Likevel er det faktisk P/B som slår dårligst ut akkurat nå i denne analysen. Dette sier bare noe om hvordan Frontline ikke nødvendigvis er priset godt i forhold til verdien på sin bokførte kapital. Hvis man ser på andre ting som EV/EBITDA ser man at Frontline har mer å gå på. I forhold til markedet så er Frontline passende verdsatt i Enterprise Value i forhold til sitt eget driftsresultat før avskrivninger. Hvis vi lager et gjennomsnitt av aksjeprisene vi kom frem til i multippelanalysen, vil aksjeprisen vært på 110 NOK med en nedside på -36 prosent.

8. Konklusjon

Frontline har lenge vært en stor aktør i tankskip-markedet. Bransjen er kjent for å være usikker og volatil, men Frontline har likevel klart seg i motgang. En investor som vil eksponeres for tankskip-sektoren burde ta hensyn til de ulike faktorene som driver markedet og justere sin risikovilje deretter. Vi har nå gjennomført en strategisk analyse av markedssituasjonen til Frontline og gjort et ærlig forsøk på å verdsette selskapet basert på fremtidsutsiktene til selskapet og bransjen i sin helhet.

Markedsanalysene illustrerer Frontlines posisjon i forhold til andre aktører i bransjen, og eksterne faktorer som kan påvirke bransjen som helhet. Analysene peker på at det er flere gunstige elementer som kan bidra til å øke verdiskapingen både til Frontline og bransjen. Elementer som populasjonsvekst, økt konsum i ikke-OECD land og andre faktorer bidrar til at Frontline vil beholde sin relevans i årene som kommer. Interne analyser peker på at driften og organisasjonen er effektiv, og flere aspekter av operasjonen som humankapitalen gir dem konkurransefortrinn mot sine konkurrenter. Eksempelvis deres anvendelse av «Cross-trading» og bruk av skrubbere. Markedsanalysene understreker også viktigheten av Frontlines kontinuerlige tilpasning og innovasjon for å møte fremtidige utfordringer og muligheter i bransjen. Diversifisering av virksomheten, investering i bærekraftige løsninger og teknologiske fremskritt vil være avgjørende for selskapets langsiktige suksess og

konkurranseskraft. Frontlines ledelse og deres evne til å ta strategiske beslutninger vil også være sentralt for å navigere i det stadig skiftende og usikre globale økonomiske landskapet. Samtidig må Frontline være oppmerksom på eksterne trusler, slik som geopolitisk ustabilitet, strammere miljøkrav og reguleringer, samt endringer i handelspolitikk. Til tross for usikkerhetene og utfordringene i bransjen, viser analysene at Frontline er godt posisjonert for å fortsette å skape verdier for sine aksjonærer og kunder. Ved å bygge videre på sine styrker, takle svakheter og utnytte mulighetene som ligger foran dem, er det gode grunner til å tro at Frontline vil fortsette å være en ledende aktør i shippingbransjen i årene som kommer.

Ved hjelp av den kontantstrømsbaserte verdsettelsen ble vi kjent med de estimerte utsiktene for inntjening og kostnader, og dette ga oss en god pekepinn på hvordan Frontline burde verdsettes. Selv om det er mange antagelser i denne modellen, er den likevel utviklet med en konservativ tilnærming. Hvis vi tar hensyn til resultatet fra den fundamentale verdsettelsen, har Frontline på et basis-scenario en oppside på 69 prosent. I tillegg er optimismen rundt markedet mye tuftet på verdien av flåtene til tankrederiene og at eiendelene nærmest vil øke i takt med spotratene. Den markedsbaserte verdsettelsen derimot viser en nedside på -36 prosent som trekker ned den helhetlige verdsettelsen. Hvis vi tar en differanse mellom oppsiden og nedsiden er man fortsatt på en oppside med 33 prosent. En eventuell investor som tar samme antagelser som oss og som er interessert i å investere i tankrederi må da tilpasse sin risikovurdering etter den estimerte prisveksten på 33 prosent. Prismessig tilsvarer dette en kurs på 227,7 NOK.

Vi konkluderer dermed at verdien til egenkapitalen for en aksje, per 31.03.2023, er pålydende 227,7 NOK

9. Kildeliste

Api.org. (2022). Analyzing How Geopolitical Events Have Impacted Crude Oil Markets. Tilgjengelig: <https://www.api.org/news-policy-and-issues/blog/2022/05/13/analyzing-how-geopolitical-events-have-impacted-crude-oil-markets> [Hentet 18 Apr. 2023].

Bankrate. (2023). *LIBOR / 1 Month Libor 3 Rate 6 Month Rates Bond Index Current One 90 day 30 Day*. Tilgjengelig: <https://www.bankrate.com/rates/interest-rates/libor/> [Hentet 20 Apr. 2023].

BP (2022). bp Statistical Review of World Energy 2022 | 71. Tilgjengelig: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2022-full-report.pdf>. [Hentet 24.04.2023]

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2017). Principles of corporate finance (13th ed., The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estates). New York: McGraw-Hill Education. [Hentet 26.04.2023]

Cleaves Securities (2023). *Shipping Weekly 9/2023*. cleaves. Tilgjengelig: <https://www.cleaves.no/post/shipping-weekly-9-2023> [Hentet 18 Apr. 2023].

Crude Tanker Market Outlook. (2022). Tilgjengelig: <https://www.hellenicshippingnews.com/wp-content/uploads/2022/08/2022-08-Crude-Tanker-Outlook.pdf> [Hentet 17 Mar. 2023].

Eia.gov. (2023). *International Energy Outlook - U.S. Energy Information Administration (EIA)*. Tilgjengelig: <https://www.eia.gov/outlooks/ieo/> [Hentet 17 Mar. 2023].

Erichsen M., Solberg F. & Stiklestad T. (2018). Ledelse i små og mellomstore virksomheter. Oslo: Fagbokforlaget Vigmostad og Bjørke AS.

ESG. (2021). [online] Tilgjengelig: <https://www.frontline.bm/wp-content/uploads/2022/05/2021-FRO-ESG-Report.pdf>. [Hentet 25 Apr. 2023].

Fredrik Gabrielsen. (2017). Tilgjengelig: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/shipping/the-digital-transformation-of-shipping1.pdf> [Hentet 26 Apr. 2023].

Frontline ESG. (2023). *Environmental Social Governance - Frontline*. Tilgjengelig: <https://www.frontlineplc.cy/about-frontline-ltd/environmental-social-governance-esg/> [Accessed 25 Apr. 2023].

Frontline Management. (2023). *Directors and Executive Officers - Frontline*. Tilgjengelig: <https://www.frontlineplc.cy/directors-and-executive-officers/> [Hentet 25 Apr. 2023].

Frontline Q4. (2022). *FRO - Fourth Quarter 2022 Results - Frontline*. Tilgjengelig: <https://www.frontlineplc.cy/4th-quarter-2022-results/> [Hentet 25 Apr. 2023].

Frontline, Trafigura. (2019). *FRO - Frontline to acquire a fleet of Suezmax tankers from Trafigura - Frontline*. Tilgjengelig: <https://www.frontlineplc.cy/fro-frontline-to-acquire-a-fleet-of-suezmax-tankers-from-trafigura/> [Hentet 25 Apr. 2023].

Frontline. (2006). *4th quarter 2005 results - Frontline*. Tilgjengelig: <https://www.frontlineplc.cy/4th-quarter-2005-results/> [Hentet 18 Apr. 2023].

Frontline. (2019). *History - Frontline*. Tilgjengelig: <https://www.frontlineplc.cy/history/> [Hentet 25 Apr. 2023].

Frontline. (2022). *Home page - Frontline*. Tilgjengelig: <https://www.frontlineplc.cy/> [Hentet 25 Apr. 2023].

Frontline. (2023). *About Frontline plc - Frontline*. Tilgjengelig: <https://www.frontlineplc.cy/about-frontline-ltd/> [Hentet 25 Apr. 2023].

Gard.no. (2022). Tilgjengelig: <https://www.gard.no/web/updates/content/33127327/decarbonization-of-shipping-emerging-alternative-fuels-from-a-us-perspective> [Hentet 26 Apr. 2023].

Ics-shipping.org. (2017). *Shipping and World Trade: World Seaborne Trade*. [online] Tilgjengelig: <https://www.ics-shipping.org/shipping-fact/shipping-and-world-trade-world-seaborne-trade/> [Hentet 26 Apr. 2023].

Imo.org. (2020). *IMO 2020 – cutting sulphur oxide emissions*. Tilgjengelig: <https://www.imo.org/en/MediaCentre/HotTopics/Pages/Sulphur-2020.aspx> [Hentet 25 Apr. 2023].

Imo.org. (2020). *IMO2020 fuel oil sulphur limit - cleaner air, healthier planet*. Tilgjengelig: <https://www.imo.org/en/MediaCentre/PressBriefings/pages/02-IMO-2020.aspx> [Hentet 26 Apr. 2023].

Imo.org. (2021). *IMO's work to cut GHG emissions from ships*. Tilgjengelig: <https://www.imo.org/en/MediaCentre/HotTopics/Pages/Cutting-GHG-emissions.aspx> [Hentet 26 Apr. 2023].

Kristoffersen, T. (2019). Årsregnskapet. 5068 Bergen: Fagbokforlaget.

MarketScreener (2023). *FRONTLINE LTD. : Shareholders Board Members Managers and Company Profile | BMG3682E1277 | MarketScreener*. Marketscreener.com. Tilgjengelig: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/FRONTLINE-LTD-12671/company/> [Hentet 25 Apr. 2023].

Mfame Editor, Mfame Editor and Mfame Editor (2019). *Drewry VLCC Scrubber Cost Insights*. mfame.guru. Tilgjengelig: <https://mfame.guru/drewry-vlcc-scrubber-cost-insights/> [Hentet 14 Apr. 2023].

MI News Network (2021). *World's Largest 24,000 TEU Container Ship Floats Out Successfully*. Marine Insight. Tilgjengelig: <https://www.marineinsight.com/shipping-news/worlds-largest-24000-teu-container-ship-floats-out-successfully/> [Hentet 26 Apr. 2023].

News, B. (2012). *Libor: What is it and why does it matter?* BBC News. Tilgjengelig: <https://www.bbc.com/news/business-19199683> [Hentet 12 Apr. 2023].

Norges-bank.no. (2020). *Kurser og renter - statsgjeld*. Tilgjengelig: <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/statsgjeld-lan/> [Hentet 10 Mar.

2023]. <https://no.tradingeconomics.com/norway/government-bond-yield>

PricewaterhouseCoopers (2022). *Risikopremien 2022*. PwC. Tilgjengelig: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> [Hentet 1 Feb. 2023].

TradingView. (2023). *USD/NOK*. Tilgjengelig: <https://www.tradingview.com/symbols/USDNOK/> [Hentet 25 Apr. 2023].

Unctad.org. (2022) Review of Maritime Transport 2022 - Chapter 6: Consolidation and Competition in Container Shipping. Tilgjengelig: https://unctad.org/system/files/official-document/rmt2022ch6_en.pdf [Hentet 26.Apr.2023]

United Nations. (2022). Net Zero Coalition | United Nations. United Nations. Tilgjengelig: <https://www.un.org/en/climatechange/net-zero-coalition#:~:text=To%20keep%20global%20warming%20to,reach%20net%20zero%20by%202050>. [Hentet 25 Apr. 2023].

US EPA. (2013). Deepwater Horizon – BP Gulf of Mexico Oil Spill | US EPA. Tilgjengelig: <https://www.epa.gov/enforcement/deepwater-horizon-bp-gulf-mexico-oil-spill#:~:text=On%20April%2020%2C%202010%2C%20the,of%20marine%20oil%20drilling%20operations>. [Hentet 25 Apr. 2023].

YahooFinance. (2022). *Frontline plc (FRO) Cash Flow - Yahoo Finance - Yahoo Finance*. Tilgjengelig: <https://ca.finance.yahoo.com/quote/FRO/cash-flow> [Hentet 25 Apr. 2023].

